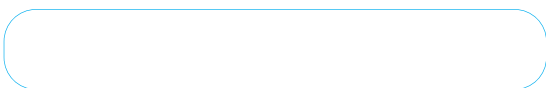
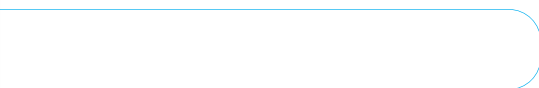


# ГЛОБАЛЬНЫЕ СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Специальный выпуск EVCA

Апрель 2008



EUROPEAN  
PRIVATE EQUITY &  
VENTURE CAPITAL  
ASSOCIATION

РОССИЙСКАЯ  
АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ



Oxford  
Analytica



cam private equity



Conducted by Oxford Analytica

# **Global Scenarios for Private Equity and Venture Capital**



European  
Private Equity & Venture Capital  
Association  
2009

ISBN 0000000000

ISBN 0000000000 (англ.)

**Европейская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA)**

Специальный выпуск EVCA  
Апрель 2008

**ГЛОБАЛЬНЫЕ СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Под руководством Oxford Analytica  
Перевод с английского – СПб.: РАВИ, 2009.

До сих пор мало доступной информации о том, какое воздействие могут оказывать глобальные события на индустрию прямых и венчурных инвестиций. В данной публикации рассмотрены, с использованием метода сценарного планирования, разные варианты развития глобальных рынков и их динамики в ближайшие пять, десять и пятнадцать лет и проанализированы возможные пути развития индустрии в каждом случае. Книга может служить руководством для генеральных партнеров и партнеров с ограниченной ответственностью, осуществляющих прямые и венчурные инвестиции. Также в ней найдут для себя много полезного менеджеры по инвестициям и директора портфельных компаний. Читатели смогут составить для себя более ясное представление о глобальных рынках и их потенциальном влиянии на индустрию прямых и венчурных инвестиций.

Отпечатано в ООО «Феникс»  
194156, Россия, Санкт-Петербург, пр. Энгельса 27  
Заказ № 000. Тираж 000 экз.

Copyright ©

Перевод на русский язык: © Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования, 2009



Европейская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования  
2008

## **Глобальные сценарии развития прямого и венчурного инвестирования**

Под руководством Oxford Analytica



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования

2009

## EVCA

Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA) была создана в 1983 году, ее штаб-квартира находится в Брюсселе. EVCA представляет интересы европейского сектора индустрии прямого инвестирования и поддерживает этот класс активов в Европе и во всем мире.

В состав EVCA входят более 1300 членов из 53 стран. Роль этой организации заключается в представлении интересов индустрии перед регулируемыми органами и разработчиками стандартов, выработке профессиональных стандартов и проведении отраслевых научных исследований, обеспечении профессионального развития и организации форумов, помощи во взаимодействии между своими членами и основными участниками индустрии, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и представителей академической науки.

В круг деятельности EVCA входят все виды прямых инвестиций: венчурный капитал (от стадий посевной и «стартап» до капитала развития) и разного рода выкупы.

## Отказ от ответственности

Это исследование предназначено для использования членами EVCA. Оно не должно рассматриваться пользователями как замена собственных суждений.

Oxford Analytica<sup>1</sup> и/или любое связанное с этой организацией лицо не принимает на себя никакой ответственности ни за какие прямые или косвенные убытки любого рода, произошедшие в результате использования этого исследования или любой части его содержания.

---

<sup>1</sup> Oxford Analytica является международной независимой консалтинговой фирмой, в работе которой участвуют видные представители университетских кругов со всего мира. (Прим. пер.).

## Предисловие РАВИ

Сегодня в мире нет более популярной темы, чем мировой финансово-экономический кризис. Проблемы с получением кредитов, замедление экономического развития, усиление влияния государства и другие последствия кризиса ведут к изменению картины мировой экономики. Большинство экспертов выражают мнение о том, что кризис еще не достиг своего предела и будет продолжаться как минимум до 2010 года.

В докладе Комиссии ООН по торговле и развитию (UNCTAD) сообщается, что финансово-экономический кризис привел в 2008 году к сокращению мирового объема прямых иностранных инвестиций на 21% по сравнению с предыдущим годом, и эта тенденция сохранится в 2009 году. По данным ВТО, текущий год будет характеризоваться самым значительным со времен Второй мировой войны сокращением объема мировой торговли: мировая экономика в 2009 году сократится на 1–2% – это самый пессимистичный прогноз за последние более чем полвека.

Сформировавшаяся в прошлом столетии экономическая система преобразуется, возникают новые правила игры, условия и тенденции. И как повлияет на ее развитие финансово-экономический кризис – вот главный вопрос, на который пытаются дать ответ эксперты, осознавшие необходимость готовности к самым непредвиденным изменениям условий деловой среды. Одновариантные прогнозы, основанные на том, что произойдет то или иное событие или ряд событий, которые, однако, могут и не реализоваться, часто оказываются неэффективными при построении стратегических планов, особенно в период экономической нестабильности. Для долгосрочного планирования и стратегического управления процессами с высоким уровнем неопределенности наиболее

эффективным является метод сценарного планирования, который активно используется последние три десятилетия на Западе.

Сценарное планирование можно рассматривать и как способ развития мышления менеджеров, и как методологию составления сценариев и моделей будущего, и как метод снижения рисков и составления планов действий на случай непредвиденных обстоятельств. Общие положения и принципы сценарного планирования таковы: будущее неопределенно и в большинстве случаев непредсказуемо; для снижения неопределенности нужно создавать возможные сценарии развития событий; стратегия компании должна работать и быть успешной при любом варианте (сценарии) будущего. Основой для разработки сценариев является анализ неопределенностей, после чего строится система их мониторинга и намечаются краткие планы действий на случаи развития событий по тому или иному сценарию.

Однако в чем же смысл сценарного планирования, если оно базируется на утверждении, что будущее многовариантно и не может быть предсказано? Какая от него польза, если все равно могут случаться события, не предусмотренные ни в одном из сценариев? Действительно, не все возможности реализуются. Однако, даже если сценарии оказались неточны, организации все равно уже получили опыт разработки программ действий в разных версиях будущего и подготовлены к возможности развития событий не по тому пути, по которому предполагалось. Уменьшение времени реагирования на новые события и обстоятельства является несомненным конкурентным преимуществом. Сама неопределенность в данном подходе может расцениваться не только как возможная угроза, но и как источник новых возможностей, и как стартовая точка для инноваций и обновления. Таким образом, вероятность достижения успеха у такой органи-



зации выше при любом варианте развития событий<sup>2</sup>. «У компании должно быть несколько сценариев развития, чтобы при необходимости переключиться с одного на другой», – поделился своими наблюдениями директор компании Troika Capital Partners Валерий Доронин в своем докладе о способах заработка денег в кризис на III международной конференции «Прямые и венчурные инвестиции в России и СНГ-2008».

«Нынешний кризис может сыграть и положительную роль, если на политическом уровне будут приняты решения, способствующие стабилизации мировой финансовой системы, стимулированию развития равноправных торговых отношений, внедрению инновационных технологий», – отмечается в докладе UNCTAD. Это мнение о том, что широко распространившийся сегодня экономический кризис не влечет за собой с неизбежностью крушения глобальной экономики, не одиночно. Очень многое будет зависеть от правильных действий людей, принимающих решения, и решения эти должны иметь под собой надежную основу. Метод сценарного планирования как раз и направлен на создание такой основы.

Очевидно, что и для участников индустрии прямых и венчурных инвестиций, и для предпринимателей, и для политиков разных стран чрезвычайно важно понять, как будет развиваться индустрия в усложнившейся сегодня обстановке, когда число неопределенностей возрастает, а необходимость правильно планировать свои действия на будущее приобретает жизненно важное значение. В качестве ответа на этот «вызов времени» EVCA подготовила публикацию «Глобальные сценарии развития прямого и венчурного инве-

---

<sup>2</sup> По материалам: «Мифы о неприменимости и мировая практика сценарного планирования», 04 июня 2007 г. Автор: Ирина Дятловская [www.c-concordia.org/](http://www.c-concordia.org/).

стирования» («Global scenarios for private equity and venture capital») – своего рода руководство для управляющих компаний и инвесторов, осуществляющих прямые и венчурные инвестиции.

В связи с тем, что в России метод сценарного планирования не получил должного распространения и используется крайне редко, РАВИ взяла на себя ответственную задачу перевода этой публикации на русский язык и выражает благодарность EVCA за любезное разрешение использовать данный материал. Мы надеемся, что нам удастся донести до российских участников индустрии – предпринимателей, менеджеров, инвесторов и других заинтересованных лиц – результаты ответственного труда, осуществленного EVCA в сотрудничестве с международной независимой консалтинговой фирмой Oxford Analytica.

Исполнительная дирекция РАВИ

## Содержание

EVCA .....	4
Отказ от ответственности.....	5
Предисловие РАВИ .....	6
Предисловие.....	12
<b>1. Введение .....</b>	<b>14</b>
1.1. О сценарном планировании.....	14
1.2. Структура публикации .....	23
<b>2. Разработка сценариев.....</b>	<b>25</b>
2.1. Изучение мнения профессионалов и специальное исследование .....	25
2.2. Факторы на уровне индустрии .....	26
2.3. Макрофакторы .....	39
2.4. Движущие факторы сценариев .....	56
2.5. Структура сценариев .....	63
<b>3. Сценарий 1: Три крепости.....</b>	<b>65</b>
3.1. Общее представление .....	65
3.2. Глобальная политика и безопасность .....	67
3.3. Ресурсы и окружающая среда .....	70
3.4. Интеграция .....	71
3.5. Экономическая и социальная политика .....	76
3.6. Экономический рост .....	78
3.7. Финансовые рынки .....	79
3.8. Основные развивающиеся рынки .....	80
3.9. Развитие индустрии прямых инвестиций .....	83
<b>4. Сценарий 2: Гольфстрим.....</b>	<b>93</b>
4.1. Общее представление .....	93
4.2. Глобальная политика и безопасность .....	94
4.3. Ресурсы и окружающая среда .....	96
4.4. Интеграция .....	97
4.5. Экономическая и социальная политика .....	99

4.6. Экономический рост .....	101
4.7. Финансовые рынки .....	102
4.8. Основные развивающиеся рынки .....	103
4.9. Развитие индустрии прямых инвестиций .....	107
<b>5. Сценарий 3: Развитие международной торговли и рост конкуренции (Trading up) .....</b>	<b>119</b>
5.1. Общее представление .....	119
5.2. Глобальная политика и безопасность .....	121
5.3. Ресурсы и окружающая среда .....	122
5.4. Интеграция .....	124
5.5. Экономическая и социальная политика .....	127
5.6. Экономический рост .....	130
5.7. Финансовые рынки .....	131
5.8. Основные развивающиеся рынки .....	132
5.9. Развитие индустрии прямых инвестиций .....	134
<b>6. Сценарий 4: Движение на Восток .....</b>	<b>146</b>
6.1. Общее представление .....	146
6.2. Глобальная политика и безопасность .....	148
6.3. Ресурсы и окружающая среда .....	149
6.4. Интеграция .....	151
6.5. Экономическая и социальная политика .....	152
6.6. Экономический рост .....	155
6.7. Финансовые рынки .....	156
6.8. Основные развивающиеся рынки .....	157
6.9. Развитие индустрии прямых инвестиций .....	159

## Предисловие

За минувшие 10 лет рынок прямых инвестиций вырос, превратившись в важный сегмент международных рынков капитала. Как таковой, он в большей степени стал зависеть от развития глобальной экономики. В результате такой интеграции решения фондов прямых и венчурных инвестиций стали приниматься с учетом как развития экономики в целом, так и факторов, воздействующих на основные экономические тенденции.

Индустрия прямых и венчурных инвестиций хорошо позиционирована для наблюдения «с близкого расстояния» за тенденциями развития европейской экономики и осуществления их прогнозирования. Однако необходимость получения всеобъемлющей картины все более возрастает. Принимая во внимание новую глобальную интеграцию, очень важно для индустрии при разработке стратегии на следующие пять-десять лет «отступить на шаг назад» для получения более обширной картины.

По своей природе прямые и венчурные инвестиции являются долгосрочными сделками. Новые фонды создаются на десятилетний срок, плюс еще, возможно, на два года, что делает обязательным для каждого генерального партнера создание стратегического плана. Превратить вялую деятельность в конкурентоспособное лидерство невозможно за одну ночь.

До сих пор существует много различных точек зрения на развитие экономики, что мешает создать реалистичную и точную общую картину. В то же время, однако, нет доступной информации о том, какое воздействие оказывают глобальные события на индустрию прямых и венчурных инвестиций. Все имеющиеся наблюдения и прогнозы относительно этой индустрии касаются только микроэкономиче-

ских аспектов, часто связанных с отдельными стадиями или секторами, и поэтому их охват довольно узок.

EVCA, как организация, оказывающая услуги своим членам, знает, что они проявляют все больший интерес к информации о макроэкономических событиях и их влиянии на европейскую индустрию прямых и венчурных инвестиций. Особенно это касается аналитических исследований по индустрии, где Ассоциация обладает отличным статистическим материалом (например, по мобилизации капитала, инвестициям и выходам по отдельным фондам, корпоративной венчурной деятельности, фондам фондов и т.д.).

Поскольку EVCA является общеевропейской ассоциацией, глобальная точка зрения на события всегда была ее сильной чертой. И это принималось во внимание, когда EVCA объединяла свои усилия с Oxford Analytica для публикации данного исследования.

В данном документе рассмотрены разные варианты развития глобальных рынков и их динамики в ближайшие пять, десять и пятнадцать лет. Он создан, чтобы служить руководством для генеральных партнеров и партнеров с ограниченной ответственностью, осуществляющих прямые и венчурные инвестиции. Также в нем найдут для себя много полезного менеджеры по инвестициям и директора портфельных компаний. Поскольку материал исследования представлен в виде различных возможных сценариев, члены EVCA и другие участники индустрии смогут составить для себя более ясное представление о глобальных рынках и их потенциальном влиянии на индустрию прямых и венчурных инвестиций.

## 1. Введение

### 1.1. О сценарном планировании

#### 1.1.1. Прямые инвестиции находятся на распутье?

2007 год запомнился как очень плодотворный для развития индустрии прямых и венчурных инвестиций. По целому ряду причин он может рассматриваться как «переломный момент». Его можно считать годом, в котором индустрия перешла со вторых ролей на центральную часть сцены международных рынков капитала, годом, когда она начала доминировать в сфере слияний и поглощений и стала основным компонентом портфелей большинства пенсионных фондов. В этом году произошло IPO одной из крупнейших частных инвестиционных компаний в США – Blackstone Group, которое можно рассматривать как первый шаг в длинном ряду фирм прямых инвестиций, стремящихся к публичным листингам.

С другой стороны, 2007 может запомниться и как год, когда закончился «Золотой век» прямых инвестиций. Это был год, в котором внимание публики и СМИ было, наконец, привлечено к стремительному успеху прямых инвестиций и они были извлечены из тени на яркий свет придиричивых специальных комиссий. Он может запомниться как год, в котором индустрия утратила некоторые из своих налоговых льгот и стала подвергаться намного более жестким правилам раскрытия. 2007 год можно также считать годом окончания эры дешевого и изобильного кредитования. И IPO Blackstone стоит, скорее, рассматривать не как символ грядущего в этом веке расцвета индустрии, а как пик успеха индустрии в преддверии наступления трудных времен.

Каким бы ни было толкование текущих событий, которое будет в результате представлено вниманию публики, никто не решится оспаривать тот факт, что индустрия сейчас находится на этапе беспрецедентных перемен. Участники индустрии не сумели предвидеть многих из этих перемен и вследствие этого оказались плохо подготовленными к встрече с ними. Увеличившиеся масштабы индустрии сделали ее более известной в обществе, но ее участники не стали поднимать свои ставки в игре на открывшейся перед ними общественной арене, на которой складывающееся о вас мнение зачастую важнее, чем результаты вашей работы.

Прямые инвестиции, благодаря их масштабам и вновь обретенному общественному признанию, действуют – хорошо это или плохо – подчиняясь новым базовым правилам. Больше уже невозможно успешно справляться с бизнесом, просто занимаясь мобилизацией капитала, делая приобретения и генерируя доходы, не учитывая при этом влияния со стороны внешних факторов и остальных участников. Реальность заключается в том, что прямые инвестиции, как и любая другая значительная индустрия, тесно связаны с политическим, экономическим и социальным окружением, в котором они работают, и их будущие успехи в значительной степени будут определяться тем, насколько хорошо удастся предвидеть давление на них извне и управлять им.

Данный сценарный анализ нацелен на предоставление членам EVCA основы для размышлений о некоторых факторах, которые могут определять будущее развитие индустрии, и о том, как эти факторы, взаимодействуя, смогут порождать будущие проблемы и возможности. Он также должен служить в качестве инструмента, помогающего членам EVCA при обдумывании долгосрочных стратегий и возможностей мобилизации капитала и осуществления инвестиций. Хотя текущие события несомненно важны для будущего индустрии, в задачи этого исследования не входят анализ и



решение сегодняшних проблем индустрии. Скорее, его намерение – побудить к размышлениям о том, как добиться здорового функционирования индустрии в долгосрочной перспективе, а также расширить стратегические горизонты за пределы планирования следующей сделки или раунда мобилизации средств.

### 1.1.2. Стратегическая неопределенность

Успех выбора стратегии любой организации зависит не только от качества стратегии и ее выполнения. Многие новаторские, смелые, умело разработанные и эффективно осуществляемые стратегии терпят провал. Причина этого заключается в том, что успех любой стратегии зависит от будущих результатов, которые по своей сути непредсказуемы. Самые лучшие планы, самый тщательный анализ могут быть сведены на нет появлением какой-то новой подрывающей их технологии, регуляторными изменениями или геополитическими событиями, которые невозможно предвидеть и которые обладают силой, способной изменить конкурентное окружение.

Вовсе не от недостатка стараний предсказания будущего часто существенно отличаются от реально наступающих событий. На практике, организационные и оперативные решения базируются на ряде предположений относительно будущего. Степень, в которой эти предположения будут подтверждаться развитием событий в будущем, будет являться главной детерминантой успеха предприятия.

Стоит только вспомнить некоторые из самых значительных мировых событий за последние десятилетия, такие как разрушение Берлинской стены, террористический акт 11 сентября и азиатский финансовый кризис, чтобы осознать, насколько ничтожен весь опыт в составлении успешных долгосрочных предсказаний даже самых лучших специалистов,

писателей и людей, принимающих решения. И если последствия неверных предсказаний писателей или ученых мужей могут быть не слишком значительными, то когда принимающие решения и обладающие властью люди делают такие ошибки, последствия для предприятий, инвесторов и даже общества в целом могут быть катастрофическими.

Когда экономическое значение управляющих компаний венчурного капитала возрастает, когда они занимаются все более крупными приобретениями, распространяют свою деятельность на новые рынки, когда они все чаще привлекают к себе внимание средств массовой информации, политиков и других заинтересованных групп, тогда индустрия начинает в возрастающей степени подвергаться влиянию событий и факторов, «выталкивающих» ее из привычной ей «зоны комфорта». Чтобы справиться с этими все более усложняющимися и ускоряющимися изменениями, индустрии и ее участникам придется выработать новые способы оценки того окружения, в котором они действуют, а также найти более подходящие в условиях неопределенности инструменты и приемы планирования и управления.

### 1.1.3. Использование сценариев в процессе принятия решений

Сценарное планирование допускает появление каких-то «ловушек», связанных с непредвиденными (и часто непредсказуемыми) событиями, и позволяет разрабатывать систему взаимодействий с неопределенностью. Оно направлено на облегчение процесса принятия решений во все более и более сложных и непредсказуемых условиях.

Впервые сценарное планирование появилось в качестве инструмента для принятия решений и планирования в военно-промышленном комплексе США. В начале 1970-х годов компания Shell первой использовала у себя сценарное

планирование в частном секторе. С тех пор эти методы развились и стали основными компонентами корпоративного планирования и приемов разработки стратегий, особенно среди крупных многонациональных компаний.

С наступлением нового столетия возродился интерес к сценарному планированию, как со стороны корпораций, так и общественных организаций. Этот интерес в основном происходил из растущего понимания того факта, что развитие событий в будущем не может быть полностью предсказано на основе простой экстраполяции сегодняшних тенденций. Все организации сталкиваются с фундаментальной дилеммой принятия долгосрочных обязательств в условиях высокой степени неопределенности. Этот вызов стал, возможно, еще более существенным после установления – в результате глобализации и развития телекоммуникаций – множества связей между различными элементами мировой системы, что в сочетании с ускорением инновационного процесса создает в высшей степени непредсказуемое и постоянно меняющееся стратегическое окружение.

Это приводит к тому, что бизнес начинает подвергаться воздействию постоянно возрастающего числа факторов со всех частей света и, таким образом, влияние на него событий в политической, экономической и социальной сферах усиливается. В таких условиях успех зависит от способности делать правильный выбор на основе неполной информации в сочетании с умением при необходимости гибко изменять курс и приспосабливаться к новым обстоятельствам. Подобные способности можно усилить при помощи использования сценарного планирования. Рассматривая различные наиболее правдоподобные результаты развития событий, сценарии побуждают к обдумыванию альтернативных стратегий, разработке планов на случай непредвиденных обстоятельств и созданию более гибких и легче приспособляемых организационных структур.

#### 1.1.4. Применение сценариев для прямых и венчурных инвестиций

В особенности полезно сценарное планирование для организаций, работающих в секторах, где требуются долгосрочные инвестиции как в основной капитал, так и в человеческие ресурсы. Неверный выбор стратегии для такого предприятия может увести его развитие с правильного пути, и придется потратить годы, чтобы вернуть его к нормальному состоянию, если это вообще будет возможно. Такие организационные решения, как, например, решение инвестировать в новое нефтяное месторождение, выбор отдельной технологии, подготовка к следующему фонду и поиски объекта для очередного приобретения или нового рынка, будут иметь долгосрочные последствия для компании, влияя на ее успех или даже выживание.

Как в случае прямых, так и венчурных инвестиций, перед профессионалами встает проблема принятия долгосрочных обязательств в условиях существенной неопределенности. Каждый день ими принимаются ответственные решения относительно компаний, в которые они осуществляют инвестиции, людей, которых они нанимают на работу, стратегий, которые они используют, – и эти решения базируются на ряде предположений и допущений относительно будущего. Хороши или плохи окажутся эти решения – будет зависеть от будущих событий или от информации, которая отсутствует на момент принятия решения. Это в равной степени верно для отдельных управляющих компаний прямых инвестиций, партнеров с ограниченной ответственностью (LPs) и индустрии прямых инвестиций в целом.

**Врезка 1. Основные вопросы, на которые ищут ответы профессионалы прямого и венчурного инвестирования:**

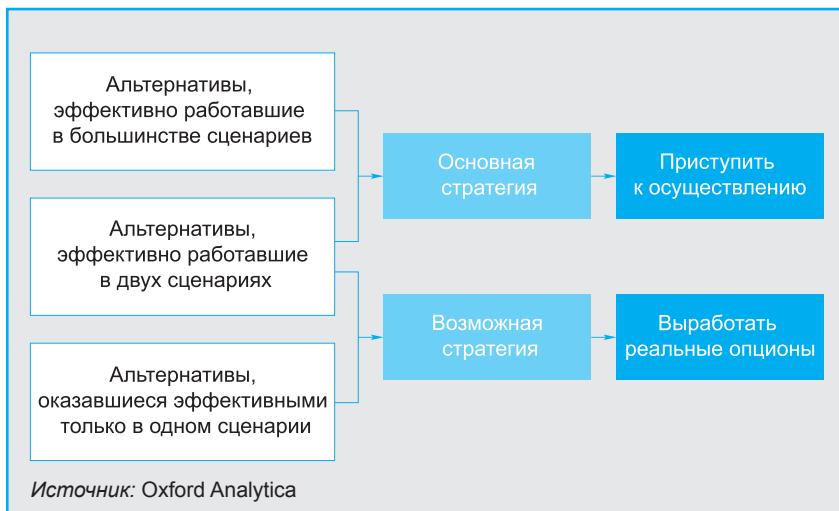
- Кто наши будущие инвесторы, где они будут находиться и каковы будут их потребности? Каковы будут наши подходы к ним?
- Какие типы инвестиций нам необходимо осуществить, чтобы достигнуть поставленных нами и нашими инвесторами целей?
- Как нам приступить к определению подходящих инвестиционных возможностей?
- Какие промышленные сектора и страны могут предложить наилучшие инвестиционные возможности?
- Где будут размещены инвестиции, и где нам следует находиться для их реализации?
- Как мы будем фиксировать прибыль от этих инвестиций?
- С каким окружением нам придется столкнуться, когда мы будем пытаться осуществить выход из этих инвестиций?
- Что нам нужно уметь, чтобы опередить наших конкурентов? Обладаем ли мы этими навыками, а если нет, то где мы их сможем приобрести?
- Кто будут наши будущие конкуренты, и какими способами мы будем пытаться их опередить?
- Каково будет общественное мнение о нас, и как к нам будут относиться политики и регуляторные органы? Какие в связи с этим могут быть наложены ограничения на нашу деятельность?
- Как нам следует изменить нашу структуру собственности и управления, чтобы она лучше отвечала будущим вызовам и ожиданиям наших акционеров, инвесторов, общества в целом?

При помощи сценарного планирования не предполагается получить ответы на все эти фундаментальные вопросы. Вместо этого оно предоставляет вам систему, в которой можно формулировать и тестировать некоторые ответы, чтобы лучше подготовиться к будущему и быстрее реагировать на непредвиденные изменения.

Часто применяемый подход – использование сценариев для тестирования ряда альтернативных стратегий развития организации. Управляющие прямыми и венчурными инвестициями могут использовать этот метод при рассмотрении своих долгосрочных стратегических обязательств – например, при определении географии рынков, на которых они будут работать, или при решении, как инвестировать свой следующий фонд. При этом подходе вначале управляющие обсуждают и составляют портфель стратегических альтернатив. Затем каждая из альтернатив оценивается в контексте сценариев. Вслед за этим стратегические альтернативы разбиваются по категориям и ранжируются в зависимости от того, насколько эффективно они работают в рамках различных сценариев. Те альтернативы, которые эффективно работают сразу в нескольких сценариях, очевидно являются более надежными, и их следует включить в основную стратегию инвестиционного портфеля. Следующей проблемой будет являться проблема их осуществления (Рис. 1).

Альтернативы, оказавшиеся эффективными только в одном сценарии, не следует немедленно осуществлять, их нужно держать в резерве на случай, если обстоятельства сложатся в их пользу. Организации, вероятно, захотят разработать «реальные опционъ», которые можно будет применить в будущем, если обстоятельства потребуют отхода от основной

## Рисунок 1. Портфели стратегических альтернатив



стратегии, чтобы предоставить таким образом бóльшую степень гибкости организациям<sup>3</sup>.

Когда основная стратегия уже выработана и находится в процессе осуществления, обязанностью управляющих будет осуществление мониторинга предприятия и окружающих его условий для своевременного выявления событий, которые могли бы повлиять на оптимальный портфель альтернатив основной стратегии. Врезка 2 иллюстрирует последовательность действий в процессе использования сценариев для стратегического планирования.

<sup>3</sup> Реальные опционы состоят из инвестиций, предоставляющих инвесторам доступ к потенциально ценным ресурсам, возможностям или рынкам. Например, формирование партнерства, покупка неконтрольного пакета акций, нахождение точек опоры на новом рынке – все это пути создания опционов, которые могут быть осуществлены (или не осуществлены) в какой-то будущий момент времени.

### **Врезка 2. От сценариев к стратегии**

1. Создать портфель стратегических альтернатив
2. Тестировать альтернативы в условиях каждого сценария
3. Сгруппировать альтернативы по категориям на основании эффективности их действия в каждом сценарии
4. Выработать основную и возможную (в случае непредвиденных обстоятельств) стратегии
5. Отслеживать развитие событий и сопоставлять его со сценариями
6. Вносить корректировки в стратегии

Путем выработки стратегических альтернатив и регулярно пересмотра их в контексте сценариев и в свете нового развития событий организации могут увеличить гибкость своей стратегии и лучше подготовиться к реагированию на появление каких-либо проблем или возможностей.

## **1.2. Структура публикации**

В данной публикации рассматриваются четыре глобальных сценария, значимых с точки зрения индустрии прямых инвестиций<sup>4</sup>. Важным представляется тот факт, что эти сценарии затрагивают долгосрочное развитие событий в этой индустрии в будущем и что они заглядывают за пределы текущих обязательств и проблем, охватывая весь цикл: будущую мобилизацию капитала, инвестиции и выход. В то же

---

<sup>4</sup> В пределах данной публикации термин «прямые инвестиции» используется для обозначения всего спектра прямых и венчурных инвестиций – венчурных инвестиций, капитала расширения и выкупов. Термины «выкуп» и «венчурные инвестиции» употребляются при обращении к отдельным сегментам рынка.



время, чтобы сценарий был значимым, важно, чтобы он не выходил за временные рамки развития карьеры большинства игроков. Исходя из этих соображений, горизонтом для развития сценариев был избран 2020 год.

В этих сценариях преследуется цель интегрировать события, специфические для индустрии, в широкий спектр макроэкономических, политических и социальных тенденций и движущих сил. В следующем разделе представлен обзор воздействующих на индустрию факторов, выявленных в результате ряда опросов работающих в ней профессионалов, и подразделенных на факторы, действующие на уровне самой индустрии, и факторы, значимые на макроуровне. Последний раздел публикации состоит из четырех сценариев.

В первом сценарии, называемом «Три крепости», анализируются события в мире, распавшемся на три крупных региональных блока. Во втором сценарии, названном «Гольфстрим», мощное лидерство Соединенных Штатов обеспечивает углубляющуюся экономическую интеграцию и взаимозависимость на основе модели англо-саксонского капитализма. В третьем сценарии – «Развитие международной торговли и рост конкуренции (Traiding-up)» – процесс глобализации распространяется все шире, пользуясь поддержкой сильных организаций и более согласованных предписаний и правил. В четвертом, последнем, сценарии под названием «Движение на Восток» глобальная интеграция уступает натиску протекционистских тенденций и финансово-экономический центр тяжести сдвигается в сторону Азии.

## 2. Разработка сценариев

### 2.1. Изучение мнения профессионалов и специальное исследование

В качестве первого этапа процесса разработки сценариев Oxford Analytica провела детальные интервью 22 членов EVCA, а также других участников индустрии и ее наблюдателей в период между октябрём 2006 года и январём 2007 года. Задача этих опросов заключалась в выявлении, на основании точки зрения ведущих профессионалов-практиков, основных движущих сил, которые будут определять ход развития индустрии в предстоящие годы. Эти профессионалы избирались из числа как генеральных партнеров (GP), так и партнеров с ограниченной ответственностью (LPs), занятых в различных стадиях инвестиционной деятельности (выкупы, венчурные инвестиции, вторичное инвестирование, поворотное финансирование). Кроме того, опрашиваемые выбирались из числа лиц, работавших в различных регионах, включая Европу, Соединенные Штаты, Японию и развивающиеся рынки.

Изучение мнения профессионалов было дополнено проведенным экспертами Oxford Analytica исследованием, охватывавшим разнообразные области – макроэкономику, политику, общество, окружающую среду, науку и технологии. Целью данного исследования было расширение перспектив видения индустрии для выявления более широкого спектра проблем и тенденций, которые могут воздействовать на будущее прямых и венчурных инвестиций.

Результаты обоих исследований были ранжированы в соответствии с числом упоминаний участниками исследований каждого движущего фактора. На основании ранжирования

факторы были занесены в два списка: в первый – факторы, значимые на уровне индустрии, во второй – факторы, действующие на макроуровне. Внесенные в списки факторы можно рассматривать как имеющие наибольший потенциал воздействия на индустрию. Именно эти факторы впоследствии использовались как основа процесса сценарного планирования.

## 2.2. Факторы на уровне индустрии

Среди факторов, значимых на уровне индустрии, наиболее часто упоминались следующие десять факторов:

- Регулирование индустрии
- Мнение общества об индустрии
- Стоимость и доступность заемного капитала
- Налогообложение
- Политические установки
- Относительная эффективность индустрии
- Управление
- Динамика взаимоотношений публичного и частного капитала
- Способности и навыки
- Приток капитала.

### 2.2.1. Регулирование индустрии

Мнение большинства опрошенных профессионалов сводилось к тому, что индустрия прямых инвестиций сумела извлечь большую пользу из благоприятного регуляторного окружения, поддержавшего ее быстрое развитие. Поскольку существующая регуляторная система оценивается как

достаточно мягкая, многие профессионалы полагают, что правила и установки могут изменяться только в одном направлении – в сторону их ужесточения. Однако, хотя и существует относительный консенсус по поводу общего направления регулирования, тем не менее отмечается существенная неопределенность по вопросам конкретной направленности, времени и масштабов любых будущих регуляторных изменений.

Более того, в разных странах и регионах могут быть приняты совершенно разные регуляторные подходы и стандарты. Вот области, которые считаются наиболее уязвимыми для регуляторных воздействий: стандарты по раскрытию информации для портфельных компаний; раскрытие эффективности прямых инвестиций и размеров вознаграждения генеральных партнеров; конфликты интересов, в частности, в контексте осуществляемой при поддержке менеджмента покупки котируемых акций с целью исключения компании из листинга; а также антиконкурентная природа «клубных» сделок по кредитам.

В то время как потенциальная возможность регуляторных вмешательств снижала заинтересованность многих профессионалов в сфере выкупов, оказалось, что венчурные капиталисты меньше беспокоились по поводу регуляторных воздействий, поскольку они ощущали, что отношение к ним со стороны общества и политиков намного лучше. Если венчурные капиталисты выражали какую-то озабоченность, то это относилось в первую очередь к косвенному вреду, наносимому новыми правилами, нацеленными на сегмент выкупов.

### 2.2.2. Мнение общества об индустрии

Многие участники индустрии выказывали свою обеспокоенность тем, что индустрия стала мишенью согласованной кампании, руководимой профсоюзами и поддерживаемой некоторыми политиками и многими СМИ, направленной на подрыв имиджа индустрии среди общественных кругов. Негативное отношение впервые проявилось на европейском континенте и ограничилось дебатами по поводу «саранчи» в Германии<sup>5</sup>, а теперь подобные обсуждения распространились на Соединенное Королевство и США. Основная опасность для индустрии заключается в том, что распространение негативного отношения и создание соответствующего общественного мнения может снабдить так называемых политических предпринимателей<sup>6</sup> оружием в виде направленных на индустрию политических мер и обязательных постановлений, способных подорвать ее успех. Хотя глобальный кредитный кризис, возможно, временно сместил круг интересов на иные вопросы, внимание СМИ и общественности к прямым инвестициям, скорее всего, возродится снова, как только следующие значительные хорошо известные бренды или прославленные компании будут намечены и в конечном итоге поглощены крупными фондами выкупов. Особенно сильным катализатором возрождения внимания со стороны общественности и СМИ явилось бы банкротство

---

<sup>5</sup> На волне критики капитализма, лидер социал-демократической партии Германии Франц Мюнтеферинг обвинил предпринимателей, переводящих производство в страны с дешевой рабочей силой, в излишней алчности и отсутствии социальной ответственности и сравнил менеджеров международных инвестиционных фондов с роем саранчи, захватывающей компании, эксплуатирующей их и покидающей их после окончания своей разрушительной работы. (Прим. пер.).

<sup>6</sup> Политический предприниматель – это политический деятель, стремящийся приобрести политические преимущества путем извлечения выгоды из тех вопросов, событий или политических установок, которые пользуются широкой поддержкой общественности и СМИ.

крупной портфельной компании, профинансированной путем прямых инвестиций.

Перемены в отношении общества к бизнесу будут сказываться на индустрии и в более отдаленной перспективе, и это будет усиливаться со стороны СМИ. Уже видны признаки того, что философия «справедливого возмещения акционера» (shareholder value) утрачивает свою популярность и что лидеры бизнеса реагируют на это, обращая более пристальное внимание на более широкий круг участников. С учетом негативного общественного имиджа индустрии, в будущем предстоит, наверно, пережить натиск атак против «произвола капитализма». Задача найти наилучшие способы восстановления положительного имиджа уже стала основной для индустрии, особенно в свете возросшей осведомленности общества и СМИ о прямых инвестициях.

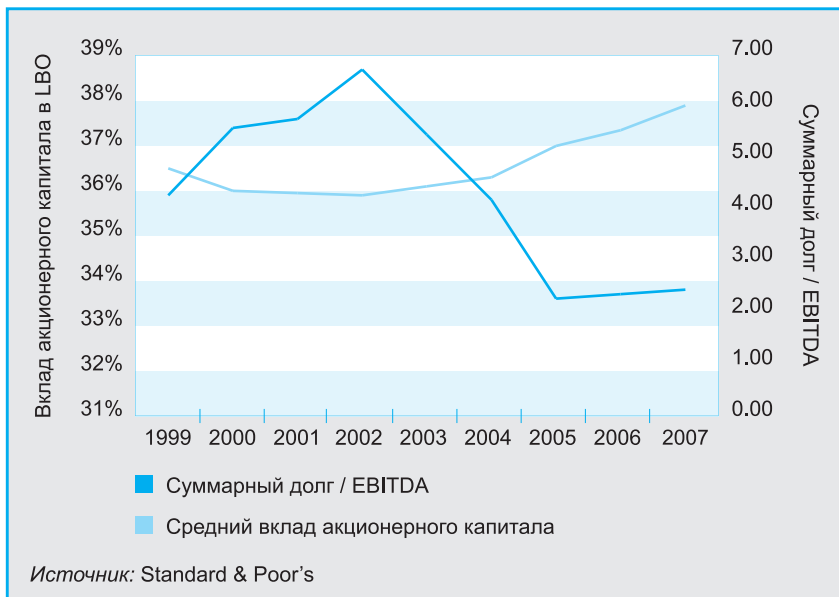
### 2.2.3. Стоимость и доступность заемного капитала

В течение последних нескольких лет индустрия пользовалась преимуществами высокой ликвидности рынков капитала и исключительно благоприятных условий на рынках заемных средств. Благодаря снижению долгосрочных процентных ставок и сужению спредов стоимость кредитов уменьшилась и заемная сумма, которая может использоваться в сделках выкупа, увеличилась. Этот процесс был активирован дезинтермедиацией<sup>7</sup> на кредитном рынке, посредством которой банки получили возможность преобразовывать ссуды в обеспеченные долговыми обязательствами облигации по займу (CLOs), которые затем продаются страховым компаниям, хеджевым фондам и другим участникам рынка. Более того, это сопровождалось смягчением и других условий, напри-

<sup>7</sup> Дезинтермедиация (англ. disintermediation – букв. устранение посредника) – перевод инвесторами средств со счетов традиционных кредитных организаций (финансовых посредников) в более высокодоходные инвестиции на открытом рынке. (Прим. пер.).

мер, устранением определенных обязательств по ссудам в так называемых структурах «с облегченными обязательствами». Как следствие этого, долговые мультипликаторы повысились до небывалых величин (Рис. 2).

**Рисунок 2. Выкупы с использованием заемных средств (LBO) в Европе**



Несмотря на то, что это не могло служить поводом для беспокойства, поскольку цены финансирования оставались низкими, увеличение соотношения заемных и собственных средств по мере ухудшения условий на рынках заемного капитала могло иметь негативные последствия для индустрии из-за уменьшения сумм возможного будущего кредитования, давления на потоки наличности и уменьшения пределов рекапитализации. Кризис ипотечного кредитования недви-

жимости по завышенным ставкам (кризис subprime)<sup>8</sup> и его прямые последствия несомненно будут подвергать систему испытанию на прочность. Еще предстоит увидеть, насколько крепкими окажутся финансовые структуры, созданные за последние несколько лет, перед лицом возможного экономического спада. Однако реакция финансовых учреждений вызывает сомнения по поводу устойчивости существующей системы на протяжении полного бизнес-цикла.

#### 2.2.4. Налогообложение

Налоговый режим имеет фундаментальное значение для экономики прямых инвестиций, и любая попытка увеличить налоговое бремя может нанести индустрии огромный вред. В течение последнего года большая часть критики в адрес индустрии прямых инвестиций касалась тех налоговых преимуществ, которыми пользуется долговое финансирование по сравнению с инвестициями в акционерный капитал благодаря возможности вычитать процентные выплаты по кредитам из налогооблагаемой базы. Критикующие утверждают, что такой режим побуждает фирмы прямых инвестиций увеличивать свои задолженности до уровней, при которых компании подвергаются чрезмерно высокому риску. Более того, они заявляют, что те, кто больше всех рискует и наиболее вероятно пострадает от неблагоприятного поворота событий, в то же время являются теми, кто меньше всего ответственны за происходящее, – а именно, нанятым персоналом. Другим объектом споров является обложение нало-

---

<sup>8</sup> Кризис американского ипотечного рынка, спровоцированный массовой бесконтрольной выдачей кредитов subprime, т.е. высокорисковых займов, где вероятность полной выплаты ниже, чем в других категориях займов. Они выдаются людям, время от времени испытывающим проблемы с выплатами, или с плохой кредитной историей. Практика выдачи кредитов subprime возникла в середине 90-х гг., чтобы облегчить покупку жилья потребителям, в особенности с низким уровнем доходов. (Прим. пер.).



гами удерживаемого вознаграждения и процентов на ссуды, обеспеченные акциями. В ответ на это давление правительство Соединенного Королевства подняло уровень налога на прирост капитала, и Конгресс США также рассматривает подобные меры.

### 2.2.5. Политические установки

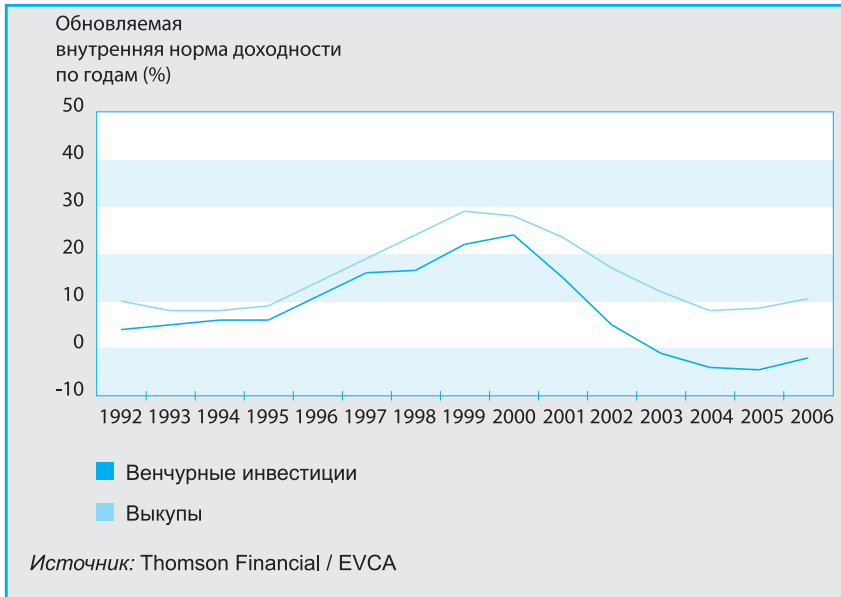
Насколько общественное мнение может повлиять на выработку обязательных постановлений и налоговых правил, будет зависеть от отношения политиков к индустрии. В Западной Европе на сегодняшний день наиболее резкий выпад против индустрии имел место в Германии, однако и там он ограничился высказываниями одного важного политика. В целом, политики по обе стороны Атлантики не проявляют особой склонности к жестокому преследованию индустрии прямых инвестиций, поскольку в мире, где капитал чрезвычайно мобилен, такие действия скорее всего приведут к тому, что и талантливые люди, и капитал переместятся под более благоприятные юрисдикции. В то же время политики высоко созвучны настроениям общества, и всегда возможно, что какой-то политический предприниматель сможет использовать эту проблему в качестве удобного способа достижения своих личных политических целей. Пока имидж прямых инвестиций остается негативным, индустрия будет в высшей степени уязвима для подобных политических вмешательств.

### 2.2.6. Относительная эффективность индустрии

Многие современные привлекательные черты индустрии связаны с ее способностью устойчиво превосходить по своей эффективности другие классы активов, такие как публичный акционерный капитал и облигации, – по крайней мере это касается фондов, лучших по показателю внутренней

нормы доходности. Это свойство индустрии, в сочетании с тем фактом, что прямые инвестиции предоставляют хорошие возможности для диверсификации, делает их все более важным компонентом портфелей многих американских пенсионных и дарственных фондов. Европейские пенсионные фонды, хотя и отстают несколько по распределению своих средств в альтернативные инвестиции, постепенно начали реагировать на преимущества, предоставляемые прямыми инвестициями, и включать их в свои портфели. Пока индустрия будет сохранять свою относительно высокую эффективность, инвесторы будут по-прежнему стремиться получать с ее помощью высокие доходы, что приведет к увеличению финансовых вливаний в этот сектор. Основная неопределенность в долгосрочной перспективе связана с тем, что не ясно, сможет ли индустрия поддерживать такой же уровень доходов, по мере того как объем капитала прямых инвестиций будет возрастать, конкуренция – усиливаться и размеры сделок – увеличиваться. Что касается ближайшего будущего, то важнейшим фактором, определяющим уровень эффективности, будет являться кризис в сфере кредитов.

В ходе последних семи лет в Европе финансовая эффективность венчурных инвестиций отставала от эффективности выкупов (Рис. 3). Однако, как было продемонстрировано исключительно высокой эффективностью фирм венчурного капитала США в конце 1990-х годов, у этого сегмента определенно имеется потенциал получения высоких доходов для своих инвесторов. Ряд профессионалов-практиков предполагают, что при условии, что венчурные инвестиции продолжают привлекать капитал – в малой, но все же растущей пропорции – этот сектор мог бы вернуть свои потерянные позиции.

**Рисунок 3. Эффективность работы европейских фондов прямых инвестиций**

### 2.2.7. Управление

Прочность модели прямого инвестирования часто приписывается превосходству ее модели управления над таковой публичного акционерного капитала. Преимущество заключается в ее способности решать проблему отношений доверителя и доверенного лица, которая особенно ярко проявляется в случае публичного акционерного капитала, когда неорганизованная группа акционеров имеет недостаточно стимулов и власти, чтобы оказывать воздействие на управление. Путем более тесного сближения стимулов собственников и управляющих можно лучше подготовить частную компанию к принятию рисков и осуществлению трудного выбора, что даст в результате долговременное улучшение ситуации с точки зрения справедливого возмещения акционеров. Более того, модель управления прямыми инвестици-

ями способствует также сближению интересов генеральных партнеров и партнеров с ограниченной ответственностью в фонде посредством механизма начисления удерживаемого вознаграждения в зависимости от участия в прибыли. В то время как компании, получившие капитал путем сделок выкупов и венчурного инвестирования, пользуются сходными преимуществами, проистекающими из сближения интересов собственников и управляющих, компании «стартапы» извлекают выгоду из опыта венчурных инвесторов и их строгого соблюдения отчетности, контроля и управления денежными потоками и наблюдения за деятельностью совета директоров.

Однако в случае крупных фондов выкупов возникают сомнения относительно того, может ли существующая схема компенсационных выплат (когда компенсации, связанные с мобилизованными средствами, дополняются вознаграждениями за уровень эффективности) привести к такой же степени сближения интересов в ситуации очень большого объема мобилизованных средств. Более того, если модель управления прямыми инвестициями хорошо подходит для системы, которая отдает привилегии вознаграждению акционеров (shareholder value), она может не оказаться столь же эффективной при управлении в затруднительной для компании ситуации, когда ожидания общества переключатся на более строгое соблюдение интересов всех заинтересованных сторон (stakeholder value).

### **2.2.8. Динамика взаимоотношений публичного и частного капитала**

Понятие прямых инвестиций тесно переплетено с понятием публичного акционерного капитала. Публичные рынки всегда остаются фундаментально важными для развития прямого и венчурного инвестирования – предоставляют ли они пути выхода из инвестиций, или источники возможно-

стей для осуществления выкупа, или контрольные показатели для оценок, или (как это случается все чаще и чаще) являются местом, где можно мобилизовать «свежий» капитал. Действительно, неистовство на публичных рынках во времена технологического бума конца 1990-х годов явилось основным стимулом венчурного инвестирования, и будущая эффективность публичных рынков явится основной детерминантой будущих возможностей выхода, как в случаях выкупов, так и венчурных инвестиций.

Хотя взаимоотношения между публичным и частным акционерным капиталом эволюционируют со временем в зависимости от «отливов» и «приливов» на рынках, они тем не менее всегда остаются достаточно тесными. Однако по мере увеличения масштабов индустрии прямых инвестиций, и когда выкупы по типу «из открытой в закрытую» (когда покупаются котируемые акции с целью исключения компании из листинга фондовой биржи) начинают встречаться все чаще и чаще, нельзя уже гарантировать сохранение такого гармонического положения вещей. Более того, в то время как прямые инвестиции преуспели благодаря своей способности идентифицировать некоторые из недостатков, свойственных управлению находящимися в публичной собственности компаниями, и извлекать из этого выгоду, последние могут оказаться способными адаптироваться и перекрыть основные пути поступления доходов прямых инвестиций. Действительно, как было видно в случае сети супермаркетов Великобритании Sainsbury и других потерпевших неудачу сделок, активно действующие инвесторы и хеджевые фонды обладают способностью путем применения некоторых запрещенных операций с ценными бумагами (freeriding) затруднять осуществление сделок и сводить на нет их прибыльность. И, наконец, если – как это предлагается рядом профессионалов – индустрия намеревается больше пользоваться услугами публичных рынков в качестве источников постоянного капитала для обеспечения большей гибкости и

возможностей выхода для основателей, то отношения между публичными и частными рынками, вероятно, будут развиваться и дальше.

### 2.2.9. Способности и навыки

Для многих опрошенных профессионалов основное преимущество прямых инвестиций над другими классами активов сводится к их способности привлекать наиболее талантливых людей со всего мира. И пока это так, индустрия сможет справляться с любыми проблемами и будет приспосабливаться к изменяющимся обстоятельствам. На сегодняшний день сам успех индустрии создал эффективный цикл, в котором большой финансовый возврат на предложение привлекает самых лучших и ярких специалистов, что в свою очередь приводит к продолжению создания высоких доходов.

Таким образом, если инвестиционные подходы и стратегии будут развиваться, и если индустрия сможет привлекать и удерживать талантливых людей, которые и являются ее главным активом, ее будущий успех, в сущности, гарантирован. Однако и здесь может случиться так, что какие-то внешние факторы нарушат эту благоприятную ситуацию. К тому же, некоторые профессионалы выражают сомнения относительно того, обладает ли индустрия набором необходимых навыков, которые можно использовать в качестве основы для ощутимого перехода от финансовой инженерии к способности генерировать стратегические инновации и улучшать рабочие показатели.

### 2.2.10. Приток капитала

Уровень мобилизации капитала компаниями прямых инвестиций достиг очередных высот в 2006 году, когда в Европе объем вновь привлеченных средств составил более 112 млрд

евро. Большая часть этого капитала поступила от институциональных инвесторов, в частности, пенсионных фондов.

Всего в мире общая сумма капитала, инвестированного в форме прямых инвестиций, превышает сейчас 700 млрд долл. Будущий рост поступлений в прямые инвестиции будет зависеть от уровней глобальной ликвидности и способности прямых инвестиций добиваться повышения производительности и обеспечивать хороший уровень диверсификации.

**Рисунок 4. Источники новых фондов, мобилизованных в Европе в 2006 году**



В более долгосрочной перспективе суммарный приток капитала будет зависеть от совокупных накоплений в экономиках Запада, которые в свою очередь будут зависеть от демографических тенденций, эффективности экономики и государственной политики. Кроме того, все более важными источниками капитала становятся экономики развивающихся рынков: сегодняшнее активное сальдо расчетного баланса в Китае приводит к быстрому расширению его иностранных резервов, и страны-производители нефти и газа также накапливают американские доллары нарастающими темпами. В то время как большинство этих активов используется сейчас для покупки низкодоходных казначейских облигаций США, изменения в распределении средств – как на это указывают последние данные об активности суверенных фондов благосостояния<sup>9</sup>, покупающих неконтрольные пакеты акций ведущих западных финансовых институтов, – могут в результате отозваться на стоимости мировых активов. Поскольку пенсионные попечители и правительства стремятся к высоким доходам, прямые инвестиции могут оказаться для них самой привлекательной возможностью. Способность индустрии привлекать возрастающую долю накоплений будет в значительной степени определяться эффективностью ее работы по сравнению с другими классами активов.

### 2.3. Макрофакторы

- Распространение англо-саксонского капитализма
- Старение населения
- Развитие Китая и Индии

---

<sup>9</sup> Sovereign wealth fund (SWF) – специальный денежный фонд, который используется для стабилизации государственного бюджета в периоды снижения государственных доходов и (или) для государственных нужд в долгосрочной перспективе. (Прим. пер.).



- Экономическая и финансовая интеграция
- Инновационные возможности в Азии
- Мировое лидерство США
- Отношение к иностранной собственности
- Развитие альтернативных источников энергии
- Финансовая стабильность
- Дезинтермедиация на рынке кредитов
- Новые технологии.

### 2.3.1. Распространение англо-саксонского капитализма

Многие из опрошенных нами профессионалов связывали развитие и успех прямых инвестиций с той моделью капитализма, которая преобладает в Соединенных Штатах и Великобритании. Преимуществами англо-саксонской модели капитализма являются открытые рынки капитала, гибкость рынка труда и философия «справедливого возмещения акционера», которой придерживаются фирмы прямых инвестиций. Это те черты системы рыночной экономики, которые обеспечивают институциональную поддержку для индустрии прямых и венчурных инвестиций. Возможность прямых инвестиций успешно расширяться на новые рынки будет в существенной степени зависеть от распространения этих норм и правил на другие страны, в частности, на наиболее продвинутые развивающиеся рынки. Хотя за последние два десятилетия эта отдельная ветвь капитализма проявляла стремление к лидерству, устойчивость этой тенденции нельзя считать само собой разумеющейся. Вполне допустимо появление альтернативных моделей – будут ли они основаны на более коллективистской философии, статистическом подходе или на подходе к стоимости с точки зрения всех заинтересованных сторон – и обретение ими под-

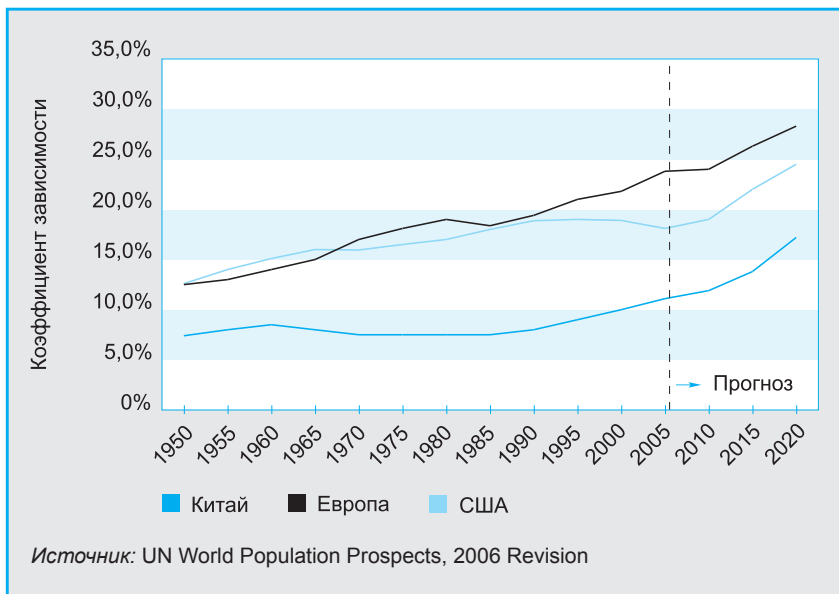
держки при определенных политических, экономических и социальных условиях. И действительно, появившиеся в последнее время серьезные финансовые проблемы несомненно дают свежий импульс политикам, регуляторам и другим заинтересованным группам, желающим исследовать те аспекты англо-саксонской модели, которые, по их мнению, привели к «экссессам» на рынках жилищного строительства и кредитования.

### 2.3.2. Старение населения

Увеличение среднего возраста населения в развитых странах – это давно наблюдающаяся тенденция, которая особенно заметно отражается на экономических показателях, рынках активов и поведении потребителей. Ожидается ускорение этой тенденции после 2010 года – как в Европе и США, так и, в некоторой степени, в Японии. В Европе коэффициент зависимости (относительный показатель числа пенсионеров на одного работающего) увеличится от 24% в 2005 году до 29% в 2020 году. В Соединенных Штатах коэффициент зависимости увеличится от 18% до 25% за тот же период (Рис.5). Похожие явления будут наблюдаться в развивающихся странах, популяция которых в настоящее время достаточно молода. Ожидается рост коэффициента зависимости в Китае от 11% в 2005 году до 17% в 2020 году.

Дети, родившиеся во время первого «бэби-бума» (1945 год), будут 65-летними в 2010 году. Макроэкономические последствия прогрессирующего старения поколения «бэби-бумеров» будут проявляться повсеместно, влияя как на рынки труда, так и на рынки капитала. В отсутствие более быстрого роста производительности труда сокращение рядов рабочей силы приведет к замедлению экономического роста.

**Рисунок 5. Коэффициент зависимости (количество людей старше 65 лет в процентах от количества 15–64-летних) в Европе, США и Китае (1950–2020)**



Основной проблемой, которая возникнет в связи с этим на финансовых рынках, будет та, что старение может привести к постепенному расходованию активов, по мере того как стареющие «бэби-бумеры» будут продавать свои финансовые активы, чтобы обеспечить свои расходы на пенсии, что приведет к снижению цен на акции. Поскольку в нескольких странах «бэби-бумерам» принадлежит основная масса финансовых активов, снижение стоимости активов может быть существенным.

Также ожидается, что старение приведет к увеличению международных потоков капитала и уменьшит спрос на рискованные активы. Сокращение рядов рабочей силы и снижение темпов роста приведет к тому, что инвесторы в развитых

государствах начнут искать инвестиционные возможности в развивающихся странах с относительно молодой рабочей силой. В то же время более пожилые инвесторы могут попытаться уменьшить рискованность своей деятельности, начав вкладывать свои активы не в прямые инвестиции, а в облигации. И, наконец, старение популяции будет иметь далеко проникающие последствия для потребительских рынков, поскольку покупательная способность поднимается по возрастной шкале вверх. Компании из секторов потребительских товаров и услуг должны будут приспособливать свою продукцию и услуги к нуждам и вкусам более пожилого населения.

Общественная политика может помочь скомпенсировать воздействие старения на экономику путем приспособительных изменений на рынках труда и в пенсионной системе и создания инвестиционных ограничений. Участие в рядах рабочей силы может быть увеличено путем отодвигания возраста выхода на пенсию, привлечения на работу женщин и переподготовки безработных. Расходование пенсионерами своих накоплений может быть скомпенсировано за счет увеличения формирования сбережений более молодыми поколениями, например, в результате перехода от государственной пенсионной системы выплат пенсий из текущих доходов к схемам частных фондов. Наконец, активы отечественных инвесторов могут быть защищены от воздействия процесса старения путем устранения ограничений, которые лимитируют международные потоки капитала.

### 2.3.3. Развитие Китая и Индии

Многие участники исследования упомянули развитие Китая и, в меньшей степени, Индии как самые важные экономические события нашей эры. Среднегодовые темпы роста экономики Китая – почти на 10% за последние 10 лет – были просто потрясающими, и их влияние на глобальную экономику

ощущалось во многих областях, начиная с цен на нефть и процентных ставок и кончая ценами, которые мы платим за одежду и продукты питания. Всю полноту значения появления этого нового экономического «энергогенератора» еще только предстоит осознать, и только через десятилетие мы начнем понимать всю степень и силу влияния этой трансформации. Но и у Китая нет полных гарантий успеха его будущего развития. Такие быстрые темпы роста оказывают значительное воздействие на окружающую среду и общество, и, если не уделять этому должного внимания, то возможно возникновение политической нестабильности.

Развитие Индии, хотя и менее впечатляющее, чем Китая (средний рост между 1995 и 2005 годами составил 6%), имело глубокое значение для местного и международного рынка. Многочисленной рабочей силе Индии еще предстоит полностью интегрироваться в мировую экономику. Если Индии удастся создать экономические возможности для этой огромной массы работников, она окажет преобразующее воздействие на глобальные рынки продуктов, услуг и труда. Кроме того, частный сектор Индии доказывает, что у него есть и возможности, и стремления конкурировать на международной арене. Наконец, и Индия, и Китай демонстрируют отличную способность к подготовке тысяч высокообразованных специалистов – выпускников учебных заведений, которые обеспечат основу будущей конкурентоспособности своих государств.

Развитие Китая и Индии будет определять, каким будет наш мир к 2020 году. Создаст ли это благоприятные возможности для прямых инвестиций, будет зависеть не только от темпов роста обеих стран, но также и от избранных ими путей развития и той степени, в которой они будут оказывать предпочтение открытости и иностранным инвестициям по сравнению с государственным контролем и самодостаточностью.

### 2.3.4. Экономическая и финансовая интеграция

За два последних десятилетия активизация международной торговли явилась основным движущим фактором глобального экономического роста. Фактически, в период между 1990 и 2005 годами рост по показателям торговли опередил глобальный рост в среднем на 3%. Эта динамика стала возможной благодаря постоянному и последовательному снижению препятствий, затрудняющих торговлю и инвестиции. В результате торговля товарами в 2005 году составила 58% от мирового ВВП (по сравнению с 44% в 1980 году). Параллельно с торговлей развивалось глобальное зарубежное инвестирование, и суммарный капитал зарубежных инвестиций в 2007 году соответствовал 120% мирового ВВП (по сравнению с 40% в 2005 году)<sup>10</sup>. Финансовые рынки становились все более интегрированными, что сопровождалось растущей диверсификацией портфелей и – в последнее время – быстрой аккумуляцией иностранных резервов Китаем и государствами Персидского Залива.

Либерализация порядка торговли и инвестирования поддержала процесс фрагментации производственных цепочек, благодаря чему предприятия смогли размещать различные звенья процесса создания продукции в разных юрисдикциях, что привело к повышению эффективности. Также это обеспечило создание более дешевых потребительских товаров высокого качества, позволило предприятиям повысить свою эффективность и снизить финансовые затраты, предоставило инвесторам возможность диверсифицировать свои портфели и получить доступ к источникам более высоких доходов.

---

<sup>10</sup> Суммарный капитал зарубежных инвестиций состоит из совокупной зарубежной инвестиции.

В то время, когда индустрия прямых инвестиций нуждается в новых сферах применения растущих запасов капитала, экономическая и финансовая интеграция открывает огромные источники инвестиционных возможностей на быстрорастущих рынках. Ввиду того, что рынки капитала во многих развивающихся странах развиты еще недостаточно, прямые и венчурные инвестиции могут сыграть там существенную роль в поддержке роста частного сектора экономики.

Однако способность прямых инвестиций занять определенное место на этих новых рынках будет зависеть от поддержки процесса либерализации рынков и уменьшения препятствий для иностранного инвестирования. Хотя на сегодняшний момент мы видим признаки увеличения интеграции, сохраняется опасность со стороны протекционизма и экономического национализма, готовых активно действовать, если недовольство результатами глобализации будет возрастать.

### 2.3.5. Инновационный потенциал Азии

Мировой инновационный потенциал более не связан только с основным ядром, состоящим из университетов, исследовательских центров и корпораций Европы и Соединенных Штатов, – новый полюс инноваций развивается в Азии. Успехи в сферах компьютеров и телекоммуникаций позволили многонациональным компаниям размещать свои исследования и разработки в местах, достаточно удаленных от их головных офисов. Обладая быстрорастущими отечественными рынками, увеличивая государственное финансирование исследований, улучшая уровень образования (на родине и за рубежом) своих специалистов и расширяя космополитизацию своих городов, Южная Корея, Индия и Китай развивают свой научный и технологический потенциал, который начинает соперничать с потенциалом Соединенных Штатов и Европы. Начиная с 1999 года, Китай ежегодно увеличивает

ет расходы на исследования и разработки на 20%, достигнув к 2006 году общей суммы вложений в R&D, равной 136 млрд долл. и заняв по этому показателю второе место в мире после США<sup>11</sup>. Корея сегодня находится на 15-м месте в мире по своему вкладу в научные публикации и демонстрирует наивысший рост по числу зарегистрированных в США патентов в период 1986–2003 гг. Однако еще только предстоит увидеть, способны ли эти три страны в полной мере воспользоваться своим научным потенциалом, чтобы создать такие инновации, которые смогут преобразовать рынки и вывести их компании в число мировых лидеров.

К этому моменту их коллективный успех порождает на Западе определенную тревогу относительно появления возможной конкуренции, поскольку все больше высококвалифицированных рабочих мест оказываются за его пределами, а некоторые политики азиатского региона делают заявления на «техно-националистические» темы. К тому же, появление в Азии потенциала к созданию инноваций в частном секторе создает «окно возможности» для прямых и венчурных инвестиций, поскольку государства Азии превращаются из помогающих создавать интеллектуальную собственность западным компаниям в создающих и развивающих свой собственный потенциал.

### 2.3.6. Мировое лидерство США

В течение второй половины прошлого века лидерство США являлось решающим (хотя не единственным) фактором, формировавшим институты, ценности и идеологии, типичные для существовавшего экономического порядка. Такие послевоенные международные учреждения, как Мировой Банк, Международный Валютный Фонд и Всемирная Торговая Организация, были созданы при мощной поддержке

---

<sup>11</sup> Science, Technology and Industry Outlook 2006, OECD.



и активном поощрении со стороны Соединенных Штатов. Международный торговый и инвестиционный порядок, благоприятствующий свободному передвижению товаров, услуг и капитала, в значительной степени отражает либеральные ценности в интерпретациях и при поддержке сменяющих друг друга администраций США.

Умение Соединенных Штатов оказывать политическое и экономическое влияние усиливается их непревзойденной способностью к демонстрации силы. Маловероятно, чтобы у США возникли проблемы в этом отношении в ближайшие двадцать лет. Однако «жесткая сила», или «жесткая власть» (hard power) может оказаться необходимой, но не достаточной для достижения государством своих целей. Как заметили некоторые влиятельные комментаторы, за последние годы Соединенные Штаты игнорировали другие властные меры, например «мягкие»<sup>12</sup>, что в результате нанесло ущерб их престижу и влиянию на международной арене. Более того, появляются другие силы, способные постепенно заместить собой влияние США. Расширение Европейского союза привело к организации крупнейшего в мире экономического блока, располагающего значительной «мягкой силой». К тому же, стремительный экономический подъем Китая ведет к тому, что он во все большей степени будет устанавливать и укреплять экономические и дипломатические связи с целым рядом развивающихся государств.

Роль США в экспортировании специфичного для них набора политических и экономических ценностей и норм спо-

---

<sup>12</sup> Термин «мягкая сила» (soft power) был введен профессором Joseph Nye из Гарвардского университета для обозначения способности государственных и иных политических органов к использованию культуры, идеологии, системы ценностей и норм для влияния на поведение других государств и политических деятелей. Это понятие противопоставляется понятию «жесткой силе», основанной на военной мощи и экономических ресурсах.

способствовала процессу глобализации и послужила основой формирования международной бизнес-среды способами, которые благоприятствовали интересам бизнеса и экономики Запада, например, через глобальную экспансию многонациональных компаний США. Однако сочетание таких факторов, как подъем Китая, снижение престижа США и противодействие, оказываемое политическим и экономическим ценностям США в таких местах, как Латинская Америка и некоторые регионы Ближнего Востока, может создать препятствия или даже вызвать отпор дальнейшему распространению либерального экономического и политического порядка.

### 2.3.7. Отношение к иностранной собственности

Глобальная экономическая интеграция привела к увеличению объема иностранных инвестиций и географической фрагментации производственных сетей. Объем иностранных прямых инвестиций (foreign direct investment, FDI) вырос от 1,8 триллиона долл. в 1990 году до 12 триллионов долл. в 2006 году<sup>13</sup>. Эта тенденция была поддержана путем создания на рынках очень благоприятных условий для иностранных инвестиций, включая развивающиеся рынки Азии и Латинской Америки. Открытость для иностранных инвестиций и либерализация правил торговли являлись одними из основных тем как официальных выступлений, так и экономической политики развитых и развивающихся стран после начала 1990-х годов. Способность международных инвесторов, включая многонациональные компании и фирмы прямых инвестиций, к расширению своей деятельности путем зарубежных инвестиций и поглощений будет зависеть от продолжительности этого благоприятного отношения к иностранному инвестированию. Глобализация прямого инвестирования в особенности зависима от сохранения откры-

<sup>13</sup> UNCTAD, World Investment Report, 2007.

тости инвестиционных расчетов и благоприятствующих по отношению к иностранным инвестициям политических мер, необходимых для поиска новых рынков, осуществления контроля над инвестициями и возвращения полученных доходов на родину.

Однако такое относительно благосклонное окружение может измениться для иностранных инвесторов в худшую сторону под воздействием иного мировоззрения и другого отношения со стороны политиков в странах-реципиентах. 1970-е годы явились свидетелями подъема экономического национализма, когда многочисленные развивающиеся страны, стремясь очиститься от наследия колониализма, проводили у себя политику национализации и экспроприации, что нанесло ущерб интересам иностранных инвесторов.

Подобное отношение и политические установки в настоящее время проявляются в таких странах, как Венесуэла, Боливия и Россия. Многие из недавних шагов такого рода были предприняты в секторе природных ресурсов, чему способствовало повышение цен на нефть, поддерживавшее страны, богатые энергетическими природными ресурсами. Даже среди развитых государств соображения безопасности, понятие «стратегических отраслей» и важная роль суверенных фондов благосостояния были выдвинуты в качестве поводов для блокирования сделок иностранных поглощений. Хотя это не возвещает о возврате экономической изоляции этих стран и переходе их на самообеспечение, этим подчеркивается политическая зависимость иностранных инвестиций и их уязвимость по отношению к переменам общественного мнения и политическим интригам.

### 2.3.8. Развитие альтернативных источников энергии

Постепенное продвижение в направлении выработки международного консенсуса по поводу влияния человеческой деятельности на изменение климата подогревает интересы как политиков, так и инвесторов к альтернативным источникам энергии, благодаря которым можно уменьшить выброс в атмосферу вредных соединений углерода.

В ближайшем будущем инвестиции в возобновляемые источники энергии, такие как биотопливо и энергия ветра, будут зависеть от их стоимости по сравнению с нефтью, а также от достаточной продолжительности действия правительственных мер, стимулирующих более эффективное использование энергии и переход к более экологически чистым видам топлива, и уровня доверия к ним. Схема Европейского Союза по торговле разрешениями на выбросы, загрязняющие окружающую среду (European Union Emission Trading Scheme/System, ETS), создала рынок для торговли правами на вредные выбросы, который – если возлагаемые на него надежды оправдаются – создаст мощный основанный на рыночных отношениях механизм уменьшения вредных выбросов и увеличения инвестирования в возобновляемые источники энергии. В качестве примера работы такого механизма можно назвать решение ряда штатов США о создании своих собственных схем торговли правами на выбросы отходов углерода, которое приведет к повышению интереса и активизации действий по развитию экологически чистых энергетических технологий.

В более отдаленной перспективе инвестиции и технологический прогресс могут привести к уменьшению стоимости киловатт-часа энергии или стоимости одной тонны  $\text{CO}_2$  для таких технологических новинок, как фотогальванические элементы, топливные батареи, поглощение и депонирование углерода и даже ядерный синтез. Существенное сниже-

ние стоимости и рост надежности возобновляемых источников энергии или значительные достижения в повышении эффективности использования энергии коренным образом изменят существующие взаимоотношения между спросом и предложением, и инвесторы венчурного капитала уже начали принимать участие в поддержке и развитии этих технологий. И в экономическом, и техническом отношении отрасли альтернативных энергетических ресурсов движется в верном направлении, и венчурные инвесторы, похоже, тоже получают от этого немалую экономическую выгоду.

### 2.3.9. Финансовая стабильность

Со времен азиатского финансового кризиса 1997 года, коллапса хедж-фонда Long-Term Capital Management (LTCM), последовавшего за кризисом 1998 года в России, и до наступления последнего кризиса subprime не отмечалось значительных нарушений работы мировой финансовой системы. Эта стабильность была особенно впечатляющей, если принимать во внимание повышение уровня геополитической напряженности, воздействие террористической атаки 11 сентября 2001 года и степень глобального экономического дисбаланса. Избыточная глобальная ликвидность помогла «переварить» эти и другие события, такие как дефолт в Аргентине, и только «подогрела аппетит» к риску среди международных инвесторов.

Эти благоприятные финансовые условия, в основном преобладавшие в последнее десятилетие, можно отнести на счет ряда факторов, среди которых, вероятно, наиболее важной являлась стабильность макроэкономического окружения. Имевшие место усовершенствования на макроэкономическом уровне систем управления в большинстве стран-участниц Организации по Экономическому Сотрудничеству и Развитию (ОЭСД) и в возрастающем числе стран развивающихся рынков – такие как контроль над государственными

ми расходами, воздействие на инфляцию со стороны независимых центральных банков и, предположительно, более благоразумный подход к контролю над действиями банков и других финансовых организаций – внесли свой вклад в стабилизирование цикла деловой активности и обеспечили большую гибкость при реакции на внешние воздействия. Следующий фактор, часто упоминаемый обозревателями индустрии как внесший полезный вклад в обеспечение прочности мировой финансовой системы, это рассеивание рисков между огромным множеством участников рынка – преимущество, ныне подвергаемое сомнению.

Однако события последних месяцев на кредитных и денежных рынках, пробужденные кризисом subprime, заставили усомниться во вкладе процесса дезинтермедиации в финансовую стабильность (см. следующий параграф). На практике оказалось, что это только увеличило степень неопределенности в финансовой системе, еще более затруднив оценку уровня риска и его локализацию.

Заглядывая вперед, можно сказать, что истинные масштабы кризиса будут зависеть от его отдаленных последствий для банковской системы и той степени, в которой он сможет повлиять на другие инструменты и сектора, такие как свопы «кредит-дефолт» (CDS), представляющие собой рыночную страховку от дефолта компаний и правительств по долгам, и прямые инвестиции.

### **2.3.10. Процесс дезинтермедиации на кредитных рынках**

За последние десять лет имела место волна финансовых инноваций, вызванная развитием технологий и либерализацией. Это привело к бурному росту новых финансовых инструментов, предназначенных для управления рисками и предоставления благоприятных возможностей для дивер-

сификации портфелей. Развитие и распространение секьюритизации<sup>14</sup> – посредством которой кредитор объединяет денежные потоки от таких активов, как ипотека, кредитные карты и другие коммерческие ссуды и продает права на эти денежные потоки в форме обеспеченных долговых и ссудных обязательств (CDO/CLO) – позволило банкам распределить долг по всей финансовой системе к нетрадиционным кредиторам и посредством этого «освободить» свои собственные балансы для дополнительного предоставления кредитов. Производные кредитные инструменты, такие как обязательства на случай неуплаты задолженности по кредиту, предоставляют кредиторам возможность купить защиту от кредитного риска. Эти разнообразные инструменты позволяют кредиторам уменьшить свою зависимость от отдельных компаний или сегментов, и, таким образом, распространить кредитный риск на других участников финансового рынка, таких как хедж-фонды и страховые компании. Эти инновации помогли расширить доступность дешевых заемных средств, что оказалось в высшей степени полезно для индустрии прямых инвестиций.

Кризис *subprime* ясно высветил некоторые недостатки и уязвимые стороны этой системы. В их числе – проблема морального риска, проистекающая из способности кредитного учреждения избавиться от риска, присущего конкретному кредиту, что приводит к снижению цены кредита и размыванию процедуры начальной оценки кредита. Более того, снижая определенные риски, относящиеся к отдельным заемщикам, и удаляя их займы с банковских балансов, банки также избавляются от любых побудительных стимулов (которые, возможно, у них существовали) к включению строгих обязательств в соглашения по кредиту и к мониторингу деятельности этих заемщиков. Нет никакой гарантии того, что

---

14 Секьюритизация (*securitization*) – трансформация неликвидных активов в ценные бумаги. (Прим. пер.).

новые держатели долговых обязательств будут иметь способности или стимулы к осуществлению подобных функций мониторинга.

В сущности ясно, что некоторые из наиболее вопиющих черт этой системы будут устранены в результате выработки жестких правил или путем более осторожного подхода со стороны инвесторов и банков. Действительно, некоторые из рисков уже находятся на пути к тому, чтобы вернуться в банковские балансовые отчеты. Однако маловероятно, что способы финансового инжиниринга, только появившиеся за последнее десятилетие, могут полностью исчезнуть, поскольку они несомненно играли и будут играть важную роль в более эффективном распределении капитала. Много будет зависеть от того, насколько широко распространится кризис, и от устойчивости остальных инструментов, таких как свопы «кредит-дефолт».

### 2.3.11. Новые технологии

Развитие технологий имеет огромное значение для достижения приемлемого с точки зрения экологии экономического роста и повышения благосостояния, а также является источником инвестиционных возможностей. Венчурные капиталисты, в частности, будут играть основную роль в финансировании и коммерциализации новых технологий в разных областях, начиная от компьютеров и кончая генной инженерией. Вероятно, сохранится рост распространения и применения компьютеров, а также создания сетей социальных связей. Контент и приложения станут децентрализованными, поскольку компьютерные сети продолжают поддерживать развитие некоммерческого контента и приложений. Уровень доступа к сетям по всем странам будет продолжать расти. Мобильные услуги являются наиболее очевидными примерами широчайшего распространения компьютеров, однако в ходе приближающегося десятилетия микропроцес-



соры с небольшим объемом функций и такие пассивные системы, как системы радиочастотной идентификации (RFID), станут все больше интегрироваться в число повседневных продуктов. Они будут помогать при составлении реестров и инвентаризации, использоваться для персональных коммуникаций и даже для медицинской диагностики.

Что касается области биологических наук, то постоянно увеличивающийся уровень знаний о человеческом геноме и о том, как можно на него воздействовать, окажет большое влияние на продолжительность жизни, расходы на медицинское обслуживание, страхование и социальное обеспечение. Распространение генетически модифицированных сельскохозяйственных культур и разработка новых способов применения геной инженерии увеличит сельскохозяйственную продуктивность, поможет создать экологически безопасное сельское хозяйство и новые продукты с более высокими питательными качествами и более полезными для здоровья. Также ожидается существенный прогресс в области нанотехнологий с новыми сферами их приложения в секторах здравоохранения, потребительских товаров и промышленности. Однако в настоящее время еще не известны риски, присущие многим из этих новых технологий, и, чтобы минимизировать их возможные отрицательные воздействия на окружающую среду и здоровье человека, требуются дальнейшие исследования и соответствующее регулирование.

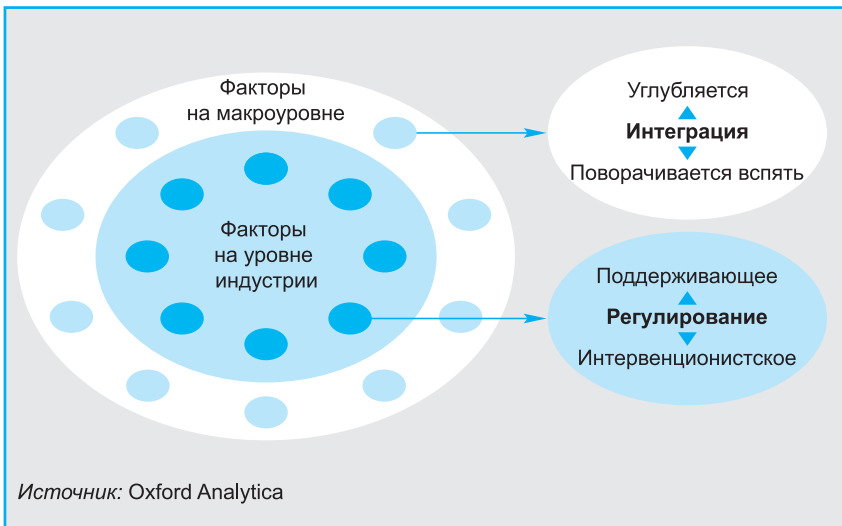
## 2.4. Движущие факторы сценариев

Две группы движущих сил, выявленных в результате опросов профессионалов-практиков и экспертного исследования, – факторы на уровне индустрии и макро-факторы – формируют ту основу, на которой ведется разработка сценариев. По мнению участников исследования, они являются главными

переменными величинами, которые будут определять будущее развитие и структуру индустрии прямых инвестиций.

Процесс разработки сценариев включает в себя ранжирование этих факторов по значимости с целью выделить те из них, которые, вероятно, оказывают наибольшее влияние на индустрию и приводят к наиболее обширному диапазону последствий. Подобная расстановка приоритетов несомненно является субъективной, и различные профессионалы подчеркивают значимость разных факторов. Однако оказалось, что два фактора заметно выделялись по числу назвавших их респондентов (Рис.6).

**Рисунок 6. Главные факторы, положенные в основу формирования сценариев**



В интервью участниками исследования наиболее часто упоминался такой значимый на уровне индустрии фактор, как «регулирование», в то время как фактором, значимым на макроуровне, чаще всего называлась «экономиче-

ская и финансовая интеграция». Эти два «мега-фактора» и легли в основу формирования сценариев. Оба они являются важнейшими факторами, определяющими будущее индустрии прямого инвестирования, так как обладают потенциалом влияния на развитие самой индустрии, а также могут иметь более широкий спектр последствий.

#### 2.4.1. Регулирование в сфере индустрии прямых и венчурных инвестиций

Как было упомянуто в предыдущем разделе, многие из участников подчеркивали важную роль регулирования в развитии индустрии. В целом, прошлые регуляторные воздействия расценивались в основном как положительные, и главным образом потому, что не были слишком «навязчивыми». В большинстве развитых стран фирмы прямых инвестиций могли заниматься своей деятельностью, не находясь под пристальным наблюдением со стороны государства, их инвестиционная стратегия практически не подвергалась ограничениям, и налоговый режим был благоприятным.

В тех странах, где прямые инвестиции как класс активов наиболее преуспели – а именно в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве – преобладает разновидность капитализма, при которой приоритет отдается справедливому возмещению акционера, деятельность в сфере поглощений оценивается как источник рыночной дисциплины, поддерживается долговое финансирование посредством энергичных и ликвидных рынков капитала и облегчается реструктуризация компаний благодаря наличию гибких рынков труда. Наличие фундированных пенсионных схем<sup>15</sup> при

---

<sup>15</sup> Пенсия, выплачиваемая за счет инвестиционного дохода от средств, накопленных работником и/или работодателем за весь период занятости человека; такой способ финансирования пенсий защищает работников от банкротства предприятия или неплатежеспособности государства. (Прим. пер.).

отсутствии серьезных регуляторных ограничений на подбор инвестиций – все это обуславливает высокий уровень притока капитала в прямые инвестиции.

Однако, по мнению многочисленных респондентов, политическое давление, оказываемое на индустрию, очень вероятно может принять характер регуляторного вмешательства. Регулирование может принимать разнообразные формы, и основная неопределенность связана с природой, масштабами и степенью воздействия регуляторных изменений.

С одной стороны, регулирование может поддерживать деятельность рынков: этот тип регулирования нацелен на повышение доверия к рынкам путем улучшения степени раскрытия информации, защиты интересов инвесторов, ограничения злоупотреблений рыночной информацией и смягчения конфликтов интересов.

С другой стороны, регулирование может носить интервенционистский характер, когда ставится цель активно влиять на структуру рынков или непосредственно вмешиваться в их деятельность. Регулирование такого рода может проводиться в целях создания или стимулирования конкуренции, путем, например, поощрения вхождения новых участников и ослабления рыночной власти должностных лиц. Такое регулирование также может быть направлено на уменьшение свободы действий путем наложения различных ограничений в форме правил, регулирующих цены, продукты или процессы.

### Врезка 3. Источники регулирования

#### Поддерживающее регулирование

- Улучшение прозрачности и раскрытия информации
- Уменьшение стоимости сделок
- Уменьшение конфликтов интересов
- Ограничение злоупотреблений рыночной информацией
- Саморегулирование или государственное регулирование

#### Интервенционистское регулирование

За конкуренцию:

- Снятие препятствий на вход
- Прекращение практики ограничений
- Государственное регулирование

На основе правил:

- Регулирование цен
- Регулирование продукции
- Регулирование процессов
- Регулирование деятельности
- Саморегулирование или государственное регулирование

Наконец, источники регулирования могут быть разными. Регулирование может происходить от участников рынка и быть на них же и направлено – тогда оно называется «саморегулированием» и в целом является поддерживающим. Либо оно может происходить из внешних источников; в данном случае оно может быть как поддерживающим, так и интервенционистским.

### 2.4.2. Экономическая и финансовая интеграция

Как профессионалы-практики индустрии, так и эксперты Oxford Analytica подчеркивали важность глобальной экономической и финансовой интеграции для будущего международного бизнеса в целом и индустрии прямого и венчурного инвестирования в частности. Постепенные, но очевидно непрекращающиеся процессы либерализации и открытия рынков распространились почти по всему земному шару, поддерживая значительный рост международной торговли и инвестирования. Эти процессы открыли новые рынки для экспорта, стимулировали рост многонациональных компаний, облегчили аутсорсинг и предоставили инвесторам широчайший выбор новых инвестиционных возможностей. В то время, когда вливания капитала в прямые инвестиции достигли своего абсолютного максимума, умение находить подходящие инвестиционные возможности на быстро растущих и менее переполненных рынках является основным необходимым условием развития индустрии и поддержания в ней высоких уровней доходов.

Многим кажется, что силы, движущие процессом глобализации, таковы, что мало какие катаклизмы смогли бы его остановить. Однако открытость рынка не следует считать само собой разумеющейся, поскольку она основывается на комбинации доверия, политических взглядов и социальной стабильности. Будущая поддержка дальнейшей экономической и финансовой интеграции во многом будет зависеть от картины распределения «победителей» и «проигравших». До настоящего времени оппонентам глобализации не удалось обрести надежной поддержки со стороны политиков, однако ситуация может измениться, если будущие результаты этого распределения окажут отрицательное воздействие на группы с влиятельными политическими голосами. Протекционистские настроения в ответ на потрясающие успехи Китая в экспорте проявляются время от времени и в Соединенных

Штатах, и в Европе. Кроме того, соображения безопасности, связанные с угрозой террористических актов, уменьшили поток студентов и бизнесменов в США и Европу. И в Европе, и в США различные проявления экономического национализма препятствовали иностранным инвестициям. Выступления протекционистов, слышимые в настоящее время лишь как ропот недовольства, таят в себе потенциал к более резкой реакции.

Экономическая и финансовая интеграция, ведомая убедительной логикой создания богатства, может углубляться и впредь. Однако если потери, связанные с процессом глобализации, будут все больше концентрироваться среди политически значимых группировок или если геополитическая напряженность разрушит доверие между государствами, то процесс интеграции может остановиться или даже повернуться вспять.

#### Врезка 4. Процесс интеграции

##### Интеграция углубляется

- Выгоды разделяются между всеми, и проигравшим компенсируются потери
- Мощная институциональная поддержка глобализации
- Разделяемые всеми нормы и ценности

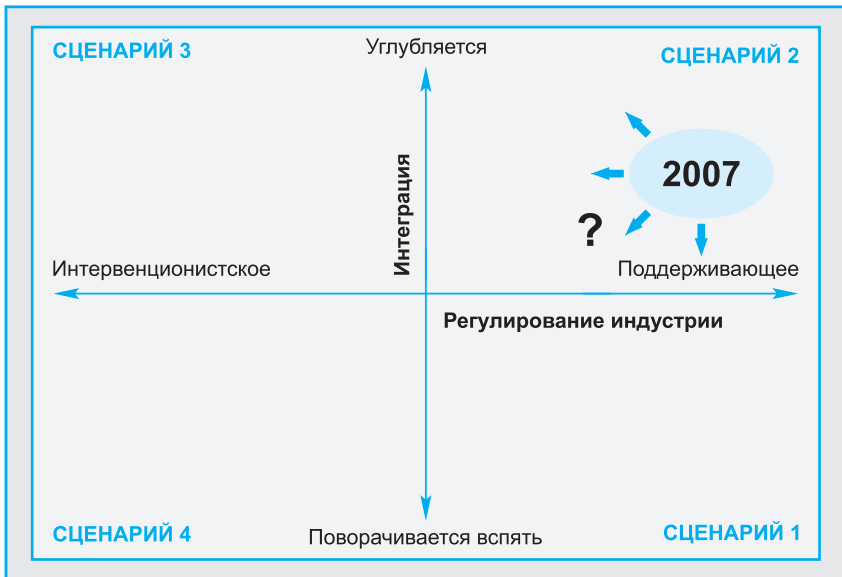
##### Интеграция поворачивается вспять

- Выгоды достаются лишь немногим, и потери проигравшим не компенсируются
- Влиятельные политические группировки несут потери
- Расходящиеся нормы и ценности
- Нарастание геополитического напряжения и проблем безопасности

## 2.5. Структура сценариев

Два «мега-фактора», выявленных в процессе изучения мнения профессионалов и экспертов, – регулирование индустрии и интеграция – были приняты в качестве движущих сил сценариев. Располагая их на осях матрицы 2 x 2, мы получаем четыре квадранта (рис. 7). Каждый из этих квадрантов содержит условия для одного сценария. Сценарии строятся вокруг этих «ядер».

**Рисунок 7. Матрица сценариев**



Ситуация на момент разработки этих сценариев (2007 год) характеризовалась тем, что процессы глобальной экономической интеграции развивались, хотя и не на полную мощность, и индустрия прямых инвестиций пользовалась преимуществами мягкого регуляторного окружения. Как уже говорилось, сегодняшнее внимание со стороны СМИ и политиков увеличивает возможность смещения по направлению



к более ограничительному регуляторному окружению. Последствия проводящихся активных открытых обсуждений и будущий путь глобализации предопределят, вероятно, развитие прямых инвестиций в грядущие годы.

В следующих разделах четыре потенциальных сценария рассматриваются детально, с учетом совместного действия различных выделенных в исследовании факторов, как на макроуровне, так и на уровне индустрии. В рамках каждого из сценариев отображается вероятный путь развития индустрии прямого и венчурного инвестирования.

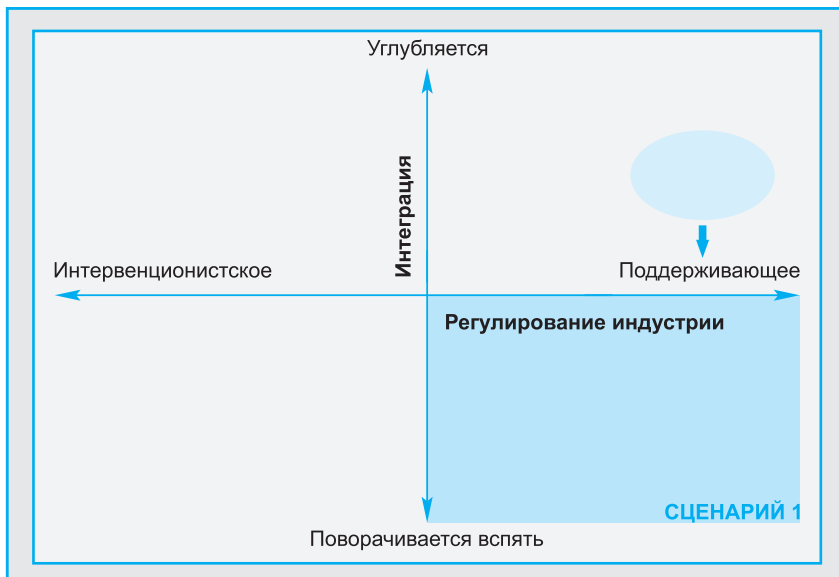
## 3. Сценарий 1: Три крепости

### 3.1. Общее представление

В результате усиления геополитической напряженности глобальная экономическая интеграция отстывает с образованием трех крупных региональных блоков, внутри которых торговые и инвестиционные потоки протекают относительно беспрепятственно. За пределами этих блоков, однако, политические трения и соображения безопасности препятствуют экономической деятельности и рыночным операциям. Недостаток доверия и слабость международных организаций приводят к уменьшению потенциала международной кооперации в деле решения таких глобальных проблем, как нищета и изменения климата. Деятельность финансовых рынков подорвана в результате снижения глобальной безопасности и увеличения преград на пути иностранных инвестиций. На большей части Азии преобладает одна из разновидностей государственного капитализма. Крупнейшими инвесторами являются государственные инвестиционные компании, которым принадлежат доминирующие доли в большинстве портфельных компаний и которые контролируют крупнейшие сектора экономики в тихоокеанском регионе Азии. В странах с развитой экономикой, вследствие того что на рынках публичного акционерного капитала не удается получить адекватных доходов для инвесторов, пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы все чаще сворачивают в сторону прямого инвестирования. Хотя эффективность прямого инвестирования страдает от условий, ограничивающих долговое финансирование, так же как и от все более враждебного отношения к иностранным инвесторам, оно тем не менее продолжает превосходить по эффективности публичный акционерный капитал. Поскольку как в Европе, так и в США прямые инвестиции

рассматриваются как основная составляющая решения проблем, существующих на публичных рынках, индустрия продолжает пользоваться преимуществами «облегченного» регуляторного режима. Однако крупным международным фирмам выкупов и венчурного инвестирования становится все труднее работать на большом числе рынков в условиях нарастающей враждебности к иностранному капиталу. Индустрия прямых инвестиций фрагментируется в соответствии с региональными границами, и региональные игроки с глубоким знанием местных условий и крепкими взаимосвязями становятся новыми финансовыми магнатами.

**Рисунок 8. Сценарий 1**



## 3.2. Глобальная политика и безопасность

### 3.2.1. Уменьшение политического влияния США

Вслед за крахом своей политики, направленной против Ирака и Ирана, «усмиренные» Соединенные Штаты постепенно выходят из этого региона. Хотя они все еще остаются не имеющей себе равных в военном отношении сверхдержавой, но вера в их способность проявлять мощь и достигать своих целей серьезно подорвана (см. Врезку 5). Как следствие, Соединенные Штаты теряют свое влияние в регионе Персидского залива: государства-члены Совета стран Персидского залива (GCC)<sup>16</sup> стремятся завязывать более тесные экономические, военные и ядерные контакты с другими быстроразвивающимися державами – Китаем, Индией и Россией. Соединенные Штаты сворачивают со своего прежнего пути к одной из форм изоляционизма и следуют «пан-американской» стратегии, устанавливая более тесные связи с Латинской Америкой, направляя свои усилия на повышение интеграции, кооперации и стабильности на континенте. К 2020 году мир разделен на три крупных региональных блока, состоящих из Западного Полушария<sup>17</sup>, где доминируют США, Европейского Союза и Азиатско-Тихоокеанского блока, возглавляемого Китаем. Япония продолжает поддерживать свое стратегическое партнерство по вопросам безопасности с Соединенными Штатами – хотя последние вырабатывают более твердую иностранную политику и политику безопасности – а также укрепляет свою военную силу, чтобы противостоять возрастающей в этом регионе мощи Китая.

<sup>16</sup> В число этих стран входят: Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты.

<sup>17</sup> Термин «Западное Полушарие» служит для обозначения половины глобуса, содержащей Северную и Южную Америки.

**Врезка 5. Соединенным Штатам не удастся стабилизировать ситуацию на Ближнем Востоке**

- Военный удар по Ирану в 2010 году приводит к оживлению поддержки клерикального режима в Иране и других мусульманских странах по всему миру. Этот удар, в результате которого не удалось разрушить все иранские подземные ядерные производства, усиливает стремление этого режима к созданию ядерных средств защиты. К 2012 году Иран проводит свое первое подземное испытание ядерного оружия.
- Обеспокоенные ядерным потенциалом Ирана, остальные страны региона, особенно Египет и Саудовская Аравия, ускоряют свои собственные «гражданские» программы. Ирак вовлекается в длящийся десятилетиями гражданский конфликт, сопровождаемый крупномасштабными этническими чистками. Саудовская Аравия и Иран втянуты в «опосредованную войну» в Ираке, а Турция вторгается в северную часть Ирака, чтобы не позволить курдам приобрести контроль над месторождениями нефти в районе Киркука.
- Более слабые государства региона дестабилизированы мощным наплывом беженцев из Ирака. Часть Сирии и Иордания все больше подпадают под влияние негосударственных деятелей, возглавляемых харизматическими исламскими лидерами (сторонниками движения «Хезболла»).

**3.2.2. Глобальное управление**

Международные организации, такие как ООН, не в состоянии приспособиться к изменяющемуся балансу власти и все больше уступают место региональным группировкам и организациям. Международный Валютный Фонд и Мировой Банк захлебываются в потоке споров между их акционерами. Кроме того, они утратили влияние на развивающиеся страны из-за увеличения поступлений инвестиций и финан-

совой помощи из Китая и Индии. В конце концов их замечают региональные организации – такие как Европейский Инвестиционный Банк (ЕИБ) и Азиатский Банк Развития (ADB), в которых Соединенные Штаты более не являются доминирующим акционером, – что лучше соответствует интересам их членов.

В результате многие проблемы глобального значения остаются без внимания по причине отсутствия соответствующих международных организаций и структур. Самые бедные регионы, особенно Африка и части Южной Азии, полностью лишены помощи и страдают от разрушительного воздействия климатических изменений и болезней. Прогресс в деле улучшения управления в Африке застопоривается, поскольку помощь со стороны Китая уменьшает стимулы к соответствию стандартам прозрачности и квалифицированного управления.

### 3.2.3. Ситуация в сфере безопасности

Распространение оружия массового поражения и хаос на Ближнем Востоке увеличивают угрозу терроризма, что вызывает рост расходов на безопасность как для государств, так и для предприятий. Усилия, направленные на предотвращение распространения этого оружия, терпят неудачу, поскольку ближневосточные режимы следуют примеру Ирана и развивают свой ядерный потенциал. Увеличившийся риск того, что в руки террористов может попасть и быть использовано ядерное оружие, приводит к росту ограничений на путешествия и торговлю.

Изменение климата также становится существенным источником риска и ведет к увеличению числа стихийных бедствий, росту количества «климатических беженцев» и усиленному распространению тропических болезней, например малярии. Засухи и наводнения представляют собой

серьезную опасность для сельскохозяйственной продукции во многих частях света. Продовольственная безопасность приобретает все большее значение, обостряемое воздействием климатических изменений.

### 3.3. Ресурсы и окружающая среда

Отсутствие стабильности и политический риск на Ближнем Востоке приводят к уменьшению инвестиций в нефтяную и газовую отрасли в районе Залива и значительному и продолжительному повышению цен на нефть (выше 150 долл. за баррель). Усиливается конкуренция за энергоресурсы, находящиеся за пределами нестабильного ближневосточного региона (т.е. в Центральной Азии и Африке).

Увеличение цен на энергоносители вызывает рост инвестиций в нетрадиционные источники нефти, альтернативные виды топлива и ядерную энергию. Соединенные Штаты начинают заниматься вопросами сбережения и использования энергоресурсов своего полушария, концентрируясь на разработках нефтяных песков и глинистых сланцев Северной Америки, поощряя при этом кооперацию в энергетической сфере по всему континенту.

Недостаток пресной воды становится серьезной проблемой и обостряется под воздействием изменения климата. Отсутствие международного сотрудничества приводит к тому, что в странах, довольствующихся субоптимальными решениями, проблема нехватки воды решается путем поворота рек, истощения водоносных горизонтов и создания энергоемких заводов по опреснению воды. Конкуренция за водные ресурсы обостряет напряженную обстановку на Ближнем Востоке, в Южной и Центральной Азии.

Прогресс в борьбе с изменением климата происходит неравномерно, поскольку в разных регионах предпочитают разные подходы и отсутствует глобальная координация действий и правил. Ни Китай, ни Индия не хотят признавать никаких ограничений на вредные выбросы. В ответ на это Европейский Союз и Соединенные Штаты вводят пошлину на импорт как плату за потенциальное загрязнение окружающей среды, чтобы защитить свою отечественную промышленность. Хотя возросшие цены на нефть вызывают приток инвестиций в альтернативное топливо, эти источники энергии часто оказываются в такой же степени неприемлемыми с точки зрения охраны окружающей среды, и их развитие вступает в конфликт с интересами производства продуктов питания.

## 3.4. Интеграция

### 3.4.1. Региональные блоки

Вслед за волнениями и нестабильностью предшествующего десятилетия к 2015 году начинает складываться новый мировой порядок, распределяющийся по трем региональным блокам экономики и безопасности – Западное Полушарие, Европейский Союз и АСЕАН-Китайская группировка. Процессы экономической интеграции развиваются внутри этих региональных блоков и в то же время сдерживаются барьерами, существующими между ними. Когда два блока вступают в конфликт, что бывает довольно часто, на свободных рынках на первый план выходят соображения безопасности. Торговые потоки все больше концентрируются внутри регионов. Хотя и нет открытой негативной протекционистской реакции, торговля между регионами затруднена вследствие геополитического напряжения, появления новых обязательств, связанных с загрязнением окружающей среды, и трениями, вызванными усилившимися мерами безопас-



ности (которые в некоторых случаях создают существенные нетарифные барьеры). Появление новых рисков в связи с нерегулируемой эксплуатацией новых технологий в Азии (в особенности биотехнологий и нанотехнологий) еще больше затрудняет торговые отношения между регионами.

Увеличиваются барьеры перед иностранными инвестициями, объясняемые соображениями национальной безопасности. Озабоченность в западных экономиках по поводу финансовой мощи суверенных фондов благосостояния (особенно созданных в Азии, России и районе Персидского Залива) и их склонности к приобретению долей в западных многонациональных компаниях приводит к усилению контроля над иностранными инвестициями. Комитет по иностранным инвестициям Соединенных Штатов (CFIUS) противится увеличению доли иностранных поглощений. Большинство европейских государств, также обеспокоенных этими тенденциями, устанавливает подобные процедуры контроля над иностранными инвестициями. В результате зарубежное инвестирование заметно ослабляется, за исключением инвестиций внутри региональных торговых блоков. Все это оказывает крайне неблагоприятное воздействие на глобальные цепочки поставок, которые приходится трансформировать с учетом региональных условий.

К 2014 году появляется новый международный порядок установления курса валют (отражающий новые политические и торговые соглашения), основанный на трех твердых резервных валютах (доллар США, евро и китайский юань), с которыми соотносятся остальные валюты региона.

#### **3.4.2. Северная и Южная Америка**

Соединенные Штаты связывают свою деятельность со своим полушарием, стремясь к политической интеграции с Канадой и Мексикой и укрепляя экономические связи с Ла-

тинской Америкой и странами Карибского бассейна путем сочетания финансовой помощи, инвестиций и торговли. Соединенные Штаты поддерживают в Латинской Америке «смягченную» версию «Вашингтонского консенсуса»<sup>18</sup>, в которой сочетается свободная торговля с признанием необходимости развивать организации, улучшать отчетность и противостоять преступлениям и опасным ситуациям. США стремятся изолировать и подрывать враждебные им режимы, такие как существующие в Венесуэле и Боливии, путем формирования более привлекательных возможностей, а не путем поддержки оппозиционных группировок. Основным механизмом достижения этой цели является возрождение переговоров по поводу соглашения о создании Зоны свободной торговли Американского континента (ФТАА) в 2011 году, что и завершается успешным его заключением в 2015 году. Соединенные Штаты также учреждают Форум Полушария по вопросам сотрудничества в сфере энергетики с целью стимулировать такое сотрудничество на всем континенте. Проводимая под руководством США интеграция создает существенные новые возможности для стран Центральной и Южной Америки и способствует экономическому развитию региона. Она также порождает значительные возможности для частных инвестиций в развитие инфраструктуры энер-

---

<sup>18</sup> Название «Вашингтонский консенсус» было придумано и впервые использовалось экономистом Джоном Вильямсом в 1987-88 годах для описания комплекса джентльменских соглашений, выработанных совместно мировыми финансовыми организациями и Федеральной Резервной Системой США с тем, чтобы постепенно отменить меры, принятые государствами по регулированию деятельности финансовых рынков, и со временем добиться полной либерализации действий для этих рынков. Суть «Вашингтонского консенсуса» состоит в шести принципах, которым должны следовать государства, желающие реформировать свои экономики: налоговая дисциплина, «конкурентоспособный» валютный курс, либерализации коммерции, либерализация иностранных инвестиций, приватизация и дерегламентирование.

гетики на континенте, в частности, в построение газопроводов для природного, в том числе сжиженного, газа.

### 3.4.3. Европа

Оказавшись перед фактом изоляции от США и ухудшившейся в целом ситуации в сфере глобальной безопасности, Евросоюз с удвоенной энергией принимается за укрепление своей политической и оборонной интеграции. Экономические, финансовые и правовые проблемы, возникшие в результате присоединения Болгарии и Румынии, уничтожили стремление к дальнейшему увеличению числа (более 27) стран-членов. Основным направлением деятельности ЕУ-27 в этот период является интеграция его членов из Центральной и Восточной Европы и защита своих границ (от терроризма, болезней, таких как малярия, вновь появляющаяся в некоторых районах южной Европы, и от мигрантов из развивающихся стран). Поскольку страны вновь нарушают критерии Маастрихта<sup>19</sup> в результате углубляющегося дефицита, напряженность между Европейской Комиссией и крупными государствами-членами увеличивается. Вследствие перемещения основного внимания на проблемы безопасности и внутренние вопросы, функции принятия решений передаются Совету Министров, что ослабляет Комиссию. Дальнейшие попытки завершить создание единого работающего рынка угасают по причине отсутствия лидерства. Европейский Инвестиционный Банк (ЕИБ) приобретает большое значение среди европейских организаций и становится основным инструментом экономической и внешней

---

<sup>19</sup> Главная цель критериев Маастрихта – обеспечить, чтобы к «зоне евро» присоединялись только те государства ЕС, экономическое состояние которых способствует сохранению стабильности цен и эффективному функционированию зоны. В самой общей форме эти критерии означают, что в зону евро могут войти только те страны-члены ЕС, экономика которых является здоровой, т.е. отвечает ряду основных экономических критериев. (Прим. пер.).

политики, служащим для противостояния настойчивому устремлению Китая к энергетическим активам Африки и Центральной Азии.

#### 3.4.4. Азия

Страны азиатского региона все теснее объединяются под руководством Китая. Китай поддерживает в регионе свободную торговлю с сильным влиянием со стороны государства. К 2012 году вступает в силу соглашение о свободной торговле (АСЕАН + Китай). На большей части азиатской территории преобладает государственный капитализм. Государственные инвестиционные компании являются самыми крупными инвесторами, которым принадлежат доли в многочисленных компаниях. Зарубежные инвестиции разрешены только внутри региона АСЕАН + Китай, тогда как иностранные инвестиции из-за пределов этого блока не одобряются или просто запрещаются, и многие существующие иностранные инвесторы вынуждены продавать свои доли местным инвесторам. Если иностранные инвестиции и разрешаются, то, как правило, это привязано к достижению определенных целей во внешней политике. Конкуренция слаба или не существует в результате укрепления монополизации во многих секторах.

К 2014 году в Азии развивается региональный облигационный рынок, где в качестве валюты используется юань. Денежные накопления в Азии все больше инвестируются внутри региона и преимущественно в инфраструктуру. Резервы иностранной валюты не инвестируются в ценные бумаги Казначейства США, а используются государственными инвестиционными компаниями – по модели сингапурского холдинга Temasek – или государственными компаниями по переработке природных ресурсов, активно ищущими энергетические и минеральные активы за границей. Китайский

Exim Bank становится крупнейшим иностранным инвестором для развивающихся стран.

Япония также принимает участие в азиатской зоне свободной торговли, однако сохраняет прочные экономические связи с Соединенными Штатами, чтобы поддержать партнерство с ними в сфере безопасности. Протекционистские тенденции находят свое отражение и в Японии, где очень мало делается в направлении открытия отечественного рынка для иностранных инвестиций.

## 3.5. Экономическая и социальная политика

### 3.5.1. Регулирование

Единой преобладающей экономической модели не существует – скорее, имеют место региональные вариации на тему свободного рынка. Государство или государства, доминирующие внутри каждой региональной группировки, остаются сторонниками открытых рынков и экономической интеграции лишь в той степени, в которой это служит их интересам. Регуляторные системы отражают это многообразие путем применения различных сочетаний конкуренции и государственного контроля.

### 3.5.2. Социальная политика

По причине низких темпов экономического роста большинство стран-участниц ОЭСД испытывают растущий финансовый дефицит и увеличивающуюся задолженность государственного сектора. Обладая меньшими ресурсами, государства расходуют меньше на социальное страхование. В Европе это осложняется более высоким уровнем затрат на безопасность и оборону. Правительства обычно реагируют на эту ситуацию путем урезания социального обеспечения.

Европа и Северная Америка усиливают пограничный контроль, чтобы сдерживать наплыв мигрантов из развивающихся стран, ищущих спасения от нужды, голода и разрушительных последствий климатических изменений. Но усиление мер безопасности также преграждает путь потоку студентов и высококвалифицированной рабочей силы. Без притока молодой рабочей силы коэффициент зависимости в Европе ухудшается, что негативно отражается на системе социального страхования.

### 3.5.3. Пенсионные системы

Общая атмосфера отсутствия безопасности в сочетании с недостатком доверия между государствами и их гражданами сужает рамки для осуществления необходимых реформ, и это выражается в уменьшении пенсионных льгот или в увеличении сумм взносов в фонды социального страхования. Компании в США и Европе испытывают давление условий пенсионного обеспечения и медицинского обслуживания, что приводит их к потере конкурентоспособности и в некоторых случаях – к банкротству.

Европейские пенсионные фонды, находящиеся в сильной зависимости от своих международных связей, испытывают негативное влияние возросших ограничений на зарубежные инвестиции. Попытки введения фондируемых пенсионных схем себя не оправдывают, что заставляет правительства вернуться к схеме выплаты пенсий из текущих доходов. Основной политической мерой в ответ на кризис пенсионной системы является увеличение возраста выхода на пенсию.

### 3.5.4. Здравоохранение

В большинстве развитых стран напряженное положение с государственным финансированием в сочетании со старе-

нием населения оказывает давление на систему здравоохранения, что приводит к снижению стандартов медицинского обслуживания. Основным направлением политики в отношении здравоохранения является повышение его эффективности. Европейские правительства вслед за Соединенным Королевством все больше склоняются в сторону частно-государственного партнерства с целью облегчить бремя, налагаемое на государственные финансы постоянно увеличивающимися расходами на здравоохранение. В 2011 году Соединенные Штаты осуществляют реформу здравоохранения в соответствии с принципами модели «единого плательщика»<sup>20</sup>, что увеличивает рыночное влияние правительств штатов на фармацевтическую промышленность и способствует уменьшению цен на лекарства.

### 3.6. Экономический рост

За этот период глобальная экономика претерпевает существенные структурные изменения, поскольку она перенастраивается с глобализации на «регионализм». Ослабление потоков торговли между регионами приводит к снижению темпов глобального экономического роста. Более того, рост чрезвычайно неравномерен, когда члены трех региональных блоков развиваются достаточно успешно, а те, кто в них не входит – ослабевают. Экономика США выигрывает от значительного углубления экономической интеграции со странами Латинской Америки и развивается умеренными темпами. В Соединенных Штатах наблюдается сокращение текущего дефицита по счетам, поскольку уменьшается зависимость экономики США от импорта из Азии и увеличивается экспорт в Латинскую Америку.

<sup>20</sup> При системе единого плательщика покупательная способность на прописанные лекарства определяется в рамках одного государственного агентства, в противоположность системе США, где она рассеяна среди многочисленных частных и государственных покупателей.

В Европе под давлением ухудшающейся демографической ситуации и неудач в осуществлении важных реформ снижается производительность труда и уменьшаются перспективы долгосрочного роста. Финансовая ситуация в еврозоне тоже ухудшается, что приводит к инфляции и повышению номинальных процентных ставок.

### 3.7. Финансовые рынки

В 2008 году кризис *subprime* распространяется из США на остальные части кредитного рынка и уменьшает финансовые возможности фирм прямых инвестиций. Эта проблема еще более осложняется тем, что, вслед за войной между США и Ираном и беспорядком на рынках энергоносителей, рынки публичного акционерного капитала по всему миру резко «обваливаются». По причине значительного сокращения зарубежного инвестирования, существенного роста инфляции и снизившихся темпов роста, рынкам не удается восстановиться и они вступают в длительный период спада. Рынки акционерного капитала становятся чрезвычайно фрагментированными, придерживаются своих внутренних регуляторных подходов и гораздо реже участвуют в зарубежных листингах.

Ликвидность все более снижается, а то, что удастся выручить, «оседает в карманах». Вместе с возвратом к большому государственному дефициту это приводит к значительному повышению процентных ставок. Компании с чрезмерно «раздутым» балансом оказываются не в состоянии справиться с более жесткими кредитными условиями. Прибыльность корпораций падает, и резко возрастает число банкротств. Компании, профинансированные путем прямых инвестиций, также входят в число потерпевших неудачу. Наследие больших затрат и долговых обязательств по пенсионной си-



стеме и здравоохранению препятствует деятельности в области слияний и поглощений.

На развивающихся рынках доверие к рынкам публичного акционерного капитала постоянно падает из-за ухудшения правовой стабильности и системы защиты инвесторов. Доминирующей моделью собственности, распространившейся почти по всей Азии, является государственная собственность. Повышение роли в инвестировании государственных организаций, часто сочетающих политические соображения с коммерческими, снижает прозрачность на рынках капитала и препятствует использованию приемов корпоративного управления, ухудшая условия для иностранных и миноритарных акционеров – в особенности на рынках, где доминируют институты государственного инвестирования.

## 3.8. Основные развивающиеся рынки

### 3.8.1. Китай

Китай смещает Соединенные Штаты с их положения гегемона в Азиатско-Тихоокеанском регионе. С разрушением гарантий по безопасности со стороны США Тайвань начинает предпочитать союз с Китаем. Занимаясь поддержкой свободной торговли в регионе, Китай избегает англо-саксонских моделей управления и придерживается своего собственного направления государственного капитализма, приоритетами которого являются азиатские ценности – взаимоотношения и коллективизм. Государство играет доминирующую роль в распределении ресурсов. Для гарантии обеспечения энергетическими и другими природными ресурсами используются резервы иностранных валют. Китайское правительство придает приоритетное значение перераспределению богатств в бедные регионы. Китайская Коммунистическая партия продолжает удерживать контроль над властью. Основной упор

на административном руководстве, слабо развитые рынки капитала и продолжающееся давление на свободу слова ограничивают способность Китая создавать инновации и конкурировать на более высоких стоимостных уровнях. Попытки Китая конкурировать с компаниями Boeing и Airbus терпят неудачу.

### 3.8.2. Индия

Индия прилагает все усилия, чтобы сформировать региональный блок и найти торговых партнеров. Экономическая политика сворачивает в сторону протекционизма и усиления роли государства. Из-за малочисленности иностранных инвестиций развитие инфраструктуры остается на низком уровне и рост ВВП падает до 3–4%.

### 3.8.3. Россия

Россия пользуется преимуществами своей прочной позиции как поставщика энергоресурсов, главным образом в силу их относительной стабильности. Она стремится к укреплению своих геостратегических позиций, используя в качестве рычага энергоресурсы и играя роль «буфера» между тремя региональными блоками. «Газпром» становится крупнейшей по своей рыночной капитализации компанией в мире, доминируя на европейских рынках энергоресурсов.

### 3.8.4. Латинская Америка

Латинская Америка извлекает выгоду из региональной интеграции с главенствующей ролью в ней Соединенных Штатов. Этот регион процветает в результате расширения торговли в сторону своих североамериканских соседей, а также благодаря новым инвестициям. Улучшения в сфере

экономики подкрепляются прогрессом в развитии демократических институтов и социальной ответственности.

### 3.8.5. Другие развивающиеся страны

Африка становится «ареной битвы» для соперничающих сил, поскольку конкуренция за доступ к природным ресурсам усиливается. Прогресс, достигнутый в период 1990-х и начала 2000-х годов на пути демократических реформ и реформ систем управления, «пал жертвой» геополитической борьбы. Развитие региона отброшено на пару десятилетий назад из-за ухода из него ослабленного Мирового Банка и общего упадка международных организаций.

Государства Персидского залива используют часть «свалившейся» на них огромной удачи в виде поднявшихся цен на нефть, чтобы «купить» себе безопасность и стабильность. Они используют свои ресурсы для приобретения самых современных систем вооружения (покупая их, главным образом, в Европе и России, ввиду того что США проявляют все меньше интереса к данному региону) и укрепления систем безопасности против угроз терроризма и внутренней оппозиции. В результате непрекращающейся опасности со стороны экстремистов нет реального прогресса в направлении развития демократических институтов и укрепления гражданского общества. Частично это связано с соображениями безопасности, но также зачастую — это предлог, чтобы не допустить ослабления контроля. Хотя доля из вырученных за нефть средств и используется для диверсификации экономики в целях освобождения от зависимости от нефти и газа, отсутствие «поглощительной способности» (Саудовской Аравии не удастся приспособить свою систему образования к нуждам экономики) и риски, связанные с вопросами безопасности, ограничивают степень, в которой это возможно осуществить. Значительная часть средств инвестируется за границу, и главным образом в страны Азии.

## 3.9. Развитие индустрии прямых инвестиций

### 3.9.1. Политика и регулирование

В связи с беспорядками на Ближнем Востоке, оказывающими негативное влияние на мировые рынки, внимание СМИ, общественных и политических деятелей переключается с нарушений законов, связанных с выкупами с использованием заемных средств, на более безотлагательные вопросы, включая государственную поддержку пенсионного обеспечения работников компаний. Прямые инвестиции более не представляют особой опасности, а вместо этого начинают рассматриваться как один из способов решения проблем, охвативших публичные рынки капитала.

Пенсионные фонды, озабоченные тем, что наиболее важные источники их доходов могут подвергнуться опасности регуляторного вмешательства, становятся надежной опорой сектора прямого инвестирования и формируют мощную коалицию, которая эффективно противостоит профсоюзам. Более того, поскольку прямые инвестиции становятся все более важным компонентом их портфелей, пенсионные фонды все более активно и открыто высказываются в защиту данной индустрии.

Этому процессу способствует самокоррекция внутри самих прямых инвестиций, поскольку уровень заемных средств снижается в ответ на более высокую стоимость кредитов. Регулирование усиливается, чтобы отразить растущую важность сектора и его возросшее участие в областях, которые являются политически чувствительными (например, национальная инфраструктура). Основное внимание при регулировании обращается на усовершенствование стандартов раскрытий и избежание конфликтов интересов. Однако системы регулирования и налогообложения значительно

варьируются в разных странах и регионах в соответствии с существующими в них стандартами.

### 3.9.2. Приток капитала

Ухудшившиеся демографические факторы ведут к снижению темпов аккумуляции активов в странах-участницах ОЭСД, что уменьшает общие запасы капитала. Более того, необходимость финансировать большой государственный дефицит ведет к подъему доходов государственных облигаций, что привлекает все большую долю накоплений.

Тем не менее институциональные инвесторы увеличивают долю своих активов, размещаемых в прямые инвестиции, чтобы получить выгоду от их более высокой по сравнению с публичным акционерным капиталом эффективности. Все чаще страховые компании распределяют часть своих портфелей в прямые инвестиции, чтобы уменьшить свою зависимость от вялых рынков публичного акционерного капитала. Таким образом, хотя общее количество капитала имеет тенденцию к уменьшению, приток его в прямые инвестиции устойчив, потому что им удастся привлечь большую долю имеющихся средств за счет других классов активов.

В Азии государственные пенсионные фонды и суверенные фонды благосостояния тоже пользуются возможностью вложить свои деньги в прямые инвестиции. Однако ограничения на иностранные инвестиции ослабляют взаимодействия между различными региональными рынками.

### 3.9.3. Способности и навыки

Для того чтобы создавать стоимость, реже используя приемы финансового инжиниринга, в первую очередь требуются знания и навыки, специфичные по разным секторам. Высоко ценятся профессионалы с отличными знаниями по от-

дельным областям, а также менеджеры с большим опытом практической деятельности. Глубокое понимание региональных особенностей и умение устанавливать и поддерживать хорошие взаимоотношения является необходимым условием для работы на развивающихся рынках.

### 3.9.4. Сегмент выкупов

#### Характеристики деятельности

Структурные изменения в глобальной экономике оказывают существенное воздействие на индустрию выкупов. По мере уменьшения ликвидности в масштабах глобальной экономики и сопутствующего этому ужесточения условий кредитования, кредит становится значительно более дорогим и менее доступным, что затрудняет финансирование поглощений с использованием высокого уровня заемных средств. Это ведет к существенному уменьшению долговых мультипликаторов в фирмах, получивших долговое финансирование. Со снижением уровней заемных средств размеры сделок уменьшаются. Ряд выкупов с чрезмерно «раздутой» структурой капитала реструктурируется, что приводит к убыткам для некоторых генеральных партнеров и их спонсоров.

Инвестиционная среда по множеству причин становится намного более жесткой. В то время как сектор выкупов продолжает привлекать капитал, крупные развивающиеся рынки, в особенности азиатские, становятся все более недостижимыми по причине враждебного отношения к иностранным инвестициям. Это приводит к тому, что недоступным становится важный рынок сбыта для капитала выкупов. Инвесторы выкупов вынуждены обходиться более близкими к дому инвестиционными возможностями, вступая в более жесткую конкурентную борьбу за активы. Осуществить выход также становится труднее ввиду длительного спада на публичных

рынках, что приводит к устранению важной возможности получения прибылей этим способом.

Тем не менее трудности, переживаемые на рынках публичного акционерного капитала, обеспечивают устойчивый высокий интерес к выкупам. Хотя доходы от выкупов уменьшаются в результате роста конкуренции и более ограничительных условий кредитования, этот сектор как класс активов продолжает превосходить по своей результативности публичный акционерный капитал. В то время как появляется ощущение, что публичные рынки недооценивают достойные компании, все большее число зарегистрированных на бирже компаний переходят в частную собственность. Рынок выкупов эволюционирует от «альтернативного» до «замещающего» плохо работающие публичные рынки. К 2020 году активы прямых инвестиций в США достигают примерно 30% от общего объема рынков публичного акционерного капитала.

### Конкуренция и структура индустрии

Увлечение мега-фондами 2006–2008 годов приводит к разочарованию, поскольку более низкие показатели публичного рынка и намного более жесткие условия кредитования, появившиеся после кризиса subprime, не позволяют спонсорам получить «эффективную» прибыль. Вслед за коллапсом на кредитных рынках, рынок терпящего бедствие долгового финансирования и реструктуризации попадает в центр внимания многих фондов выкупов. К 2015 году, вслед за затянувшимся спадом, выкупы котируемых акций с целью исключения компании из листинга фондовых бирж (public-to-private) опять становятся популярными, поскольку управляющие стремятся уйти со стагнирующих публичных рынков.

Сильное местное присутствие является ключом к успеху на региональных рынках. Международные фирмы выкупов

обнаруживают, что становится все труднее осуществлять операции сразу на многих рынках в обстановке, когда местная принадлежность является существенным условием для получения разрешения на деятельность. Стараясь приспособиться к этой новой тенденции, крупные фирмы дробят свою оперативную деятельность по региональным офисам. На развивающихся рынках доминирующими фигурами оказываются местные игроки, обладающие прочными связями с правительством и бизнес-элитой. Индустрия, таким образом, фрагментируется в соответствии с географическими границами.

На фоне слабеющих рынков публичного акционерного капитала и ужесточающихся кредитных условий, ограничивающих простор для перекредитования, важную роль в создании возможностей для выхода играют вторичные выкупы. В то же время развивается активный вторичный рынок акций, соперничающий по размеру с первичным, что обеспечивает инвесторам (LPs) ликвидность.

### Создание стоимости

Высокая стоимость кредита уменьшает возможность использования заемных средств и ведет к уменьшению размера сделок для всех, кроме самых крупных, фондов. Во многих случаях фирмы выкупов прибегают к приобретению неконтрольных позиций или соинвестированию со стратегическими покупателями. Создание стоимости все больше зависит от способности к стратегическому и операционному развитию. Горизонт прогнозирования для инвесторов выкупов расширяется. Успешные фирмы выкупов – это те фирмы, которые обладают знанием местных и региональных условий, в противоположность мега-фирмам с широко признанными западными брендами и привилегиями по доступу к капиталу.



Разочарование в публичном акционерном капитале приводит к тому, что прямые инвестиции идут на смену публичным рынкам, становясь основным источником нового акционерного капитала. Фирмы выкупов играют важную роль в реструктуризации неэффективно работающих публичных компаний.

Индустрия выкупов также принимает большое участие в финансировании создания новой инфраструктуры и повышении эффективности общественных услуг в развитых экономиках. При возрастании нагрузки на государственные финансы большинство правительств расширяет сферу применения частно-государственного партнерства, рекомендуя его в качестве средства предоставления общественных услуг. Это обеспечивает инвесторам выкупов, ищущим рынок сбыта для своих капиталов, широкий поток инвестиционных возможностей.

### Собственность и управление

Лишь немногие компании прямого инвестирования стремятся к публичным листингам по причине малоэффективной работы рынков публичного акционерного капитала. Более того, ряд зарегистрированных на фондовых биржах фирм прямого инвестирования принимают решение вернуться к частной собственности.

Основатели выходят из своих инвестиций, продавая их партнерам или другим фирмам. Оказавшись перед лицом снижения доходов от своих инвестиций в выкупы, крупные институциональные инвесторы начинают оказывать давление на фирмы выкупов с целью уменьшить их вознаграждения или поставить их перед угрозой дезинтермедиации. Таким образом, эффективность работы многих фирм выкупов испытывается на прочность, как из-за снижения доходов, так и по причине требований институциональных инвесторов предоставить им большую долю в прибылях.

### 3.9.5. Сегмент венчурного инвестирования

С уменьшением роли заемных средств фирмы, занимающиеся выкупами, начинают постепенно ориентировать свою деятельность в направлении капитала расширения, увеличивая конкуренцию и снижая уровень доходов в этом сегменте. Воздействие этого процесса начинает ощущаться также и на ранних инвестиционных стадиях. Производительность венчурного инвестирования все более ограничивается слабым состоянием рынков публичного акционерного капитала, и прямые продажи остаются единственным приемлемым способом выхода.

Исследования и разработки в Европе сдерживаются нехваткой государственного финансирования науки и технологий и дефицитом выпускников учебных заведений, имеющих соответствующую специализацию, что ограничивает возможности инвестировать в новые технологии.

Что касается сектора охраны окружающей среды, то отсутствие систем международных связей уменьшает стимулы к частному инвестированию в новые технологии (Врезка 6). В США ситуация с венчурными инвестициями и капиталом роста немного лучше, главным образом благодаря тому, что они принимают все большее участие в подъеме экономики Латинской Америки.

В то время как государственное финансирование научных исследований снизилось, осталась одна область, в которой оно сохранилось в результате устойчивого высокого уровня затрат на безопасность отечества, – это технологии безопасности. Инвесторы в технологии (в том числе венчурные инвесторы) – в такие отрасли, как дистанционный сбор данных, биологическая безопасность и биометрия – являются главными лицами, извлекающими выгоду из этой тенденции.

## Врезка 6. Инвестиции в науку и технологии

### Науки о жизни

Инвестиции в науки о жизни сдерживаются из-за давления, оказываемого на государственное финансирование. Из соображений продуктовой безопасности страны Азии отказываются от своего нежелания выращивать генномодифицированные сельскохозяйственные культуры в коммерческих масштабах. Однако отсутствие должного контроля приводит к целому ряду крупных «несчастных случаев». В Европе отношение общества к этим технологиям остается крайне отрицательным.

### Здравоохранение

Одна из главных целей здравоохранения заключается в уменьшении стоимости лечения. В результате перехода в США к модели «единого плательщика» делается невозможным завышение цен на лекарства, но сокращаются расходы на исследования и разработки новых лекарств. Это нежелательное воздействие на фармацевтические компании осложняется нарушением системы патентования лекарств со стороны стран, относящихся к крупным развивающимся рынкам, которые стараются сократить свои расходы на здравоохранение. Компании прямых инвестиций принимают участие в обеспечении услуг здравоохранения посредством использования модели частно-государственного партнерства.

### Охрана окружающей среды

Инвестиции в сфере охраны окружающей среды направлены в основном на существующие проверенные технологии, главным образом – биотопливо первого поколения. Отсутствие систем международных связей уменьшает стимулы к крупному инвестированию в новые технологии.

### Сектор информационно-телекоммуникационных технологий (ИТ)

Позиции Интернета все больше подрываются в процессе государственных вмешательств. В развитых странах соображения

безопасности возобладали над вопросами невмешательства в частную жизнь. В развивающихся странах доступ и контент находятся под государственным контролем. Проблема неприкосновенности частных данных обостряется, что ведет к потере доверия к Интернету как к средству, предоставляющему в первую очередь услуги, а не просто информацию.

### 3.9.6. Прямые инвестиции на развивающихся рынках

Азия принимает к использованию модель прямого инвестирования, которая лучше всего соответствует китайскому стилю капитализма. Однако отношение к иностранному капиталу, включая международные прямые инвестиции, очевидно становится все более враждебным. Иностранные прямые инвестиции сталкиваются с жесткой конкуренцией со стороны государственных инвестиционных компаний и отечественных фирм прямых инвестиций. В Азии побеждает новое поколение местных компаний прямых инвестиций, многие из которых пользуются мощной государственной поддержкой. Азиатские правительства также содействуют развитию местных фондов венчурного капитала в качестве средства для поддержки инноваций и трансформации интеллектуальных и образовательных ресурсов в коммерческие и экономические возможности.

Исключением из этого правила является Латинская Америка, где экономическая интеграция открывает для иностранных фирм прямых инвестиций существенные возможности для участия в реструктурировании экономики региона. Североамериканские фонды прямых инвестиций находятся среди основных бенефициаров этой тенденции, особенно в условиях успешной интеграции, начатой с создания Зоны свободной торговли американского континента (ФТАА). Компании прямых инвестиций принимают участие в финансировании региональных инфраструктур, особенно секторов энергетики и транспорта.

## 3.10. Основные этапы

	Макроокружение	Окружение на уровне индустрии
2008	<p>Военный удар США по Ирану</p> <p>Цены на нефть резко поднимаются и сохраняются на уровне намного выше 150 долл. за баррель</p>	<p>Кризис subprime распространяется на другие области кредитных рынков</p> <p>Условия кредитования для фирм прямых инвестиций становятся более жесткими</p> <p>На рынках акционерного капитала наблюдается сильный спад</p> <p>Крупные фирмы выкупов сталкиваются с трудностями в связи с учащением банкротств среди их портфельных компаний</p>
2011	<p>США осуществляют реформу здравоохранения</p> <p>Иран проводит подземные испытания ядерного оружия</p> <p>Европа и США устанавливают пошлины, связанные с загрязнением окружающей среды</p> <p>Вступает в силу соглашение АСЕАН о свободной торговле</p>	<p>Кризис кредитов охватывает все большую часть рынка</p> <p>Уменьшение средних доходов от выкупов и крушение надежд, возлагаемых на мега-фонды</p> <p>Венчурные инвестиции подавляются ростом конкуренции и ограничением возможностей для выхода</p> <p>Индустрия прямых инвестиций фрагментируется в соответствии с региональными границами</p>
2014	<p>Разрабатываются новые международные валютные правила</p> <p>Создается региональный азиатский облигационный рынок</p> <p>Ратифицировано соглашение о создании ФТАА</p>	<p>Возвращение практики выкупа котируемых акций с целью исключения компании из листинга фондовой биржи (public-to-private) в виде реакции на стагнирующие рынки публично-акционерного капитала</p>
2016	<p>Тайвань объединяется с материком</p>	<p>Ряд фирм выкупов выходит из листингов фондовых бирж</p>
2020		

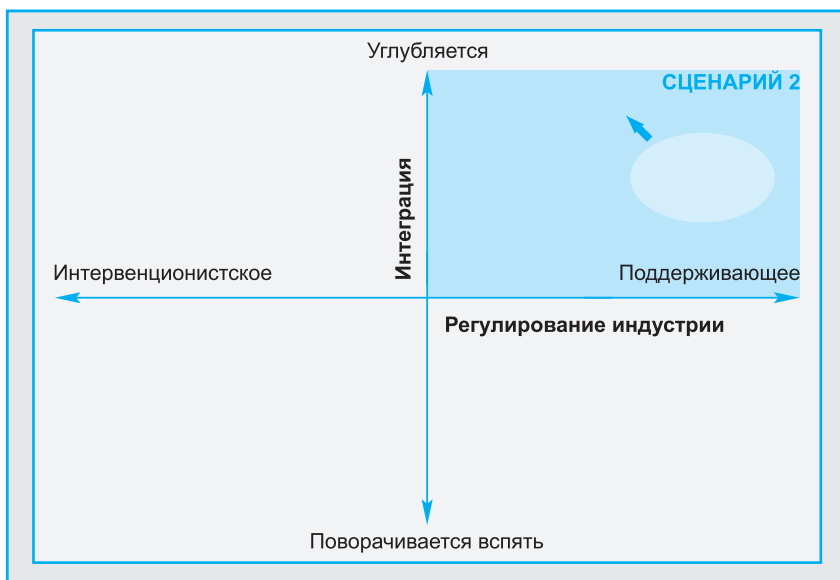
## 4. Сценарий 2: Гольфстрим

### 4.1. Общее представление

Благодаря своей выдающейся способности к демонстрации силы, Соединенные Штаты восстанавливаются после пережитых трудностей с Ираком и сохраняют свой статус единственной мировой сверхдержавы. Большая часть мирового сообщества воспринимает лидерство США как единственную жизнеспособную альтернативу. Идеологическое господство либеральной экономической модели распространяется на крыльях военного, политического и экономического влияния США. Глобальная экономическая интеграция прогрессирует на региональной и двусторонней основе с созданием сложной сети договоренностей. Торговые и инвестиционные потоки продолжают возрастать и концентрируются в богатых государствах и крупных развивающихся странах. Суверенные фонды благосостояния становятся постоянными и важными составляющими глобального финансового ландшафта, обеспечивающими ликвидность на финансовых рынках. Благодаря активности иностранных инвесторов в сфере слияний и поглощений и уменьшению протекционизма, индустрия прямых инвестиций выходит на глобальный уровень, поддерживая международную экспансию и объединение экономик. Венчурные инвестиции успешно развиваются в этом объединенном и взаимосвязанном мире, где приветствуются инновации и взаимный обмен идеями. Фирмы прямых инвестиций добиваются все больших успехов путем расширения интернациональных связей и использования преимуществ глобальной экономической интеграции. Деньги поступают в наиболее эффективно работающие фонды и концентрируются среди определенной группы крупных международных фирм. Однако появляется конкуренция из новых источников, таких как пенсионные фонды и богатые семьи, которые все чаще пытаются отказываться от посред-

ничества фондов прямых инвестиций. Индустрия объединяется вокруг ряда мега-фирм с разнообразной международной направленностью и широким спектром деятельности (консалтинговые услуги, синдицирование, а также традиционное прямое инвестирование). В то же время сектор выкупов в ответ на критику в свой адрес принимает и претворяет в жизнь свой собственный кодекс поведения. Деловое и регуляторное окружение, таким образом, остается очень благоприятным для индустрии прямых инвестиций.

**Рисунок 9. Сценарий 2**



## 4.2. Глобальная политика и безопасность

Вслед за своей неудачей в Ираке Соединенные Штаты постепенно снова обретают уважение к себе со стороны международного сообщества, удерживаясь от принудительной демократизации и опираясь на более обдуманнный набор поли-

тических инструментов для достижения своих целей. США сохраняют свою выдающуюся способность демонстрировать силу в глобальном масштабе и свое уникальное «умение» вмешиваться в зоны конфликтов. Таким образом, Соединенные Штаты сохраняют свой статус доминирующей силы в тихоокеанском регионе Азии и сдерживают растущие амбиции Китая. Япония остается основным союзником США в регионе и уменьшает свои конституциональные ограничения на использование военной силы. К 2020 году Соединенные Штаты продолжают оставаться единственной сверхдержавой, и ни Китай, ни Европа не могут соперничать с ними ни в политическом, ни в военном отношениях. В мире становится больше демократических государств, включая страны Центральной и Юго-Восточной Азии (Мьянма), допускающие больше политических свобод.

Большая часть мирового сообщества принимает глобальное лидерство США как единственную жизнеспособную альтернативу. США продолжают доминировать в таких международных организациях, как Мировой Банк и Международный Валютный Фонд (IMF). Индия и Япония, как основные союзники США, допущены в состав постоянных членов Совета Безопасности ООН.

Терроризм продолжает оставаться существенной угрозой, хотя в исламском мире отмечается некоторая степень «усталости». Уход Соединенных Штатов из Ирака в 2010 году не влечет за собой прекращения взрывов бомб и актов насилия со стороны религиозных группировок. Это вызывает негативную реакцию против наиболее экстремистских движений, которые ощущают уменьшение поддержки. К 2020 году создается впечатление, что «война против террора» наконец выиграна.



### 4.3. Ресурсы и окружающая среда

Здоровый рост глобальной экономики поддерживает высокую потребность в энергии и обеспечивает постоянное повышение цен на нефть. Однако возросшая стабильность на Ближнем Востоке приводит к некоторому сглаживанию колебаний цен на нефть и уменьшению премий за геополитический риск.

Роль рынков в обеспечении энергией усиливается, что в основном определяется быстро расширяющейся торговлей сжиженным природным газом, и поддерживается новой инфраструктурой. Возрастающее число стран, включая Соединенные Штаты, принимает на вооружение схемы торговли разрешениями на выбросы, загрязняющие окружающую среду (ETS), и это приводит к значительному увеличению частных инвестиций в альтернативные виды топлива, технологии повышения эффективности использования энергии и другие чистые технологии.

Нехватка пресной воды является возрастающей проблемой, и ее пытаются решать, в основном посредством торговли, специализации и технологий. Регионы и страны, в которых не хватает воды, переходят к выращиванию сельскохозяйственных культур, требующих меньше полива, а также уменьшают свою зависимость от воды, импортируя продукты питания. Больше всего страдают беднейшие страны, находящиеся в подверженных засухам регионах и не способные должным образом изменить свой способ ведения сельского хозяйства. Водные активы становятся все более привлекательными объектами для инвестирования.

## 4.4. Интеграция

Вслед за провалом переговоров «Доха-раунда»<sup>22</sup> больше не предпринимается попыток организации нового раунда многосторонних переговоров. В результате подписания двусторонних и региональных соглашений о свободной торговле (ФТА) наступает либерализация торговли. К 2012 году принимается соглашение между США и Европой о содействии торговле и инвестициям. К 2017 году подписывается расширенное соглашение о свободной торговле, касающееся Азиатско-Тихоокеанского региона, в котором участвуют США, Канада, Китай, Южная Корея и Япония.

Торговые потоки продолжают развиваться, однако они в основном сконцентрированы в богатых государствах и крупнейших развивающихся странах. Рост числа двусторонних переговоров увеличивает стоимость и усложняет деятельность международного бизнеса. Преимущество переходит к крупным многонациональным компаниям, обладающим опытом и ресурсами, необходимыми, чтобы пробираться через хитросплетения соответствующих соглашений. Наименее развитые страны по-прежнему не могут пользоваться выгодами глобализации.

Рынки остаются открытыми для иностранных инвестиций. Благодаря активности иностранных инвесторов на рынке слияний и поглощений, индустрия выходит на глобальный уровень. Китайские и индийские многонациональные ком-

---

<sup>22</sup> В ноябре 2001 года на Четвертой конференции министров стран-членов ВТО в г. Дохе (Катар) была принята Декларация министров, открывшая Новый раунд многосторонних торговых переговоров. Декларация объявляла, что переговоры будут направлены на дальнейшую либерализацию торговли сельскохозяйственными и несельскохозяйственными товарами, а также обмена услугами. Прошедшая в декабре 2005 года в Гонконге Конференция министров определила 2006 год завершающим годом переговоров. (Прим. пер.).

пании становятся все более значительными участниками мировых рынков капитала, как в сфере слияний и поглощений, так и мобилизации капитала. Процесс фрагментации цепочек поставок и размещения деятельности составляющих их звеньев в различных юрисдикциях – в целях достижения оптимальной эффективности – протекает без каких-либо серьезных помех и содействует повышению экономической интеграции, особенно в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Крупные многонациональные компании становятся рассредоточенными, но тем не менее взаимосвязанными системами физических и интеллектуальных активов, выполняющих различные функции.

Поскольку стоимостные преимущества постепенно исчезают, решения о территориальном размещении отдельных видов деятельности в основном опираются на наличие на местах соответствующих навыков и способностей. Эта тенденция проявляется в возникновении кластеров в местах концентрации более высоких потенциальных возможностей, особенно в технологическом секторе. Таким образом, доступность навыков и опыта становится самым важным фактором международной конкурентоспособности. Страны настраивают свою образовательную, иммиграционную и налоговую политику на создание условий для развития и привлечения самых талантливых людей. Вследствие этого ведущие развивающиеся рынки, особенно в Азии, начинают бросать вызов американской и европейской монополии на инновации.

В 2009 году Китай либерализует свой валютный режим. Юань становится свободно конвертируемой «твердой» валютой и резервным активом для многих из торговых партнеров Китая. Хотя другие страны со средним уровнем доходов продолжают придерживаться относительно постоянных режимов курса валют, резервы распределяются более равномерно между долларом, евро и юанем. Это уменьшает степень

рассогласования обменных курсов валют, с учетом более конкурентоспособного рынка валюты в США и уменьшения давления протекционистских тенденций.

#### 4.5. Экономическая и социальная политика

Модель капитализма США расширяет свою область влияния. Хотя единодушие по поводу ценности конкуренции и свободных рынков все больше укрепляется, существуют значительные расхождения и споры относительно различных регуляторных подходов. Наряду с тем, что уменьшается уровень протекционизма и улучшается глобальная безопасность, государства меньше беспокоятся по поводу прав собственности на «стратегические активы» и уменьшают свою поддержку лучших национальных компаний, многие из которых стали объектами поглощения в процессе глобального объединения во многих секторах, таких как воздушный транспорт, сталь и финансовые услуги. В целом, регулирование направлено, скорее, на обеспечение надлежащей работы рынков, а не на активное манипулирование рыночными структурами. В этом высоко конкурентном мире регулирование и налогообложение оказываются в фокусе конкуренции между различными странами, стремящимися привлечь инвестиции и увеличить количество рабочих мест, и это приводит к снижению уровня налогов на корпорации во всех наиболее развитых странах.

Под сильным и позитивным руководством Соединенных Штатов (по крайней мере с европейской точки зрения) Европа противостоит дальнейшей политической интеграции и расширению Евросоюза и вместо этого стремится к укреплению сотрудничества с США. Европейские политики концентрируют свои усилия на менее «гламурных», но, возможно, более четко нацеленных инициативах, таких как реформы рынка труда, улучшающие его конкурентоспособность и

продуктивность. Присутствующее у среднего класса чувство стабильной экономической безопасности позволяет ему уменьшить бытовые сбережения «на черный день» и, как следствие, увеличить потребительские расходы и спрос на внутреннем рынке. Возросшая экономическая безопасность также сдерживает протекционистские настроения. Подъем эффективности производства в Европе позволяет заниматься решением проблемы старения европейского населения. Европа и США придерживаются открытой иммиграционной политики, что позволяет им привлекать талантливых специалистов из Азии.

#### 4.5.1. Пенсионные системы

Хорошо работающий рынок активов помогает облегчить давление на пенсионные планы компаний. Пенсионный план с определенным (фиксированным) уровнем взносов в фонд каждого участника оказывается весьма эффективным, благодаря бурному развитию рынков акционерного капитала. Давление на систему выплат пенсий из текущих доходов ослабляется в результате стабильного трудоустройства и относительной либерализации иммиграционной политики. Тем не менее многие страны параллельно вводят другие финансовые системы в дополнение к схемам выплат из текущих доходов.

#### 4.5.2. Здравоохранение

В то время как стоимость здравоохранения продолжает увеличиваться в результате старения населения и распространения ряда болезней (например, ожирения), тяжелое положение в системе здравоохранения в большинстве развитых стран облегчается в результате существенных государственных субсидий.

## 4.6. Экономический рост

Международная торговля становится более мощным фактором глобального развития. Глобальное развитие на всем протяжении этого периода идет высокими темпами, хотя и подвержено циклическим спадам. Экономика США, пережившая существенный спад в 2008 году, в середине 2009 года снова приобретает присущий ей потенциал долгосрочного развития. Рост производительности устойчив, как в США, так и в Европе, но в особенности он выражен в Восточной Азии, по причине сохраняющегося там стремления догнать по уровню развития экономики страны ОЭСД и развитые экономики региона. Инфляция и номинальные процентные ставки остаются в результате относительно низкими.

Прямые инвестиции играют ключевую роль в «разблокировании» стоимости в самых разных частях европейской экономики, внося существенный вклад в увеличение производительности в Европе. Индустрия выкупов облегчает процедуру выхода для собственников-управляющих, особенно в секторе мелкого и среднего бизнеса в Германии, а также в некоторых районах Испании и Италии, что обеспечивает мощную поддержку конкурентоспособности экономики Германии. Как следствие, имеет место огромное общественное признание роли индустрии прямых инвестиций в усилении конкурентоспособности европейской экономики. Возрождающаяся индустрия венчурных инвестиций также поддерживает достижения в области инноваций и стимулирует рост производительности в Европе.

## 4.7. Финансовые рынки

Финансовые рынки продолжают обеспечивать высокую ликвидность. Глобальная финансовая система достаточно прочна и справляется с периодическим ослаблением интереса к рисковым операциям – например, как во время проблем 2007–2008 годов на рынках кредитов, вызванных кризисом subprime в США, или в ходе быстро прекращенных финансовых волнений в Китае в 2009 году, связанных с введением свободно колеблющегося курса юаня. В то время как рынки кредитов пересматривают свои чрезмерно мягкие условия кредитования, благодаря которым уровни заемных средств поднялись слишком высоко во время бума прямых инвестиций в 2005–2007 годах, процесс дезинтермедиации остается важной чертой кредитных рынков. Рынки акционерного капитала в целом работают эффективно в результате мощного экономического роста, высокой активности в сфере слияний и поглощений, деятельности суверенных фондов благосостояния, либерализации счетов предприятий в Китае и введения системы фондируемых пенсионных схем по всей Европе. Активность акционеров все больше распространяется на публичные рынки, что побуждает публичные компании усиливать свою систему управления и прибегать к методам выкупов (например, увеличивая уровень заемных средств). На развивающихся рынках премия за риск уменьшается, увеличивая стоимостные показатели. Шанхай замещает Токио в качестве ведущего финансового центра в Тихоокеанско-Азиатском регионе, становясь равным по своей значимости Лондону и Нью-Йорку.

Оказавшись перед лицом превращения Шанхая в глобальный мощный финансовый центр, Токио энергично реагирует на эту конкурентную опасность со стороны своего южного соседа и вводит ряд реформ, направленных на укрепление своих собственных рынков капитала. В их число входят ме-

роприятия по стимулированию активности в сфере слияний и поглощений (например, ограничения на использование защитных мер от поглощений), по ослаблению барьеров перед иностранными инвестициями и поддержке прямого инвестирования. В 2010 году Министерство финансов одобряет предложение о слиянии фондовых бирж Нью-Йорка и Токио.

Суверенные фонды благосостояния, крупнейшие из которых находятся в Китае, России и регионе Персидского Залива, становятся важной неотъемлемой деталью глобального финансового ландшафта. Обладая к 2015 году вкладами на сумму более 10 триллионов долл., они становятся одним из важнейших факторов, определяющих мировые цены активов. Хотя вначале они вызывают недоверие на развитых рынках, они действуют с осторожностью и воздерживаются от инвестиций, которые могут быть поставлены под сомнение, избегая для этого «стратегических» секторов, защищая интересы миноритарных акционеров, увеличивая прозрачность своих холдингов и процесса принятия решений и воздерживаясь от участия в советах директоров. Значительная часть их инвестиций проходит через фонды прямых инвестиций, которые предоставляют им доступ к некоторым из лучших компаний, скрывая их в то же время от глаз публики. Поскольку многим из них недостает инвестиционных способностей, соответствующих их капиталам, они обращаются к ведущим фондам выкупов за советами и часто инвестируют в партнерстве с ними.

## 4.8. Основные развивающиеся рынки

На развивающихся рынках экономика становится все более либеральной в результате развития конкуренции и снижения препятствий для входа на эти рынки. На них также укрепляются права собственности и юридическая структу-



ра ведения бизнеса. Улучшающаяся правовая защита на развивающихся рынках поддерживает активное инвестирование в инфраструктуру (особенно в сектора транспорта, энергетики и водного хозяйства). Основные развивающиеся рынки на протяжении почти всего описываемого периода быстро растут и продолжают участвовать в процессе сближения со странами ОЕСД.

#### 4.8.1. Китай

Китай продолжает быстро развиваться на основе экспорта и растущего уровня потребления. В Китае осуществляется реформирование пенсионной системы, и растущие пенсионные резервы делаются доступными для иностранных управляющих компаний. Возрастающее присутствие институциональных инвесторов укрепляет стабильность и ликвидность на национальных рынках ценных бумаг. Фондовая биржа Шанхая привлекает все большее число листингов и к 2014 году является третьей крупнейшей в мире по уровню капитализации.

Китайское правительство ослабляет контроль над капиталом и позволяет, чтобы все большая доля активов инвестировалась за границу в рамках вновь набравшей силу схемы Отечественных институциональных инвесторов (ДИ), что способствует увеличению глобальной ликвидности и росту рынков ценных бумаг по всему миру. Оно также перемещает большую долю своих валютных резервов в Китайскую Инвестиционную Корпорацию, которая инвестирует в высокодоходные активы, включая прямые инвестиции и сделки выкупов. Таким образом, Китай продолжает поддерживать дефицит текущего баланса США.

Однако увеличивающееся богатство сопровождается растущим неравенством. Усиливается давление на режим со стороны средних классов, которые стремятся к большей

открытости и участию в политике, и городской и сельской бедноты, исключенной из участия в распределении экономических выгод от быстрого роста. Из-за неудач в борьбе с самыми худшими побочными эффектами быстрой индустриализации – включая загрязнение окружающей среды, коррупцию, незаконные лишения собственности и кризис здравоохранения – поднимается вопрос о легитимности Коммунистической Партии Китая. Вслед за периодом турбулентности и неопределенности к решению этих проблем начинают подходить с позиций постепенного придания политическому процессу большей открытости, хотя Китай все еще не похож на представителя западной демократии.

#### 4.8.2. Индия

Индия проводит либерализацию своей торговли и режима иностранных инвестиций; имеет место устойчивый высокий рост ВВП. Однако неравномерное распределение богатств по разным регионам и между городами и сельской местностью все более усугубляется, что оказывает давление на демократическую систему. В попытках объединить страну форма правления становится все более авторитарной.

В то же время государство стимулирует инвестиции в инфраструктуру и в качестве источников капитала использует суверенные фонды благосостояния и фонды выкупов.

Крупные индийские промышленные конгломераты стремятся извлечь прибыль из своей огромной собственности, распродавая неосновные активы и сосредоточиваясь на более узком спектре деятельности. Ведущую роль в поддержке этого процесса играет индустрия выкупов.

### 4.8.3. Россия

Вслед за падением эпохи тоталитаризма, во время президентства Путина Россия шаг за шагом поворачивает на плюралистический и более демократический путь развития под руководством нового президента. В результате ослабляется напряжение между Россией и Западом, и Россия постепенно сближается с Европой, укрепляя торговые и инвестиционные связи.

### 4.8.4. Другие развивающиеся страны

Латинская Америка продолжает извлекать экономическую выгоду из огромной потребности в мире в потребительских товарах. Однако большинство стран региона не могут адаптировать и развить свою инфраструктуру и поэтому все больше отстают от Азии по уровню конкурентоспособности. Африка и другие наименее развитые страны продолжают оставаться вне сферы распределения преимуществ глобализации.

Высокие цены на нефть обеспечивают стабильное поступление долларового потока в государственную казну стран Персидского Залива. Это поддерживает высокий уровень инвестирования в инфраструктуру и программу промышленной диверсификации (с направлением основной массы средств в нефтехимию, производство – особенно металлов, и финансовые услуги), в процессе осуществления которой создаются новые рабочие места для молодой части населения. В течение этого периода сочетание высоких уровней инвестирования с улучшением социальной и политической среды способствует быстрому и устойчивому экономическому росту.

## 4.9. Развитие индустрии прямых инвестиций

### 4.9.1. Политика и регулирование

Правительства реагируют на давление со стороны профсоюзов и широкой общественности, заставляя индустрию выкупов перейти к саморегулированию. В ответ на это индустрия изменяет свои стандарты и кодекс поведения в пунктах, относящихся к раскрытиям, конфликтам интересов и корпоративной социальной ответственности (CSR). Чтобы отвечать требованиям, предъявляемым к саморегулирующимся организациям, индустрия в Европе также устанавливает свой собственный механизм сертификации. Сертификация служит знаком качества и оказывает поддержку уже существующим хорошо зарекомендовавшим себя игрокам. Эта тенденция фирм прямых инвестиций, становящихся публично котирующимися компаниями, помогает решить некоторые из вопросов, поднятых критиками, в частности, в отношении прозрачности.

Возрастающая конкуренция в налоговой сфере приводит к снижению уровней налогов на корпорации и на прирост капитала в большинстве европейских стран и убирает некоторые из преимуществ, которые можно было получить посредством создания оффшорных предприятий. Как следствие, основной юридический адрес большого числа фондов находится в Лондоне.

В то же время взаимодействия индустрии с политиками и обществом становятся намного более эффективными. Индустрия принимает участие в осуществлении ребрендинга таких терминов, как «прямые инвестиции» и «выкупы», которые приобрели негативное значение. Фирмы выкупов все чаще заявляют о себе как о поставщиках капитала для финансирования роста или корпоративного развития. Более того, поскольку фирмы прямых инвестиций выходят на

фондовую биржу, затихает большинство споров по поводу их прозрачности.

Однако самый убедительный аргумент в поддержку прямых инвестиций выдвигается не самой индустрией, а пенсионными фондами и другими институциональными инвесторами, играющими важную роль в выживании индустрии. Многие из этих партнеров с ограниченной ответственностью сами владеют частями акционерного капитала фирм, что еще больше уравнивает их интересы с интересами индустрии. Эти организации формируют мощную коалицию, обладающую большим влиянием на политиков и общественность в целом. Индустрия прямых инвестиций меньше концентрируется на выступлениях от своего имени – потому что ей не хватает доверия публики – и вместо этого стремится мобилизовать своих наиболее влиятельных сторонников на организацию и проведение открытых обсуждений. Эта стратегия оказывается эффективной, и таким образом индустрия способна предотвратить какое-либо серьезное регуляторное наступление. В целом, деловое и регуляторное окружение прямой индустрии остается очень благоприятным.

#### **4.9.2. Приток капитала и масштабы индустрии**

Индустрия значительно расширяется, так как величина отношения активов прямых инвестиций к ВВП на рынках Европы и Азии становится близкой к величине этого показателя в США. Реформы на финансовых рынках Японии открывают существенные возможности для прямого инвестирования. На некоторых развивающихся рынках с недостаточно развитыми фондовыми биржами прямые инвестиции становятся преобладающей формой собственности и превосходят по своему объему величину капитализации рынка публичного акционерного капитала.

В то время как институциональные инвесторы обеспечивают большую часть средств, поступающих в прямые инвестиции, появляются новые источники капитала. На развивающихся рынках, в особенности в Китае и на Ближнем Востоке, производятся все большие вливания капитала в индустрию прямых инвестиций. Крупные суверенные фонды благосостояния помещают деньги в ведущие фонды прямых инвестиций или инвестируют непосредственно в управляющие компании (следуя образцу китайской инвестиции в компанию Blackstone в 2007 году), что делается в целях распределения резервов в различные высокодоходные активы, избегая при этом надзора со стороны политиков и потенциальной оппозиции, обычно сопутствующей прямым инвестициям.

К тому же многие крупные фирмы индустрии к 2012 году становятся публичными компаниями. Переход к постоянному источнику финансирования делает прямые инвестиции более доступными для розничных инвесторов через посредничество публичных рынков. Несколько компаний по финансированию выкупов, котирующихся на фондовых биржах, становятся мировыми финансовыми гигантами, возвышающимися над публичными и частными рынками. Практически ни одна компания, независимо от ее величины, не находится вне сферы досягаемости финансовой мощи прямых инвестиций.

Объем сектора фондов фондов возрастает, так как он продолжает обеспечивать возможность участия – при помощи механизма котировки – новичкам индустрии, таким как небольшие пенсионные фонды, страховые компании и розничные инвесторы. Однако этот сегмент консолидируется, и в нем начинают доминировать несколько крупных игроков, которые предлагают лучшие возможности и преимущества, возникающие в результате эффекта масштаба.

### 4.9.3. Способности и навыки

Прямые инвестиции продолжают привлекать талантливых людей со всего света. Однако начинают требоваться все более разнообразные специалисты, что отражает международную экспансию индустрии. Ведущие компании прямых инвестиций создают мощные подразделения по найму рабочей силы, позволяющие им находить наиболее способных людей в любом уголке мира. Способность нанимать и использовать таланты становится основным источником конкурентных преимуществ для компаний прямых инвестиций. Помимо финансовых и операционных способностей знание языков и гибкость в отношении разных культур приобретают все большее значение. В то же время достижение приемлемого соотношения между работой и частной жизнью становится основной проблемой профессионалов.

### 4.9.4. Сегмент выкупов

#### Характеристики деятельности

В результате кризиса кредитов 2007–2008 годов в сочетании с серьезным экономическим спадом в США ряд приобретенных в результате выкупов компаний с чрезмерно «раздутым» балансом вынуждены осуществить реструктуризацию своих задолженностей. Страдает результативность работы фондов выкупов, и приток капитала временно уменьшается по сравнению с головокружительными уровнями, наблюдавшимися во время бума 2006–2007 годов.

Однако модель выкупов оказывается достаточно упругой и выдерживает этот спад, демонстрируя тем самым своим главным инвесторам – пенсионным и дарственным фондам, что она может продолжать создавать стоимость даже в более стесненных кредитных условиях. В частности, происходит обновление соглашений о системах управления и возна-

граждений с целью сохранения моделью ее преимуществ (например, тесных связей между заказчиками и исполнителями) над другими формами собственности. Фирмы, которые сумели создать стоимость, производя операционные и стратегические усовершенствования своих портфельных компаний, пережили спад и вышли из него окрепшими. Индустрия также получает преимущества от увеличения доступных путей выхода – от энергичных публичных рынков и вторичных выкупов до стратегических покупателей и рекапитализации. Связи между публичными и частными рынками носят, таким образом, симбиотический характер – фирмы прямых инвестиций используют публичные рынки для выкупов, выходов и мобилизации нового капитала посредством листинга.

В течение нескольких лет индустрия восстанавливает свою способность работать с большей по сравнению с другими классами активов производительностью, поэтому поток инвесторов в сектор выкупов возобновляется. Индустрия в состоянии управлять этим наплывом, расширяя свою деятельность в международных масштабах и углубляя свое присутствие на крупных развивающихся рынках.

### Конкуренция и структура индустрии

Хотя успех индустрии выкупов 2005–2007 годов приводит к усилению конкуренции, в том числе с другими классами активов, такими как хедж-фонды и инфраструктурные фонды, спад на рынках кредитов 2008 года вызывает сильную реорганизацию среди фондов средней величины, где соперничество выражено особенно ярко. Слабые игроки испытывают большие трудности уже на стадии мобилизации капитала и зачастую вынуждены уйти с рынка. Деньги перетекают к наиболее эффективно работающим фондам – и особенно к тем, которые умеют приспосабливаться, – и концентрируются в избранной группе крупных международных фирм.



Индустрия возрождается из кризиса более здоровой и умудренной.

В итоге индустрия сплачивается вокруг ряда хорошо зарекомендовавших себя игроков, деятельность которых диверсифицирована и характеризуется международной зоной охвата. Эта избранная группа мега-фирм диверсифицирует свои источники доходов, расширяя работу в такие области, как частная торговля публичным акционерным капиталом и производными финансовыми инструментами (деривативами), и расширяя использование синдицированного инвестирования в акционерный капитал, что приводит к усилению конкуренции с хедж-фондами и традиционными инвестиционными банками. Большие размеры, географический размах и увеличивающаяся сложность этих гигантских финансовых фирм также заставляют их реорганизовываться с образованием многофилиальных структур.

В то время как крупные международные игроки укрепляют свои рыночные позиции, возникает конкуренция за активы со стороны новых участников, среди которых крупные институциональные инвесторы, суверенные фонды благосостояния и богатые семьи, которые пытаются осуществлять прямые инвестиции, минуя посредников, и таким образом самим получать большую прибыль. Чаще всего это имеет место в случае больших пенсионных фондов, которые сделали существенные вложения своих средств в прямые инвестиции и обладают экономической структурой такого масштаба, который позволяет оправдать дополнительный уровень фиксированных расходов.

Кроме того, следствием подъема активности инвесторов, часто вызываемого деятельностью хедж-фондов, становится усиление управления в публичных компаниях, что приводит к тому, что они чаще прибегают к инструментам выкупов (например, увеличению уровня заемных средств); при

этом устраняются некоторые возможности использования выкупов и поднимаются цены приобретений.

### Создание стоимости

Фирмы выкупов находятся в центре процесса глобальной консолидации индустрии и становятся неотъемлемыми участниками процесса глобализации финансовых рынков. Капитал выкупов играет важную роль в международной экспансии индустрии. В большинстве случаев успешными становятся фирмы, обладающие обширным международным охватом, что позволяет им извлекать пользу из глобальной экономической интеграции.

По мере снижения препятствий для осуществления зарубежных инвестиций и ослабления «экономического национализма», фирмы, финансирующие выкупы, становятся лидерами в деле приобретения и реструктуризации лучших национальных компаний, которые в конечном итоге продаются объединяющим их фирмам (консолидаторам). Фирмы выкупов все чаще принимают участие в осуществлении стратегических приобретений в качестве соинвесторов с промышленными консолидаторами, что приводит их в некоторых случаях к непосредственному конкурированию с инвестиционными банками.

Многие из крупных фирм выкупов пользуются преимуществами открывшихся японских рынков капитала и обеспечивают на них высокий уровень деловой активности. Они играют существенную роль в реструктуризации японской индустрии и повышении эффективности японских рынков капитала.

Кроме того, индустрия выкупов поддерживает интернационализацию компаний на развивающихся рынках. В мире, где быстро распространяется свободная торговля и двусто-

ронные соглашения об инвестициях, фирмы выкупов, обладающие опытом международной экспансии, являются важными партнерами для многих компаний, стремящихся к доступу на иностранные рынки. Также они устанавливают близкие рабочие отношения с суверенными фондами благосостояния, инвестируя их капитал, участвуя в некоторых из их инвестиций в качестве соинвесторов и предоставляя им консультационную помощь в вопросах инвестирования. Таким образом, крупные фирмы выкупов все больше начинают напоминать традиционные инвестиционные банки, обеспечивая консультационную помощь, играя роль посредника-гаранта размещения ценных бумаг и содействуя в мобилизации капитала наряду с предоставлением собственного капитала.

### Собственность и управление

Многие из первоначальных основателей оставляют компанию и стремятся зафиксировать стоимость, которую они создали, посредством публичных листингов ценных бумаг своих компаний на эффективно функционирующих рынках акционерного капитала. Структуры управления и стандарты раскрытий компаний по финансированию выкупов сближаются, таким образом, с таковыми публично котируемых компаний.

Тенденция больших пенсионных фондов к созданию своих собственных внутренних групп, занимающихся выкупами, оказывает негативное воздействие на вознаграждение управляющих. Чтобы предотвратить опасность дезинтермедиации, фирмы выкупов реагируют на это, позволяя своим самым важным институциональным клиентам владеть долями собственности в их фирмах.

### 4.9.5. Сегмент венчурного инвестирования

Венчурные инвестиции усиленно развиваются в этом объединенном и взаимосвязанном мире, где поощряются инновации и обмен идеями. Этот сектор, вновь возродившийся после 2010 года, финансирует развитие многочисленных новых технологий и рынков. Однако, устойчиво развиваясь вширь, индустрия не отдает предпочтения никаким отдельным отраслям.

Индустрия объединяется в глобальном масштабе, что отражает тот факт, что новые прорывные инновации могут происходить в любом уголке мира. Для того чтобы получить доступ к лучшим возможностям, фонды территориально расширяются, специализируясь в то же время по отраслям и секторам. Крупные венчурные фирмы обладают обширными портфелями фондов, каждый из которых специализируется на инвестициях в отдельном секторе. Венчурные инвестиции играют важнейшую роль в продвижении инноваций и способствуют научно-техническим достижениям в целом ряде технологических областей, включая биологию и медицину, возобновляемые источники энергии и следующее поколение сетевых технологий (Врезка 7).

#### Врезка 7. Инвестиции в науку и технологии

##### Науки о жизни

Значительное государственное финансирование и существование частного здравоохранения способствуют интенсивному инвестированию в сектор наук о жизни. Венчурный капитал из США получает самые большие преимущества. Разработаны новые методы производства стволовых клеток, которые позволяют уменьшить проблемы, связанные с их использованием.

##### Здравоохранение

Получающая достаточное финансирование государствен-

ная система здравоохранения обеспечивает поддержку инновационных методов и технологий, применяемых в здравоохранении. Разработаны новые медицинские инструменты для лечебных и диагностических целей. Сектор частного здравоохранения направляет свои усилия на предоставление специализированных медицинских услуг пожилой части населения.

### Охрана окружающей среды

Появляются новые виды биотоплива с намного большей эффективностью использования углерода (например, этанол из целлюлозы) и с намного более приемлемыми с точки зрения экологии характеристиками. Венчурный капитал играет ключевую роль в финансировании развития этого следующего поколения биотоплива.

### Сектор информационно-телекоммуникационных технологий (ИТ)

Европа все чаще обращается к сектору ИТ как средству, способному повысить ее конкурентоспособность. Новые технологии анализа данных Интернета позволяют компаниям лучше понимать и предсказывать тенденции и предпочтения потребителей. Это создает возможности для настоящего массового охвата потребителей.

#### 4.9.6. Прямые инвестиции на развивающихся рынках

Индустрия прямых инвестиций на развивающихся рынках быстро растет, пользуясь поддержкой правовых, регуляторных и управленческих реформ. Компании по финансированию выкупов все чаще занимаются инвестициями в инфраструктурные проекты. Прямые инвестиции также обеспечивают финансовую поддержку многих появившихся на развивающихся рынках многонациональных компаний в их попытках выйти на международный уровень. В Индии фонды выкупов играют активную роль в реструктурировании семейных промышленных конгломератов. Увеличива-

ющаяся открытость России и ее интеграция с Европой создают благоприятные условия для более активного участия России в индустрии прямых инвестиций. Внушительные иностранные резервы Китая становятся основным источником капитала для индустрии. Вместо того чтобы создавать соперничающие отечественные компании, китайцы предпочитают направлять средства в опытные и авторитетные международные фирмы.

Поскольку в условиях развитого мира инновации демократизируются, в Азии появляется большое количество профинансированных венчурным капиталом технологических стартапов. Ряд из них пользуется возможностями, появившимися в результате быстро расширяющегося потребительского рынка и массового внедрения технологии мобильной телефонии даже среди групп населения с низкими доходами. Несколько наиболее удачливых профинансированных венчурным капиталом предприятий прорываются на мировую арену, очень успешно осуществив IPO.

В некоторых странах, в которых рынки ценных бумаг менее развиты и не могут служить эффективным каналом инвестиций, прямые инвестиции обходятся без помощи рынков публичного акционерного капитала. Прямые инвестиции помогают перспективным компаниям развивающихся рынков привлекать капитал на международных рынках капитала путем участия в листингах на одной из трех крупных фондовых бирж, обходя, таким образом, отечественные фондовые биржи. Однако, по мере того как созревают развивающиеся рынки, они также становятся все более конкурентоспособными – со временем в Азии становятся нормой аукционы, поскольку продавцы, пользующиеся советами бухгалтерских фирм и инвестиционных банков, становятся более умелыми в извлечении прибыли из этого процесса.

## 4.10. Основные этапы

	Макроокружение	Окружение на уровне индустрии
2008	<p>Экономический спад в США</p> <p>Либерализация порядка обмена валюты в Китае</p> <p>США выводят военные силы из Ирака</p> <p>NYSE сливается с Токийской фондовой биржей</p>	<p>Кризис на рынках кредитов</p> <p>Снижение производительности прямых инвестиций</p> <p>Индустрия выкупов принимает кодекс поведения</p> <p>Серьезная реорганизация рынка фондов средней величины. Индустрия выкупов консолидируется</p> <p>Повышение эффективности работы индустрии выкупов</p> <p>Индустрия венчурных инвестиций резко идет на подъем</p>
2012	<p>Подписан договор о взаимопомощи в сфере торговли между США и Европой</p> <p>Шанхайская фондовая биржа становится третьей крупнейшей в мире по своей капитализации</p> <p>Стоимость активов суверенных фондов благосостояния достигает 10 триллионов долл.</p>	<p>Самые крупные фирмы прямых инвестиций регистрируются на фондовой бирже</p> <p>Индустрия прямых инвестиций быстро распространяется по развивающимся рынкам</p>
2016	<p>Китай переживает политические волнения, но КПК удерживает свои позиции</p> <p>Вступает в силу договор об организации Азиатско-Тихоокеанской зоны свободной торговли</p>	
2020		

## 5. Сценарий 3: Развитие международной торговли и рост конкуренции (Trading up)

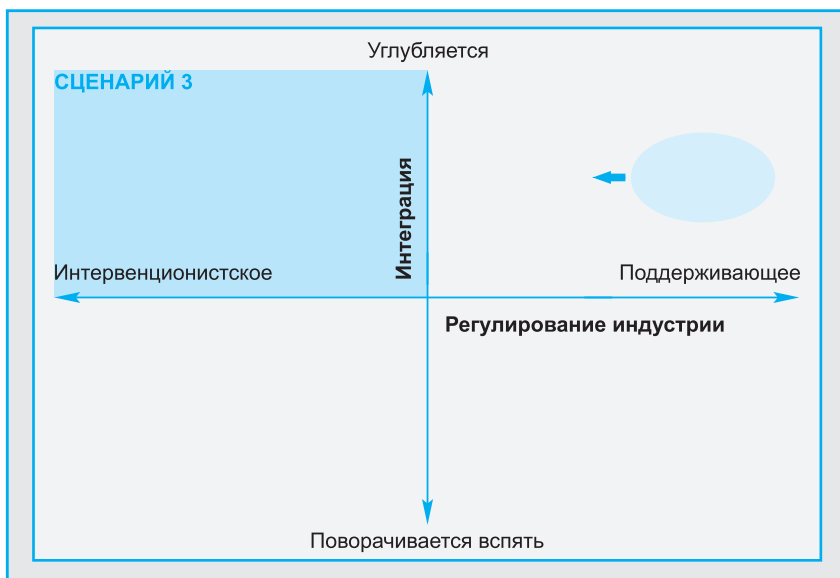
### 5.1. Общее представление

Глобальная экономическая интеграция прогрессирует при устойчивой институциональной поддержке. Многосторонняя торговая система преуспевает и остается главной опорой экономической интеграции. Евросоюз успешно осуществляет интернационализацию своего внутреннего регуляторного режима с целью создания «ровного игрового поля» – т.е. равных возможностей для всех участников. Более того, все большее число областей экономической политики подвергается своего рода международной координации и гармонизации регуляторной сферы. На международном уровне ведутся поиски регуляторных и налоговых решений проблемы вредных побочных эффектов экономической деятельности. В развивающихся странах ставшая более стабильной правовая и регуляторная среда позволяет формировать более предсказуемые условия для осуществления инвестиций. В странах ОЭСД регулирование в сфере экономики направлено на расширение роли рынков в новые области деятельности. Государственные средства занимают значительное место в финансировании R&D, особенно в Европе. В результате венчурные инвестиции особенно эффективно работают в Европе, поскольку европейские исследователи лидируют в области технологий охраны окружающей среды. В то же время государственная политика старается оказывать поддержку и отдельным лицам, с тем чтобы они могли воспользоваться благами, являющимися результатом процесса глобализации. В Европе это проявляется, отчасти, в поощрении персональных пенсионных счетов в качестве метода решения проблем пенсионного кризиса. Политики



Евросоюза начинают должным образом расценивать поступающие к инвесторам средства прямых инвестиций как источник доходов и диверсификации, и частным лицам разрешается участвовать в прямом инвестировании через свои персональные пенсионные счета. Однако, поскольку фирмам прямых инвестиций позволено получать средства с рынка розничных пенсионных сбережений, они становятся объектами более строгих правил лицензирования и регулирования. Усмотрев в этом благоприятную возможность, основные (mainstream) управляющие компании, обладающие знанием розничного рынка ценных бумаг и хорошо развитыми системами администрирования и соответствия правилам, начинают предлагать использование механизмов

**Рисунок 10. Сценарий 3**



прямых инвестиций для персональных пенсионных счетов. Выход основных компаний управления активами на рынок прямых инвестиций порождает конкуренцию за активы,

особенно между фондами средней величины. Таким образом, средняя производительность фондов выкупов уменьшается, даже несмотря на то, что определенная группа фондов – в основном базирующихся на оффшорных территориях и обслуживающих только институциональных инвесторов – продолжает генерировать более высокие доходы. В развивающемся мире капитал прямых инвестиций делает основной вклад в рост перспективных локальных и региональных компаний и активно участвует в финансировании инфраструктурного развития.

## 5.2. Глобальная политика и безопасность

Соединенные Штаты возвращаются к принципу многосторонних отношений и поддерживают обновление международных организаций. В то же время «мягкая власть» Евросоюза способствует расширению его влияния, что увеличивает весомость Евросоюза на мировой дипломатической арене. В его границы входят Хорватия (2011 г.), Сербия (2014 г.) и, наконец, Турция (2018 г.). Европу все чаще рассматривают как образец для подражания в XXI веке. Восточная Азия стремится следовать примеру Евросоюза, используя блок АСЕАН в качестве базиса для более тесной экономической и политической интеграции.

США поддерживают обновление и укрепление международных организаций, способных отвечать на вызовы XXI века. В число стран «Большой восьмерки» (G8) входят Индия и Китай, превращая ее в «Большую десятку». ООН усиливает свою деятельность по сохранению мира и играет ключевую роль в обретении Палестиной государственности в 2014 году.

Управление международными организациями, такими как Мировой Банк и IMF, перестраивается с целью лучшего со-

ответствия резко возросшему экономическому влиянию Китая и Индии. В результате эти страны играют более важную роль в формировании планов работы названных учреждений и поэтому более склонны к тому, чтобы придерживаться международных норм прозрачности и управления в своих политических и экономических отношениях с Африкой.

Возрастающее число стран Африки, находящихся к югу от Сахары, вступают в благотворный период политической стабильности, лучшего управления, экономического роста и борьбы с бедностью. В Африке отмечается значительный прогресс в борьбе против СПИДа. Угроза терроризма сохраняется, однако битва за «сердца и умы» начинает выбивать почву из-под ног экстремистов. Более того, поскольку такие государства, как Сомали и Афганистан, постепенно переходят к более эффективным и стабильным моделям управления, число потенциальных «безопасных гаваней», в которых могут укрыться террористы, постепенно сокращается.

### 5.3. Ресурсы и окружающая среда

Между странами, потребляющими энергию, проходят многосторонние переговоры, в результате которых улучшается доступ к энергоносителям для Китая и Индии. Укрепление сотрудничества между странами-потребителями помогает сбалансировать мощь Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК) и России. В результате возросшей энергетической кооперации и решительного перехода к возобновляемым источникам энергии цены на энергоносители становятся более умеренными.

Соединенные Штаты, Китай и Индия принимают участие в глобальных обсуждениях климатических проблем, что приводит к ратификации в 2012 году документа, являюще-

гося «преемником» Киотского протокола<sup>22</sup>. Китай и Индия устанавливают предельные значения уровней загрязнения окружающей среды для разных секторов промышленности. Рынок по торговле правами на вредные выбросы соединенный углерода расширяется как географически – принимая в свой состав и США, и некоторые развивающиеся рынки, например Бразилию, – так и по горизонтали, с включением новых секторов, например транспорт. Под руководством Альберта Гора Мировой Банк занимается помощью развивающимся странам в их попытках противостоять изменениям климата и обеспечить экологически рациональное использование водных ресурсов. Европа является мировым лидером в переходе к «углеродно-нейтральной» экономике и вводит в практику «личную углеродную предельную норму» для своих граждан, что приводит к появлению инноваций и поддерживает создание новых рынков технологий, повышающих эффективность использования энергии. Новые стандарты биотоплива, разработанные в Европе, повышают спрос на более приемлемые с точки зрения экологии возобновляемые источники энергии и несколько уменьшают чрезмерную эксплуатацию пахотных земель.

Новые международные торговые соглашения сокращают тарифы на биотопливо, увеличивая таким образом спрос на те служащие возобновляемым источником энергии сельскохозяйственные культуры, которые дешевле выращивать и которые обладают большей углеродной эффективностью, причем бразильский этанол из тростникового сахара занимает среди них первое место.

---

22 Киотский протокол — международный документ, принятый в Киото (Япония) в декабре 1997 года в дополнение к Рамочной конвенции ООН об изменении климата (РКИК). Он обязывает развитые страны и страны с переходной экономикой сократить или стабилизировать выбросы парниковых газов в 2008-2012 годах по сравнению с 1990 годом. (Прим. пер.).

## 5.4. Интеграция

### 5.4.1. Торговля, инвестиции и потоки рабочей силы

При стабильной институциональной поддержке глобальная экономическая интеграция прогрессирует, и международные организации приспособляются к обусловленным глобализацией изменениям. Свободные рынки, поддерживаемые сильными институциональными организациями, доминируют в этом периоде.

Многосторонняя торговая система преуспевает и остается основной опорой глобальной экономической интеграции. Вслед за двухгодичным затишьем в 2010 году переговоры раунда Доха завершились, наконец, подписанием соглашения. Это соглашение служит импульсом для расширения торговли услугами и дает сильный толчок развитию международной торговли. По этому соглашению, в результате значительного уменьшения в США и Европе субсидий на сельское хозяйство развивающимся странам предоставляются намного лучшие возможности доступа к западным рынкам.

Препятствия для иностранных инвестиций также убираются, и они набирают силу. Обсуждается многостороннее соглашение по международному инвестированию и в 2018 году подписывается. Все это продолжает подкреплять процесс глобального объединения во многих областях.

Ослабление тревог по поводу террористических актов и уменьшение напряжения на Ближнем Востоке способствуют появлению в Евросоюзе и Соединенных Штатах более «приветливой» иммиграционной политики.

### 5.4.2. Международная гармонизация регуляторной сферы

Под влиянием успеха модели Евросоюза все больше областей экономической политики подвергаются международной координации и регуляторной гармонизации. Учрежден международный форум мировых ведущих экономических систем для координирования валютных курсов. Интернационализируются определенные аспекты финансового регулирования: Международные стандарты финансовой отчетности (IFRS) находят себе широкое применение (включая США), и все более обычным становится общее признание листингов ценных бумаг, торгуемых на фондовых биржах. В ВТО создана международная комиссия по вопросам конкуренции, которая должна заниматься проблемами роста концентрации многих отраслей промышленности в глобальном масштабе.

Как национальные, так и международные регулирующие органы во всем мире реагируют на проблемы финансовых рынков 2007–2008 годов усилением кооперации и контроля над такими прежде слабо регулируемыми рынками, как рынки кредитных деривативов. Банк международных расчетов (BIS) играет главную роль в координации регуляторных подходов к этим инструментам. Для организации надлежащего наблюдения за работой все более глобализирующейся и интегрирующейся системы биржевых торгов Международная Организация Комиссий по Ценным Бумагам (IOSCO) преобразуется в полноценную регуляторную организацию, облеченную всеми правами для осуществления наблюдения и правоприменения. IMF принимает на себя функции мониторинга глобального финансового окружения и координирования ответных мер различных властных структур по всему миру. Это приводит к стабилизации финансовых рынков, хотя и за счет некоторой потери инновационности.

К тому же разрабатываются международные регуляторные и налоговые методы преодоления нежелательных побочных эффектов экономической деятельности. Евросоюз активно стремится к интернационализации своего внутреннего регуляторного режима с целью создания «ровного игрового поля». Ратификация всеми основными экономиками документа-преемника Киотского протокола является наиболее очевидным примером успеха этих попыток Евросоюза. Кроме того, достигнуты международные соглашения относительно регулирования вредных выбросов в таких важнейших секторах, как авиация, кораблестроение, сталелитейная промышленность, горнорудная промышленность и т.д.

В результате успешной инициативы, осуществленной под руководством ООН, во многих юрисдикциях от инвесторов по закону требуется предоставлять отчеты о влиянии своей деятельности на общество и окружающую среду, которые подвергаются аудиторской проверке и одобрению. Сочетание этих мер увеличивает уровень затрат во многих видах экономической деятельности и уменьшает общую доходность, особенно в энергоемких секторах. Однако, поскольку это бремя равномерно распределено и имеет секторальную направленность, ни отдельные страны, ни регионы не несут значительных потерь. В итоге потери в некоторых секторах компенсируются за счет повышения эффективности и создания новых рынков.

## 5.5. Экономическая и социальная политика

### 5.5.1. Регулирование

Регулирование в сфере экономики направлено на распространение рыночных отношений в новые сферы деятельности и на усиление конкуренции в существующих областях. Регуляторные системы являются проактивными (предвосхищающими какие-либо события, а не реагирующими на них) и стремятся действовать путем использования рыночных стимулов. Однако либерализация с неизбежностью сопровождается перерегулированием, поскольку власти стремятся оградить общество от некоторых потенциально вредных последствий деятельности свободных рынков и конкуренции. Вводятся более строгие правила, касающиеся общества и окружающей среды, направленные на предотвращение пагубного влияния побочных эффектов экономической деятельности. Принцип принятия предупредительных мер – один из основных принципов регуляторной философии Евросоюза начиная с 1990-х годов – принят во многих странах в качестве базового для многих обязательных постановлений, направленных на защиту окружающей среды и интересов потребителей.

Система налогообложения также развивается, и ее направленность смещается с обложения налогами трудящихся к обложению той деятельности, которая оказывает вредное воздействие на окружающую среду. Европейский Союз распространяет свою власть на обсуждение налоговых соглашений между странами-членами. Чтобы противостоять налоговой конкуренции и «гонке по нисходящей» в налоговых ставках, в 2014 году Евросоюз договаривается о согласовании ставок налогов на корпорации и на природ капитал.



### 5.5.2. Социальная политика

Если значительная часть международного регулирования направлена на смягчение негативных побочных эффектов глобализации – сказываются ли они на окружающей среде, беднейших странах или финансовой стабильности, то внутренняя политика направлена на поддержку частных лиц, с тем чтобы помочь им воспользоваться выгодами глобализации, в то же время защищая их от наиболее разрушительных воздействий экономической нестабильности, вызванной глобализацией. В связи с этим государства стараются усовершенствовать систему социального обеспечения, чтобы создать большее равенство возможностей путем увеличения выбора и доступности общественных услуг, таких как здравоохранение, образование и пенсионное обеспечение. Государства видят свою роль в оказании помощи отдельным лицам в осуществлении правильного выбора путем предоставления им образования и информации.

Государства также все чаще начинают рассматривать частный сектор как своего партнера в деле предоставления общественных услуг. Кажется парадоксальным, но, чтобы привлекать инвестиции, защищать потребителей и обеспечивать равные возможности для всех, требуется расширение регулирования с установлением необходимых базовых правил. Задачей большинства регуляторных систем является максимизация доступа и расширение выбора для потребителей путем усиления конкуренции.

В то же время государства принимают на себя риски своих граждан, обеспечивая минимальный уровень и стандарты ассигнования (например, гарантируя минимальные нормы прибыли на персональные пенсионные счета). В ответ на это от граждан ожидается, что они будут нести большую ответственность за свой выбор. Этот минимальный уровень защиты – в сочетании с возможностью получить большие

выгоды – лежит в основе продолжающейся поддержки либеральной экономической системы по всей Европе и в Северной Америке.

### 5.5.3. Пенсионные системы

Выход на пенсию бывших бэби-бумеров оказывает давление на систему выплат пенсий из текущих доходов и на рынки акционерного капитала. Пенсионные схемы по месту работы – в основном закрытые для новых членов – уменьшают степень рисков, связанных с увеличением среднего возраста своих участников. Это касается перехода от акций к облигациям, что помогает получать доход по долгосрочным денежным обязательствам.

Большинство государств Запада реагирует на развивающийся пенсионный кризис, перенося на граждан ответственность за их пенсионные накопления. Евросоюз вводит обладающие правом перевода персональные счета пенсионных накоплений и активно стимулирует участие в них с помощью сочетания налоговых стимулов, проведения просветительских кампаний и обучения инвесторов. Подобные схемы вложений предлагают больше возможностей выбора для отдельных лиц, расширяя спектр активов, в которые им разрешено инвестировать, хотя на них и распространяются определенные строгие правила и ограничения. Эти попытки в целом успешны и приводят к увеличению вложений, и к 2020 году фундированные индивидуальные пенсии станут фундаментом пенсионных накоплений во многих европейских странах. По мере развития этой тенденции отдельные лица несут все большую ответственность за управление своими собственными пенсионными активами.

#### 5.5.4. Здравоохранение

Государственная система здравоохранения обеспечивает базовое бесплатное обслуживание для всех, но потребители могут предпочесть более высокие стандарты обслуживания за плату. Частные финансовые инициативы становятся механизмом предоставления выбора медицинских услуг в большинстве развитых стран. Инновации фокусируются на уменьшении стоимости, а не на развитии новых (более дорогих) средств лечения. Давление на стоимость здравоохранения и достижения технологий приводят к появлению «дистанционной медицины», позволяющей проводить определенные виды диагностики или анализов и тестов в отдаленных юрисдикциях. Китай и Индия получают выгоду от этой тенденции и становятся основными провайдерами услуг здравоохранения для пациентов с Запада.

#### 5.6. Экономический рост

Прогресс в деле либерализации торговли услугами и сельхозпродуктами способствует росту глобальной торговли, несколько ослабляемому введением налога на загрязнение окружающей среды и транспортными ограничениями. Как результат, глобальная экономика полна жизненных сил, и ее рост за этот период относительно устойчив. В целом, положительный экономический эффект глобализации распределяется относительно равномерно, как между странами, так и внутри отдельных стран. Инфляция остается умеренной в результате распространения финансовой дисциплины и доверия к денежно-кредитной политике на все большее число рынков.

Активно осуществляется зарубежное инвестирование, особенно иностранные прямые инвестиции (FDI), что приводит к заметному росту объемов FDI на глобальном уровне.

Многонациональные компании все менее ассоциируются со странами своего происхождения. Модели частно-государственного партнерства, введенные впервые в Великобритании в 1990-х годах, применяются все шире, в том числе и в развивающихся странах, что приводит к увеличению инвестиций в инфраструктуру. Риски разделяются между государствами, частным сектором и международными финансовыми организациями.

## 5.7. Финансовые рынки

Проблемы на рынках кредитов, возникшие в результате кризиса subprime в США в 2007 году, приводят к усилению международного сотрудничества и контроля над финансовыми рынками, что помогает обеспечить большую стабильность, хотя – в некоторой степени – за счет инноваций и роста. Особое внимание регуляторов уделяется созданию большей прозрачности на рынке сложных финансовых инструментов. К тому же предъявляются жесткие требования к использованию банками внебалансовых средств. Строгий регуляторный надзор и ограничения лимитируют дальнейшее развитие и расширение рынка кредитных деривативов.

Рынки акционерного капитала ослаблены снижением корпоративной доходности, происходящим в результате влияния на бизнес многих внешнеэкономических факторов. Реформы на европейских рынках ценных бумаг, введенные директивой «О рынке финансовых инструментов» (т.н. директива MiFID) в 2007 году, способствуют реструктуризации системы биржевой торговли в Европе, которая постепенно распространяется по всему миру. В ответ на возникновение конкуренции в сфере биржевой торговли ведущие мировые инвестиционные банки вводят в практику альтернативные торговые механизмы. Эти нововведения приводят к сни-

жению стоимости услуг и уменьшают ликвидность традиционных фондовых бирж. В конечном счете реформы распространяются таким образом, что рынки США, Европы и Азии оказываются связанными вместе на одной платформе. К 2020 году почти вся биржевая деятельность сосредоточена на двух глобальных фондовых биржах.

Эти события усиливают процесс глобальной финансовой интеграции и в сочетании с растущим использованием хеджевыми фондами и банками автоматизированных систем торговли ведут к увеличению корреляции между отдельными классами активов и регионами. Вследствие этого инвесторы отдают предпочтение тем классам активов, которые могут обеспечить дальнейшую диверсификацию, увеличивая таким образом спрос на альтернативные классы активов, такие как прямое инвестирование и инфраструктура.

## 5.8. Основные развивающиеся рынки

### 5.8.1. Китай

Китай все больше рассматривается в качестве внушающего доверие члена международного сообщества, поскольку поддерживает международные попытки в решении проблем, связанных с изменениями климата. Китай устанавливает более тесные связи с Европой. Вслед за олимпийскими играми 2008 года «пузырь» недвижимости в Китае «лопается», и китайское правительство идет на помощь некоторым из своих банков. Китайские финансовые и промышленные активы идут на продажу.

Когда Китай оправляется после кризиса, усовершенствование китайской банковской системы приводит к относительно уменьшению сбережений семей (поскольку кредит на нужды домашних хозяйств увеличивается и потребность

копить средства на обеспечение потребления уменьшается) и значительному росту потребления. Вместе с повышением курса валюты и резким подъемом спроса на внутреннем рынке внешний торговый баланс Китая становится отрицательным. Одновременно внешнеторговый баланс США становится положительным в связи с активизацией внешнеторгового сектора.

### 5.8.2. Индия

Индия добивается признания себя в качестве «великой державы» и с этих позиций старается урегулировать свои расхождения с Пакистаном и остальными соседями. Она также становится крупным центром научных и технологических исследований и разработок. Индия является основным бенефициаром соглашения раунда Доха, одним из самых важных достижений которого является снижение барьеров перед торговлей услугами. Высокообразованные индийские специалисты становятся основными поставщиками медицинских, юридических и финансовых услуг для стареющего населения США и Европы.

### 5.8.3. Россия

России не удастся диверсифицировать свою экономику, и ее рост замедляется. При том что российская экономика сильно зависит от экспорта энергоносителей, снижение цен на них влияет на экономический рост и ведет к деградации государственных финансов и обострению социальных проблем. Россия становится все более авторитарной, националистической и настроенной против Запада, рассматривая намерения Евросоюза присоединить к себе Турцию как угрозу.

#### 5.8.4. Другие развивающиеся страны

В результате усовершенствования систем управления и ускорения темпов роста ряд развивающихся стран Африки и Южной Азии становятся все более привлекательными для иностранных инвесторов. Упрочившиеся правовые и регуляторные условия содействуют появлению более предсказуемой среды для инвестиций. Африка получает наибольшую выгоду от завершения переговоров раунда Доха и последовавших ограничений субсидий на сельское хозяйство в США и Европе, которые дали импульс к развитию мощной сельскохозяйственной индустрии. Благодаря поддержке иностранных инвестиций появляются перспективы развития деятельности с более высокими уровнями добавленной стоимости, например, обработки сельхозпродукции.

### 5.9. Развитие индустрии прямых инвестиций

#### 5.9.1. Политика и регулирование

Тенденция к гармонизации регуляторной сферы находит свое отражение и в индустрии прямых инвестиций. Фирмы прямых инвестиций принимают международные стандарты оценок. Приведение в согласие по всей Европе налоговых ставок уменьшает налоговую конкуренцию между различными европейскими юрисдикциями, хотя это увеличивает притягательность оффшорных центров для прямых инвестиций и других инвестиционных механизмов.

Политики Евросоюза начинают по достоинству оценивать вклад прямых инвестиций в экономический рост, так же как и стоимость, которую они приносят инвесторам, особенно – как еще один хороший источник доходов и возможность диверсификации от публичных рынков, которые все более коррелируются с другими классами активов и регионами.

Прямые инвестиции становятся, таким образом, важной частью решения проблемы пенсионного обеспечения.

В своих попытках реформировать пенсионную систему власти стремятся поощрять индивидуальные накопления, расширяя возможности для частных лиц инвестировать в некоторые альтернативные классы активов (прямые инвестиции, инфраструктуру и хедж-фонды). Этому придается особенно важное значение как средству обеспечения диверсификации в то время, когда растет степень корреляции между классами активов. В 2011 году Евросоюз вводит новую директиву, которая открывает возможность рассматривать классы альтернативных активов с точки зрения механизмов коллективных инвестиций в рамках европейской схемы персональных пенсионных счетов. Это предоставляет розничным инвесторам прямой доступ к фондам прямых инвестиций и другим классам альтернативных активов как к компоненту их персональных пенсионных накоплений<sup>23</sup>. Фондам прямых инвестиций позволяет, таким образом, накапливать средства, предоставляемые индивидуальными розничными инвесторами, до тех пор пока это вписывается в контекст персональных пенсионных счетов, находящихся под строгим регулированием.

Прямые инвестиции становятся признанной составной частью индивидуальных пенсионных накоплений, хотя и подвергаются строгим ограничениям и правилам (например, доля альтернативных активов в индивидуальном пенсионном портфеле ограничена максимумом в 15%). Таким образом, прямые инвестиции поддерживают развитие систем фундированных пенсий в Европе и предоставляют розничным инвесторам возможность столь необходимой для них

---

<sup>23</sup> За рамками персональных пенсионных счетов розничные инвесторы могут иметь доступ к прямым инвестициям и другим альтернативным классам активов только посредством механизма котировки или через фонды фондов.



диверсификации. Как следствие того, что индустрия прямых инвестиций попадает под непосредственное влияние со стороны индивидуальных инвесторов, она становится объектом строгого регулирования. Регулирование направлено на защиту интересов инвесторов, корпоративное управление, раскрытие информации и конкуренцию.

Более того, любая фирма прямых инвестиций, стремящаяся предложить средства на рынке персональных пенсионных накоплений, начинает подвергаться новому порядку регулирования и лицензирования, производному от системы, относящейся к коллективным инвестиционным схемам. Возросшее в связи с новыми требованиями количество условий, которым надо соответствовать, и увеличившееся бремя администрирования – все это существенно увеличило накладные расходы индустрии. Крупные традиционные управляющие компании с налаженными функциями соблюдения соответствия правилам и административной инфраструктурой лучше позиционированы для деятельности в этих новых условиях. Те фирмы прямых инвестиций, которые предпочитают не рассматривать возможности, предоставляемые розничным рынком, пытаются обойти ограничения, налагаемые «навязчивым» европейским регуляторным окружением, помещая юридический адрес компании в оффшорные зоны (если они там еще не находятся) и работая с институциональными клиентами.

Тем временем, несущее ответственность перед обществом инвестирование превращается из нишевого сегмента в общепризнанный элемент основного потока инвестирования. Политика социально ответственного инвестирования (SRI) применяется по отношению к своим портфелям подавляющим большинством пенсионных фондов. Доверительные собственники пенсионных накоплений, несущие ответственность за соблюдение этой политики, применяют к своим прямым инвестициям требования соответствия тем

же стандартам, как и на рынке публичного акционерного капитала. Компании прямых инвестиций сталкиваются с проблемами (и затратами), связанными с интегрированием социальных и экологических интересов в их инвестиционные решения и надзором за выполнением тех же принципов их портфельными компаниями. К 2009 году пенсионные доверительные собственники начинают требовать от фондов прямых инвестиций, чтобы они отчитывались о соблюдении их портфельными компаниями интересов общества и охраны окружающей среды. Хотя дополнительные затраты на отчетность легко переносятся крупными фондами выкупов, они ложатся тяжким бременем на небольшие фонды, в частности венчурные.

### 5.9.2. Приток капитала и масштабы индустрии

Успешное внедрение индивидуальных пенсионных счетов поднимает уровень накоплений в разных частях Европы, компенсируя в некоторой степени сокращение активов вследствие выхода на пенсию поколения бэби-бумеров. Часть этих новых поступлений помещается в прямые инвестиции, что в целом увеличивает объем капитала прямых инвестиций в Европе. Существенной частью этих поступлений завладевают новые участники рынка. В результате регуляторных изменений, которые ведут к увеличению розничного инвестирования в прямые инвестиции, индустрия широко распространяется по Европе.

Появление розничных инвесторов на рынке прямого инвестирования приводит к размыванию границ между прямыми инвестициями и традиционным сектором паевых инвестиционных фондов. Основные компании по управлению активами начинают разрабатывать продукты прямого инвестирования (фонды выкупов и венчурного капитала) для персональных пенсионных счетов – иногда в виде совместных предприятий с фирмами прямых инвестиций – наря-

ду с их более традиционными продуктами. В создаваемых фондах имеет место значительное новшество: различные классы активов комбинируются в соответствии с конкретными параметрами, потребностями и склонностями к риску отдельных инвесторов. Для работы на розничном рынке создаются многочисленные фонды фондов. Растущее число фондов смешанного типа (гибридных) инвестируют как в публичные, так и в частные компании. «Промышленные посредники», которые оценивают характеристики фондов выкупов и качество управления (такие как Morningstar), упрочивают свое положение. Понятия «маркетинг» и «распределение» входят в лексикон прямого инвестирования. Больше всего выгод от этой тенденции получают основные крупные управляющие фирмы с известными брендами (например, Fidelity).

### 5.9.3. Способности и навыки

Из-за того, что прямые инвестиции становятся менее прибыльными по причине конкурентного давления на структуру вознаграждений со стороны новых участников, некоторые из самых талантливых финансистов уходят из индустрии или перебираются в другие юрисдикции. Это усиливает падение средней производительности прямых инвестиций. В розничном сегменте для успешного участия в конкуренции необходимы знания и навыки в сферах маркетинга, продаж и распределения.

### 5.9.4. Сегмент выкупов

#### Конкуренция и структура индустрии

Крупные традиционные фонды выкупа по большей части игнорируют розничных инвесторов по причине связанных с обслуживанием этого рынка высоких расходов на регулиро-

вание, администрирование и достижение соответствия разным правилам. Они фокусируются на своей традиционной базе клиентов – пенсионных и дарственных фондах. В то время, когда на европейских рынках налоговые ставки все больше подвергаются регулированию и согласованию и при этом уничтожаются налоговые преимущества, сохраняющиеся в более доброжелательных к бизнесу странах, традиционные фирмы выкупов размещают свои операции (или их часть) за границей. Деньги институционалов перетекают в избранную группу наиболее эффективно работающих фондов, находящихся в оффшорных юрисдикциях. Индустрия выкупов подразделяется таким образом на два сегмента: строго регулируемый – на родине, и не подвергающийся регулированию – традиционный оффшорный сегмент. Традиционные фонды средней величины, уровень развития которых не достаточен, чтобы оторваться от общей массы новых участников из сферы управления капиталом, разоряются.

Традиционная индустрия управления фондами извлекает большую выгоду из успеха схемы индивидуальных пенсионных накоплений, и активы под управлением быстро растут. Поскольку управляющие компании набираются опыта и приобретают масштабность в процессе развития фондов прямого инвестирования и управления ими, они начинают выбирать себе клиентов с более высокой стоимостью, предлагая им более конкурентоспособные схемы вознаграждений. Они постепенно захватывают долю рынка, занимаемую традиционными фондами выкупов, снижая при этом размеры вознаграждений по всей индустрии.

Еще одним источником конкуренции являются институциональные инвесторы с большими насыщенными портфелями, которые для осуществления прямых инвестиций создают свои собственные команды выкупов. Крупные компании по финансированию выкупов стремятся избежать конкуренции со стороны новых участников, направляя свою деятель-

ность на более крупные сделки (которые недоступны для небольших розничных фондов). В своих дальнейших попытках уменьшить конкуренцию крупные фирмы все больше «синдицируют» части акционерного капитала приобретенных фирм со своими соперниками, многие из которых являются подразделениями прямого инвестирования управляющих фондами фирм.

### Характеристики деятельности

Вхождение основных компаний по управлению активами в пространство выкупов усиливает конкуренцию за активы, особенно между фондами средней величины. Введение нового регуляторного режима для прямого инвестирования в сочетании с требованиями увеличить социальную ответственность инвестиций значительно поднимает для фирм по финансированию выкупов уровень затрат на ведение своего бизнеса. Таким образом, средняя производительность фондов выкупов уменьшается, даже несмотря на то, что отдельная группа фондов – в основном базирующихся за границей и только обслуживающих институциональных инвесторов – продолжает генерировать большие доходы. Увеличивается разрыв по производительности между фондами, принадлежащими к верхней квинтили, и фондами-среднячками. В то время как средний уровень доходов уменьшается, данный сектор тем не менее продолжает создавать стоимость, благодаря его низкому уровню корреляции с более традиционными классами активов.

Рынки долговых обязательств остаются стабильными и ликвидными и обеспечивают рынок выкупов достаточным количеством кредитов. Учреждения и состоятельные лица, имеющие доступ к оффшорным фондам, принадлежащим к верхней квинтили, вполне удовлетворены своими впечатляющими доходами. Однако фонды средней величины, крепко

связанные со своей родной почвой, «затоплены» наплывом новых участников, и их доходы существенно уменьшаются.

### Собственность и управление

С выходом на рынок основных управляющих компаний, структуры управления и вознаграждения сближаются с аналогичными структурами традиционного управления фондами. Снижение среднего уровня доходов уменьшает суммарное вознаграждение генеральных партнеров. Более того, уровни удерживаемого вознаграждения теряют свою неприкосновенность и устанавливаются в результате договоренности между генеральными партнерами и партнерами с ограниченной ответственностью.

Несмотря на то что некоторые фирмы выкупов приобретают возможность участвовать в публичных листингах, их деятельность не вполне отвечает требованиям, предъявляемым к котируемым компаниям. Учредители этих фирм также стремятся выйти из своих инвестиций, продавая доли участия следующему поколению управляющих или другим фирмам, в том числе основным компаниям по управлению активами, стремящимся войти в этот рынок.

#### 5.9.5. Сегмент венчурного инвестирования

Государственные субсидии играют важную роль в финансировании исследований и разработок, особенно в Европе. Финансирующие организации, действующие на уровне Евросоюза и отдельных государств, инвестируют без посредников или выступают в качестве соинвесторов с венчурными фондами, инвестирующими в компании ранних стадий. Помимо предоставления средств из бюджета государственные органы вырабатывают дополнительные налоговые стимулы для венчурных фондов «чистых технологий», что приводит к подъему инвестирования в этот сектор (см. Врезку 8).

В целом, государство играет важную роль в принятии решения о том, каким секторам следует отдавать предпочтение, и в распределении ресурсов в эти сектора. Таким образом, государство становится основным источником капитала для фондов инвестирования компаний ранних стадий. Однако оно возлагает обязанности по фактическому управлению инвестициями на частный сектор.

На большей части политического пространства доминируют соображения охраны окружающей среды, и поэтому основная область роста для венчурных инвестиций находится в сфере природоохранных интересов, где мощная международная система поддерживает инвестирование в новые технологии. Особенно хорошо работает венчурный капитал в Европе, поскольку европейские исследователи лидируют в разработке природоохранных технологий. Инвесторы пользуются преимуществами большого выбора относительно высококачественных растущих компаний, которые завершили свои ранние фазы развития, спонсированные государством.

#### **5.9.6. Прямые инвестиции на развивающихся рынках**

Вслед за кризисом банковской системы в Китае, компании, занимающиеся финансированием выкупов, активно работают над реструктуризацией китайской индустрии. Кроме того, многие частные фирмы, получившие прямые инвестиции, организуют проведение своих исследований и разработок в Китае и Индии, чтобы воспользоваться существующими там достижениями научных исследований в таких областях, как биотехнологии, создание лекарств и нанотехнологии.

Капитал прямых инвестиций играет главную роль в поддержке экономического роста развивающихся стран, обеспечивая капитал роста перспективным местным и региональным компаниям и участвуя в финансировании развития инфраструктуры. Постепенный выход Африки из состояния

нищеты открывает новые возможности для компаний прямых инвестиций, сосредоточенных на финансировании венчурных стадий и стадии расширения.

### Врезка 8. Инвестиции в науку и технологии

#### Науки о жизни

Новые достижения в области наук о жизни происходят в строгих регуляторных рамках, что продиктовано мерами предосторожности. Это замедляет внедрение ряда противоречивых новых технологий, включая генную инженерию и нанотехнологии. На международном уровне в деле решения наиболее серьезных задач в области охраны здоровья (например, разработка вакцин против пандемических заболеваний, СПИДа, малярии и т.д.) основное предпочтение отдается частно-государственному партнерству.

#### Здравоохранение

Инновации в основном направлены на снижение стоимости, а не на развитие новых (но более дорогих) способов лечения. В центре внимания инвесторов находятся технологии, способствующие аутсорсингу некоторых медицинских услуг (например, технологии создания и обработки изображений).

#### Охрана окружающей среды

Распространение торговли правами на загрязнение окружающей среды приводит к образованию огромного рынка чистых технологий и стимулирует появление в этом секторе инноваций. Происходит буквально «взрыв» технологий и продуктов, позволяющих уменьшить бытовые вредные выбросы углеродных отходов (например, энергосберегающие осветительные лампы, солнечные панели и т.д.). Возвращаются водородные технологии. Технологии обработки воды, включая ее опреснение, также находятся в центре внимания инвесторов.



**Информационно-телекоммуникационные технологии (ИСТ)**

Усовершенствования инфраструктуры ведут к быстрому распространению в развивающихся странах доступа к Интернету. Фирмы финансовых услуг получают выгоду от получения непосредственного доступа к новым сегментам потребителей из развивающихся стран. Наиболее активно покупаются потребителями открытые программные средства, что подрывает успех бизнес-моделей признанных участников рынка.

## 5.10. Основные этапы

	Макроокружение	Окружение на уровне индустрии
2008	Соглашение о новых полномочиях для международных финансовых регуляторов	Беспорядок на глобальных финансовых рынках  Доверительные собственники пенсионных накоплений начинают требовать отчетов о соблюдении политики социально-ответственного инвестирования (SRI) от своих управляющих фондами прямых инвестиций
2011	Крах системы недвижимости в Китае  Переговоры в Дохе успешно завершились	Евросоюз вводит коллективные правила инвестирования для альтернативных классов активов
2014	Начинает работать инициатива ООН по введению обязательной отчетности по социальным вопросам и в отношении охраны окружающей среды  Ратификация пост-киотского соглашения по климату  Палестина приобретает статус государства	Традиционные управляющие фондами компании начинают предлагать продукты прямого инвестирования  Согласование ставок налога на корпорации в Европе
2016	Принято многостороннее соглашение по иностранным инвестициям	
2020	Турция присоединяется к Евросоюзу	Персональные пенсионные счета становятся основой пенсионных накоплений на большей части территории Евросоюза

## 6. Сценарий 4: Движение на Восток

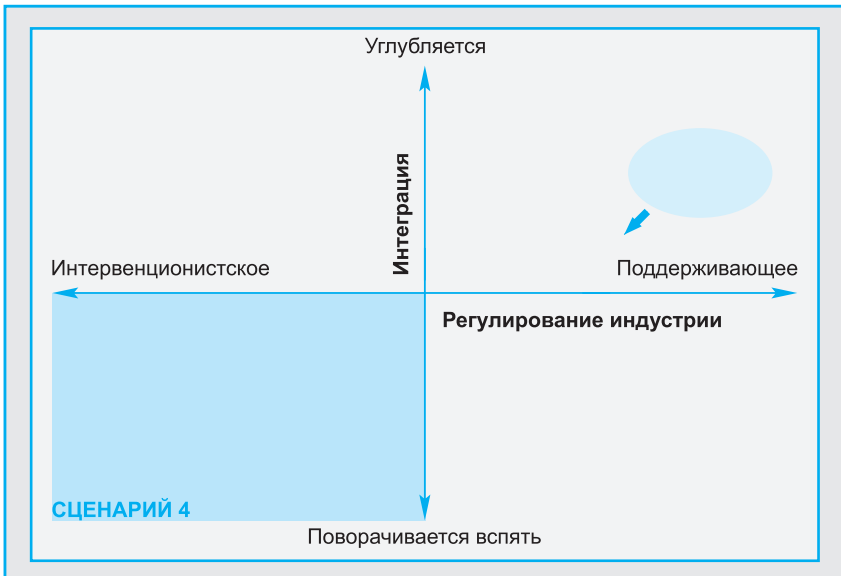
### 6.1. Общее представление

Условия глобальной безопасности ухудшаются, при этом США более не рассматриваются как безусловный гарант глобальной безопасности, и нет другой страны, которая могла бы или хотела бы принять на себя эту миссию. Европа «увязла в трясине» экзистенциального и экономического кризиса, что уменьшает ее потенциал на международной арене. В то время, когда Европа и Соединенные Штаты переживают возрастание экономических и социальных проблем, Китай добивается все больших успехов в развитии новейших технологий и успешно конкурирует в сложных областях экономической деятельности, включая исследования, развитие новых продуктов и маркетинг. Индия также превращается в мирового лидера в секторе информационных технологий, и индийские компании прогрессируют от предоставления услуг аутсорсинга и консалтинга к развитию новейшего программного обеспечения и Интернет-сервиса. Соединенные Штаты и Европа оказываются в ситуации, когда их конкурентоспособности серьезно угрожает прогресс Китая и Индии в области дорогостоящих товаров и услуг и перемещение корпоративных штаб-квартир в Азию.

Происходящая вследствие этого потеря рабочих мест среди высококвалифицированной рабочей силы в странах ОЭСД вызывает сильное политическое давление, приводящее к наложению суровых торговых ограничений и в конечном итоге к разрушению многосторонней торговой системы. На внутреннем рынке негативное отношение к глобализации приводит к тому, что в ряде европейских стран электорат покидает центристские позиции и уходит «влево» (или склоняется к «крайне-правым»). В ответ на это правительства применяют регулирующие меры в режиме «жесткой руки»,

чтобы обуздать этот «произвол капитализма». Несмотря на попытки формирования более гуманного образа индустрии (например, путем принятия кодекса поведения), прямые инвестиции становятся «козлом отпущения» для множества экономических и социальных проблем. Применение жестких регуляторных мер поднимает затраты индустрии (например, в результате увеличения налогов) и ограничивает ее свободу действий (например, путем введения более строгих правил, регулирующих рынки труда), уменьшая таким образом способность индустрии создавать высокие доходы. Небольшие компании по финансированию выкупов, занимающиеся в основном операциями на уровне регионов, менее всего в состоянии справиться с этим регуляторным бременем, и многие из них покидают рынок. Венчурное инвестирование в Европе и США также оказывается перед лицом нехватки инвестиционных возможностей в результате

**Рисунок 11. Сценарий 4**



уменьшения финансирования исследований и разработок, как со стороны корпораций, так и государства. Поскольку Китай и Индия достигают все большего уровня мастерства в инновациях, центр тяжести венчурного инвестирования сдвигается в сторону Азии.

## 6.2. Глобальная политика и безопасность

Неудача попыток США в достижении намеченных целей провозглашает начало сдвига в сторону создания многополярного мира, в котором Китай увеличивает свое относительное влияние (см. Врезку 9). Условия безопасности ухудшаются, Соединенные Штаты более не рассматриваются в качестве главного гаранта глобальной безопасности, и нет другой страны, которая могла бы или хотела бы принять на себя эту миссию. Европа погрязла в экзистенциальном и экономическом кризисе, что уменьшает ее потенциал на международной арене. Отдельные государства-члены Евросоюза в своей иностранной политике преследуют свои собственные цели, хотя их влияние на общую мировую картину существенно ограничено.

В ответ на уменьшение влияния и могущества США, Япония укрепляет свой наступательный потенциал на земле, в море и в воздухе и продолжает разработку ядерного оружия как сдерживающего фактора. В 2014 году Япония выходит из Договора о нераспространении ядерного оружия и провозглашает себя в качестве ядерной державы.

Международные организации, такие как IMF и Мировой Банк, не сумели должным образом отреагировать на изменения в расстановке политических и экономических сил, в связи с чем они все дальше отесняются на край игрового поля и страдают от недостатка финансирования.

### 6.3. Ресурсы и окружающая среда

Наряду с тем, что США воспринимаются как теряющие свою мощь, они встречают все больше препятствий на пути обеспечения гарантированного доступа к запасам нефти и газа. Китай и Индия извлекают выгоду из растущих антиамериканских настроений в основных экспортирующих нефть странах, таких как Венесуэла и Иран.

Цены на нефть чрезвычайно изменчивы в результате геополитической нестабильности, изменяющегося баланса сил и неравномерного характера развития. Замедление развития, особенно в Соединенных Штатах и Европе, уменьшает потребности в энергии. Неспособность финансировать в достаточной степени новые добывающие производства, особенно на Ближнем Востоке, означает, что поставщики испытывают нехватку средств и беззащитны перед разрушительными воздействиями.

Государства все чаще стремятся гарантировать поставки энергии при помощи заключения долгосрочных контрактов, усиленных дипломатическими и военными узами. Это благоприятствует сильным государствам и ставит в невыгодное положение малые импортирующие нефть страны, которые в результате вынуждены платить бóльшую цену и к тому же испытывают перебои в поставках. Для многих стран реальной альтернативой становится атомная энергия, вырабатываемая в ядерных реакторах.

Отсутствие международной кооперации мешает прогрессу в противостоянии изменениям климата. Непостоянство цен на энергоносители оказывается препятствием для осуществления инвестиций в технологии возобновляемой энергии, и Евросоюзу не удается выполнить поставленные им в 2007 году цели по использованию возобновляемых источников энергии. Государства уделяют внимание главным образом

последствиям изменений климата, вместо того чтобы пытаться предотвращать сами изменения.

Изменения климата ведут к снижению продовольственной безопасности в районах Азии, Африки и Латинской Америки. Страны с развитым сельским хозяйством вводят ограничения на экспорт, чтобы снизить отечественные цены. Бедным импортирующим продовольствие странам приходится платить за него очень высокие цены и субсидировать отечественных потребителей.

### **Врезка 9. Иран превращается в регионального гегемона**

В 2009 году американцы выводят большую часть своих войск из Ирака, не оставив взамен стабильного политического и регионального устройства. Страна все дальше впадает в состояние анархии и насилия, когда убийства, приобретающие характер геноцида, и нескончаемые потоки беженцев разжигают гуманитарный кризис.

Оглядываясь на прошлое, можно видеть, что пагубное наследие военной авантюры США в Ираке является главным поворотным моментом в развитии глобальной силовой политики, наподобие того, что Суэц представлял для Великобритании и Франции. США не в состоянии помешать осуществлению ядерных амбиций Ирана – ни путем переговоров, ни с помощью военного вмешательства – и Иран развивается, приобретая статус гегемона в ближневосточном регионе. Нефтедобывающие государства Персидского Залива больше не рассматривают США в качестве основного гаранта своей безопасности, и баланс власти сдвигается к востоку в сторону Китая и Индии. Потеря Соединенными Штатами власти и уважения является в основном «выигрышем» Китая. Китай распространяет свое влияние на развивающийся мир.

## 6.4. Интеграция

Китай добивается все больших успехов в развитии самых современных технологий и успешно конкурирует в таких сложных областях деятельности, как исследования, разработка новых продуктов и маркетинг. Это позволяет китайским компаниям участвовать в международной конкуренции в областях с более высокой добавленной стоимостью. Индия также превращается в мирового лидера в секторе информационных технологий, и индийские компании переходят от предоставления услуг аутсорсинга и консалтинга к развитию новейшего программного обеспечения и Интернет-сервиса, соперничая с Microsoft, Google, IBM и подобными им компаниями. В ответ на это «перемещение» возможностей на Восток, в 2011 году IBM переносит свою корпоративную штаб-квартиру в Индию. Другие американские и европейские компании следуют их примеру и переносят основную управленческую деятельность ближе к центру своих операции в Азии.

Конкурентоспособности США и Европы серьезно угрожает продвижение Китая и Индии в сферу производства дорогостоящих товаров и услуг и миграция корпоративных штаб-квартир в Азию. Происходящая вследствие этого утрата рабочих мест среди наиболее высококвалифицированной рабочей силы в странах ОЕСД приводит к возникновению необходимости политического вмешательства.

В 2013 году Европа и США налагают строгие ограничения на торговлю с Китаем по широкому спектру товаров. Китай отвечает тем же, что приводит к окончательному разрушению многосторонней торговой системы. Экспорт Китая снижается из-за протекционистской политики Соединенных Штатов и Евросоюза. Вследствие этого в Китае происходит резкое изменение в обратную сторону активного сальдо по текущим счетам. Накопление в Китае долларовых активов



также прекращается, что приводит к исчезновению основного источника спроса на американские ценные бумаги и поддержки доллара.

Япония испытывает косвенное воздействие этой торговой войны из-за осуществленного ею большого объема инвестиций в Китай и другие регионы Восточной Азии. Чтобы обойти ограничения по торговле, японские многонациональные компании стараются по возможности перенести производство из Китая в Японию, а также в США и Европу.

Ограничениям на торговлю сопутствует расширение валютного и финансового контроля, что большей частью оправдывается стремлением «обуздать спекулянтов».

## 6.5. Экономическая и социальная политика

### 6.5.1. Нарушения социального контракта

Возрастающие в Европе и США экономические и социальные проблемы все чаще приписываются следствиям глобализации и политики свободного рынка. Провал попыток системы социального обеспечения создать экономическую безопасность приводит к появлению негативного отношения к глобализации и политической нестабильности в определенных европейских государствах. Европейские политики усваивают антикапиталистические настроения и уходят «влево» (или, в некоторых случаях, примыкают к «крайне правым»). Правительства рассматривают социальные проблемы «сверху вниз», навязывая решения и ограничивая возможность выбора.

Однако эти решения оказываются неуместными и в состоянии сдерживать развитие «болезненного» состояния экономики и общества. Растущая безработица приводит к кризису в

Европе и окончательному развалу еврозоны к 2015 году, что влечет за собой возврат Европы к дифференцированным рынкам долговых обязательств – страны с более слабыми государственными финансами сталкиваются с соответственно более высокими стоимостями финансирования, поскольку они конкурируют за капитал с развивающимися рынками, в то время как эффективно работающие государства больше соперничают в сегменте AAA<sup>24</sup>.

Правительства, оказавшись перед фактом возрастающих уровней дефицита и государственного долга, прибегают к увеличению скорости инфляции – как для того, чтобы ввести инфляционный налог, так и чтобы постепенно уменьшить стоимость своих обязательств. Для достижения этой цели Италия, Греция и ряд стран Центральной Европы возвращаются к практике политического контроля над своими центральными банками.

Экономические трудности региона сопровождаются усилением национализма и социального напряжения. Богатые жители Европы заботятся о себе сами и становятся менее обязанными общественной демократической модели за свое благополучие. В Европе к власти приходит ряд крайне-правых националистических и популистских партий. После длительного периода затишья наблюдается активизация вступления в члены профсоюзов, при этом организуются эффективные международные объединения профсоюзов, что усиливает их роль в переговорах с нанимателями.

Политические установки склоняются к перераспределению богатств. Столкнувшись с увеличением разрыва между доходами и расходами, правительства ищут новые источники получения доходов от налогов. Националистические настроения и страх перед появлением безработицы вызывают

---

<sup>24</sup> Сегмент AAA, или 3A (authentication, authorization, administration) – аутентификация, авторизация, администрирование. (Прим. пер.)

ограничение иммиграции, что способствует повышению коэффициента зависимости. Соединенные Штаты испытывают те же проблемы, но в меньшей степени, благодаря тому что рынок труда в них более гибок и демографическая ситуация более благоприятна.

### 6.5.2. Регулирование становится ограничительным

Правительства начинают принимать жесткие меры регулирования, чтобы обуздать «произвол капитализма». Регулирование рынков труда становится чрезвычайно ограничительным, и в результате становится гораздо труднее и затратнее увольнять работников, особенно в условиях рентабельности. Зарплаты руководителей высшего звена, особенно в секторе финансовых услуг, все больше становятся объектами пристального внимания СМИ и политиков, и это ведет к лимитированию вознаграждений и бонусов.

В западных странах растущее недоверие к бизнесу распространяется на науку и инновации, и принимаются меры предосторожности, порой чрезмерные, против рисков, связанных с новыми технологиями, особенно в таких неоднозначных областях, как биотехнологии, генетика и нанотехнологии. Эти области подвергаются строгому регулированию, а государственное финансирование научных исследований лимитировано. В целом, следствием регулирования является ограничение рыночной деятельности и сдерживание инноваций.

### 6.5.3. Пенсии и здравоохранение

Низкие темпы роста, слабые финансовые рынки и снижение уровня занятости оказывают огромное давление на схемы выплат пенсий из текущих доходов и фондируемых пенсий. Государства не обладают ни ресурсами, ни политиче-

ским капиталом, чтобы справиться с кризисом пенсионной системы, и вынуждены прибегнуть к увеличению налогов, чтобы материально поддержать стареющее население. Это приводит к огромному перераспределению богатств между поколениями, нарушающему социальную гармонию. Правительства все больше вводят практику проверки нужды, что ведет к двухъярусной системе: бедные слои населения связаны со старой системой выплаты пенсий из текущих доходов, предоставляющей наименьшие выгоды, а средние классы вырабатывают собственные методы удовлетворения своих пенсионных нужд. Аналогичная ситуация имеет место и в здравоохранении, поскольку общественные стандарты ухудшаются и богатые все чаще прибегают к услугам платной медицины.

## 6.6. Экономический рост

Всеохватывающее наложение ограничений на торговлю во всех главных экономиках ведет к существенному ослаблению международной торговли и резкому падению глобального роста. Увеличение тарифных ставок и прочие препятствия ведут к росту цен на ходовые товары, усиливая инфляцию. Ограничения на торговлю сопровождаются последующим давлением на иностранные инвестиции, ограничивая таким образом зарубежные слияния и поглощения.

Снижение темпов экономического роста среди стран ОЕСД оказывает негативное влияние на государственные доходы. В Европе правительства увеличивают налоги, чтобы расплатиться со стареющим населением, содействуя тем самым дальнейшему замедлению роста экономики. Увеличение государственного дефицита и расширение государственного долга ведет к ускорению инфляции и повышению номинальных ставок процента. Подъем инфляции усиливается в результате распада еврозоны и потери центральными банками

некоторых стран своей независимости. Деградация государственных финансов означает также уменьшение объемов государственных средств, предоставляемых на исследования и разработки. Конкуренентоспособность Европы продолжает снижаться относительно азиатских экономик и других ведущих развивающихся рынков, таких как Бразилия.

## 6.7. Финансовые рынки

Последствия кризиса subprime будут еще долго сказываться и надолго повредят подвергшуюся дезинтермедиации финансовую модель. Банки возвращаются к включению риска в свои балансовые отчеты, и условия кредитов становятся намного более ограничительными.

Слабый спрос в сочетании с повышением налогов и процентных ставок оказывает давление на прибыльность корпораций. Доходы на рынках акционерного капитала не создают стимула, но обладают тем преимуществом, что обеспечивают защиту от инфляции. Увеличение выпуска в обращение государственных долговых обязательств ведет к вытеснению частных заемщиков и поднимает стоимость капитала для корпораций.

Попытки регулировать рынки вторичных ценных бумаг (деривативов) приводят к вытеснению коммерческой активности из Европы и США. Центр тяжести финансовых рынков сдвигается к Востоку, где ограничений меньше и инвесторы пользуются преимуществами более низких налоговых ставок.

## 6.8. Основные развивающиеся рынки

### 6.8.1. Китай

Китай добивается больших успехов в сфере научных инноваций, благодаря тому что большая часть китайских исследователей получили образование в Соединенных Штатах и Европе и вернулись работать на родину. Китайские исследователи выходят на лидирующие позиции в таких областях, как биотехнологии и нанотехнологии. Многие западные ученые переезжают в Азию, где финансирование достаточно щедрое и меньше ограничений на исследования.

Кроме развития своих способностей в сфере «прорывных» исследований, китайские компании достигают высокого уровня мастерства в производстве сложнейших потребительских товаров, которые начинают непосредственно конкурировать с ведущими западными брендами. К 2012 году Китай начинает экспортировать дешевые топливосберегающие автомобили, соответствующие западным стандартам качества, которые становятся популярными среди американских и европейских потребителей. В 2017 году Китай запускает свой первый широкофюзеляжный самолет, бросая вызов двум конкурирующим между собой компаниям – Boeing и Airbus. Этот новый самолет быстро завоевывает место на рынке Китая и становится популярным на региональных рынках и среди других развивающихся стран. По мере того как Китай становится богаче, его развитие становится более сбалансированным и все большее значение приобретает сфера потребления.

Установление ограничений на торговлю в 2013 году наносит ощутимый удар по китайскому экспорту и приводит к внезапному падению темпов экономического роста. Этот удар в некоторой степени смягчается благодаря возрастающему

значению в китайской экономике отечественного рынка потребления. Динамизм Китая в конце концов позволяет ему поднять экономику на прежний уровень, и торговые потоки в Азии начинают определяться в первую очередь китайскими потребителями.

Столкнувшись с протекционистской реакцией со стороны стран ОЕСД, Китай становится «носителем света» в сфере свободной торговли. Китайцы принимают активное участие в двусторонних дипломатических переговорах и заключают соглашения о свободной торговле с рядом стран. Остальная часть азиатского региона пользуется выгодами от динамизма Китая.

### 6.8.2. Индия

В Индии выдвигаются на первый план уже давно существующие напряженные отношения с Китаем. Стратегия Индии разделяется по двум направлениям – западному и восточному, но больше склоняется к последнему. Индия не в состоянии привлечь инвестиции, достаточные, чтобы заполнить пробелы в своей инфраструктуре, и вследствие этого страдает ее производственная база. В то время как Индия добивается успеха в заполнении своей продукцией отечественного рынка, где местные вкусы и предпочтения служат препятствием для иностранных поставщиков, она сталкивается с трудностями на рынках экспорта, где ей приходится конкурировать с Китаем. Однако научная и технологическая база Индии расширяется, позволяя ей сохранять способность соперничать с Китаем в таких областях, как информационные технологии и фармацевтическая промышленность.

### 6.8.3. Россия

Пока Европа находится в разгаре политического и экономического кризиса, Россия разворачивается в сторону более динамичного Китая для установления с ним связей в областях торговли и инвестиций. В то же время она с большими опасениями наблюдает за возрастающей силой Китая и конкурирует с ним за сферы влияния в Центральной Азии.

### 6.8.4. Другие развивающиеся страны

Другие развивающиеся страны стремятся подражать китайской модели экономического развития, но чаще всего без особого успеха, потому что плохо ее понимают. Страны Африки укрепляют свои партнерские связи с Китаем. Однако китайское лидерство не замещает того руководства, которое раньше обеспечивалось такими международными учреждениями, как Мировой Банк. Многие африканские страны снова попадают в долговую западню и никак не могут добиться прогресса в борьбе с нищетой. Увеличение цен на энергию и нехватка пищи во многих областях Африки, Южной Азии, Латинской Америки и Ближнего Востока ведут к повышению уровня социальной и политической нестабильности.

## 6.9. Развитие индустрии прямых инвестиций

### 6.9.1. Политика и регулирование

Несмотря на попытки сформировать свой более гуманный образ (например, путем введения кодекса поведения), прямые инвестиции становятся «козлом отпущения» для множества экономических и социальных проблем. Прямые инвестиции обвиняют в увеличении уровня безработицы и экспорте рабочих мест в Азию. В мире, где вера в бизнес в значительной



степени утрачена, индустрия прямых инвестиций рассматривается как воплощение худших сторон капитализма. В таком окружении политики не очень благосклонны к рынкам прямых инвестиций, которые им хотелось бы видеть более демократическими и более отзывчивыми на проблемы общества и окружающей среды.

В 2010 году происходит случай мошенничества, потрясший всю индустрию: один генеральный партнер уличается в том, что скрыл значительные убытки в своем портфеле путем фальсификации отчетов своим партнерам с ограниченной ответственностью. Это вызывает волнения среди институциональных инвесторов, политиков и публики. Индустрия становится предметом напряженных дебатов, которые – в противоположность тому, как это происходило в 2007–2008 годах, когда ей удалось победить в споре с ее оппонентами и избежать сурового регуляторного вмешательства – завершаются введением более строгого контроля и ограничительных правил. В этот период довольно сильна оппозиция индустрии, и оппозиция эта пользуется сильной политической поддержкой, в то время как сторонники индустрии со все большей неохотой выступают в ее защиту.

Среди прочего, изменения касаются также введения новых стандартов раскрытий и отчетности. Оценка портфельных компаний должна теперь проверяться и одобряться аудиторами. Почти по всей Европе сокращены возможности вычета процентных выплат по кредитам из налогооблагаемой базы. Под некоторыми юрисдикциями проценты по ссудам, обеспеченным акциями, начинают рассматриваться как дивиденды, что приводит к повышению налоговых ставок. Более жесткие обязательные постановления, относящиеся к рынку труда, мешают компаниям проявлять гибкость в регулировании своих затрат на рабочую силу. Практически запрещены прямые инвестиции в некоторые сектора, затра-

гивающие общественные интересы, например в сектор коммунальных услуг.

Сочетание этих мер приводит к значительному увеличению издержек прямого инвестирования, в то же время уменьшая его возможности. Хотя большинство из этих регуляторных инициатив направлено на индустрию выкупов, фирмы венчурного капитала также часто попадают в эти сети, подвергаясь чрезмерно усердному регулированию или неправильному применению правил. В таком «инквизиторском» окружении мишенью нападков становятся не только прямые инвестиции. Политики также стремятся сдерживать активность хедж-фондов. Побочным эффектом этого является дальнейшее сдерживание рынков долговых обязательств и увеличение стоимости кредитов.

### **6.9.2. Приток капитала и масштабы индустрии**

Деградация государственного финансирования приводит к расширению рынков государственных долговых бумаг, которые отвлекают на себя средства от других классов активов, включая прямые инвестиции. Сокращение притока капитала в прямые инвестиции усугубляется снижением доходов. Общие масштабы индустрии уменьшаются.

### **6.9.3. Способности и навыки**

Поскольку доходность прямых инвестиций находится под давлением регулирования и неблагоприятных условий на рынке, многие самые талантливые работники увольняются из компаний или покидают эту индустрию. Затем, вследствие учащения корпоративных банкротств и в связи с необходимостью перепрофилирования компаний, возникает огромная потребность в реструктурировании умений и навыков. Более враждебное регуляторное окружение создает

большой спрос на услуги юристов. Однако многие практикующие профессионалы предпочитают не сражаться с политиками, регулирующими органами и профсоюзами, а переместиться в более благоприятные азиатские юрисдикции.

#### 6.9.4. Сегмент выкупов

##### Характеристики деятельности

Регулирование увеличивает расходы фирм по финансированию выкупов, значительно уменьшая в то же время их способность создавать большие доходы. Обычно высокая производительность таких классов активов, как публичный акционерный капитал и долговые обязательства, также снижается.

##### Конкуренция и структура индустрии

Небольшие компании, занимающиеся финансированием выкупов, меньше всех способны справиться с регуляторной нагрузкой и испытывают наибольшие трудности в процессе мобилизации капитала. Многие из них вынуждены уйти с рынка. Компании, которые имеют представительства на территории Азии, все больше ориентируют свою деятельность в сторону Китая и Индии.

Индустрия выкупов в Европе буквально опустошается вследствие ухода с рынка многих фирм. Остаются только маленькие рынки выкупов, нацеленные на приобретение и реструктуризацию потерпевших неудачу компаний. Хотя в индустрии выкупов США дела обстоят не так плохо, она тоже испытывает затруднения в условиях неблагоприятного экономического окружения.

Снижение поступлений капитала в этот сектор в сочетании с уменьшением в нем количества участников приводит к уменьшению конкуренции на благо оставшихся игроков.

### Создание стоимости

Высокие кредитные спреды и жесткие условия кредитования ограничивают эффективность использования займов. Экономический спад в Европе приводит к уменьшению возможностей для капитала роста. Несмотря на это, капитал прямых инвестиций может иногда заполнить эту брешь, поскольку компаниям приходится иметь дело с ограниченным набором источников финансирования и высокой стоимостью заемных средств. Также существует возможность для фирм, занимающихся финансированием выкупов, приобретать разоряющиеся фирмы по сниженным ценам и перепрофилировать их (turnaround).

### Собственность и управление

Как следствие прозвучавших в рамках индустрии обвинений в мошенничестве, регуляторы выработывают строжайшие стандарты, управляющие деятельностью генеральных партнеров (в связи с их функцией доверенных лиц по отношению к партнерам с ограниченной ответственностью), что значительно снижает уровень их вознаграждений. Когда основатели компании хотят уйти из бизнеса, им очень трудно найти покупателя. Многие владельцы-управляющие принимают решение свернуть свою деятельность и продать свои фонды на вторичном рынке.

#### 6.9.5. Сегмент венчурного инвестирования

Венчурный капитал в Европе и Соединенных Штатах также имеет дело с недостатком хороших инвестиционных возможностей, что происходит в результате уменьшения финанси-

рования исследований и разработок, как со стороны корпораций, так и государств, а также вследствие общего недоверия к новым технологиям. Ученые и исследователи мигрируют в Азию, где отношение к новым технологиям, таким как биотехнологии, более благоприятно и государственное финансирование более доступно. В других секторах, например, охраны окружающей среды и здравоохранения, недостаточное государственное финансирование и отсутствие соответствующих структур снижают уровень появления инноваций и соответственно инвестиционных возможностей для частного сектора (Врезка 10). Многие фирмы венчурного капитала идут по следам представителей научного сообщества и также перемещают свою деятельность в Азию.

#### 6.9.6. Прямые инвестиции на развивающихся рынках

Успех национальной инновационной системы Китая и его лидерство в целом ряде технологических областей превращает Китай в благодатную для венчурных инвесторов территорию. Однако отношение китайского правительства и бизнесменов к иностранным инвесторам неоднозначно. Поскольку китайцы «отучили» себя от модели роста на основе экспорта и стали больше зависеть от внутреннего спроса, они меньше нуждаются в способности иностранных инвесторов открыть перед ними рынки для экспорта. Более того, китайцы достигли большого мастерства в деле коммерциализации новых технологий, и китайские фирмы венчурного инвестирования приобрели внушительные масштабы. В 2016 году в среде китайской медицинской науки происходит значительное событие – изобретается новое лекарство против рака.

Чтобы успешно работать в Китае, фирмам венчурных инвестиций необходимо обладать сильным представительством на местах, иметь местных служащих и быть хорошо приспособленными к китайским обычаям ведения бизнеса. Многие

европейские фирмы стремятся покинуть это недружественное для их бизнеса окружение, где их планы оказались разрушенными из-за разного рода препятствий и интенсивной конкуренции.

### **Врезка 10. Инвестиции в науку и технологии**

#### **Науки о жизни**

В США и Европе отрицательное отношение общества к корпорациям, технологиям и рискам ограничивает свободу действий в инновационной области и замедляет развитие наук о жизни. Большинство передовых исследований в биологических науках происходит в Азии. Широко распространяются фармацевтические генномодифицированные продукты растениеводства (pharm-crops), что помогает снизить затраты на производство лекарств.

#### **Здравоохранение**

Большинство из имеющихся в этой области инноваций направлены на уменьшение расходов на здравоохранение, а не на повышение стандартов медицинской помощи. Существенных достижений – в повышении качества обслуживания и лечения основных болезней – немного.

#### **Охрана окружающей среды**

Отсутствие необходимых структур и соответствующих стимулов ограничивает роль частного сектора в решении проблем окружающей среды.

#### **Информационно-телекоммуникационные технологии (ИТ)**

Интернет все больше рассматривается в качестве посредника при аутсорсинге услуг в «дешевые» страны. Доверие к Интернету подорвано по той причине, что он все больше становится орудием в руках изощренных криминальных структур.

Индия также генерирует существенные инвестиционные возможности, пользуясь возвращением в нее специалистов,

обучавшихся за границей. Близкие отношения Индии с Соединенными Штатами способствуют созданию рынка, на который фирмам прямого и венчурного инвестирования выйти несколько легче. Индийские компании информационных технологий доминируют в следующем поколении сетевых технологий, и целый ряд получивших венчурные инвестиции индийских технологических фирм развиваются в конкурентоспособные компании мирового уровня, такого как Amazon и Google. Однако большинство остальных развивающихся рынков страдают от усиления протекционизма и не предоставляют инвестиционных возможностей, интересных для индустрии прямого и венчурного инвестирования.

## 6.10. Основные этапы

	Макроокружение	Окружение на уровне индустрии
2008	США выводят свои войска из Ирака	Кризис subprime подрывает доверие к финансовой системе и приводит к возврату к традиционному банковскому посредничеству
2010	IBM и другие многонациональные корпорации начинают переводить свои штаб-квартиры в Азию	Случай мошенничества потрясает индустрию  По отношению к индустрии начинают применяться суровые регуляторные меры  Индустрия прямых инвестиций начинает смещаться в сторону Востока
2012	Китай начинает экспортировать большое количество автомобилей в США и Европу  США и Европа накладывают всесторонние ограничения на торговлю с Китаем  Китай реагирует на это установлением своих собственных торговых барьеров	Индийские технологические компании, получившие венчурные инвестиции, развиваются и переходят в ранг мировых лидеров
2014	Япония выходит из Договора о нераспространении ядерного оружия  Еврозона распадается	
2016	Китай производит свой первый широкофюзеляжный самолет	В научно-исследовательском институте Китая создается новейшее лекарство, способное излечить рак
2020		



## Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

### Миссия

Содействие становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций в России

### Задачи

- Формирование в России благоприятного политического и предпринимательского климата для инвестиционной деятельности.
- Представление интересов профессионалов рынка в органах исполнительной и законодательной власти, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом.
- Информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского рынка прямых и венчурных инвестиций.
- Развитие системы подготовки современных управленческих кадров для венчурного предпринимательства.

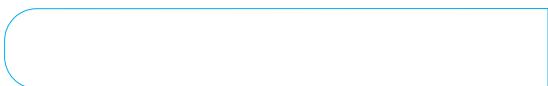
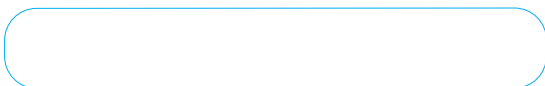


Руководитель проекта	Альбина Никконен
Эксперт	Валентин Левицкий
Консультант	Елена Антонова
Перевод и редактирование	Наталья Жуковская
Компьютерный дизайн	Павел Ломакин



EUROPEAN  
PRIVATE EQUITY &  
VENTURE CAPITAL  
ASSOCIATION

Адрес: Bastion Tower, Place du Champ de Mars 5, B-1050 Brussels Belgium  
Тел.: +32 2 715 00 20; Факс: +32 2 725 07 04;  
e-mail: [info@evca.eu](mailto:info@evca.eu) website: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)



РОССИЙСКАЯ  
АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Адрес: Россия, 194156, Санкт-Петербург,  
пр. Энгельса, д. 27, корп. 12В, офис 208  
Тел.: +7 (812) 326 61 80; Факс: +7 (812) 326 61 91  
e-mail: [rvca@rvca.ru](mailto:rvca@rvca.ru) website: [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru)