



СКОЛКОВО
Московская школа управления

ГЛОБАЛЬНАЯ
ЭКСПАНСИЯ
ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ
КОРПОРАЦИЙ РОССИИ
И КИТАЯ: АДАПТАЦИЯ В
УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

ИССЛЕДОВАНИЕ СКОЛКОВО

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Май 2009

ТНК В РАЗВИВАЮЩИХСЯ
СТРАНАХ НА ПОДЪЕМЕ ⁴

СТРАТЕГИИ И ОТРАСЛЕВАЯ
СПЕЦИФИКА ¹⁰

АДАПТАЦИЯ К УСЛОВИЯМ
КРИЗИСА ¹⁶

ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРОБЛЕМЫ ²²

НА СМЕНУ ДЕСЯТИЛЕТИЮ БУРНОГО РОСТА

транснациональных корпораций (далее – «ТНК») в странах с развивающейся экономикой пришел период перемен и неопределенности. Как повлиял экономический спад на экспансию и роль ТНК в развивающихся странах? Далее будет рассмотрена экспансия российских и китайских корпораций на зарубежных рынках и влияние кризиса на международные приобретения и вложения. Пользуются ли крупнейшие компании в этих странах преимуществами нынешней ситуации, чтобы расширить свое влияние в мире? Или они заняты укреплением позиций на внутренних рынках? Или же стремятся продать свои зарубежные активы? Мы рассмотрим эти вопросы и с точки зрения создания новых проектов за рубежом, и с точки зрения приобретения существующих иностранных компаний.

ТНК В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ НА ПОДЪЕМЕ

В 2000-х годах потоки прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ) из развивающихся стран существенно возросли и к 2007 г. достигли уровня 253 млрд долл. США в год. Компании из Индии, России и Китая стали ключевыми участниками этого процесса. Именно они изменили мировые потоки инвестиций. Согласно данным MOFCOM¹, к концу 2007 г. около 7 тыс. китайских предприятий основали более 10 тыс. зарубежных представительств в общей сложности в 173 странах и регионах. Совокупный объем чистых накопленных исходящих прямых инвестиций достиг почти 118 млрд долл. США, из них около 85,8% - в нефинансовом секторе. Вложения российских организаций также быстро росли, хотя на конец 2008 г. российские инвестиции за границу были значительно меньше китайских – 32 млрд долл. Абсолютным лидером среди развивающихся стран по количеству приобретений в развитых странах за последние пять лет стала Индия, осуществившая 393 поглощения за рубежом. На втором месте оказалась Россия со 121 сделкой, за ней следует Китай, совершивший 108 приобретений².

Рост объемов исходящих ПИИ из Китая был во многом связан с изменением политики правительства и внутренней институциональной среды в последние десятилетия. На Рисунке 1 видно, что с 1990 по 2000 г. существенных изменений в объеме исходящих прямых инвестиций не происходило. Однако, столкнувшись в последние годы с серьезным дефицитом природных ресурсов и избытком продукции внутреннего производства, правительство ослабило регулирование в отношении исходящих ПИИ и упростило бюрократические процедуры для выхода на внешние рынки. С 2001 г. правительство начало внедрять стратегии «выхода за рубеж» и «создания национальных лидеров», всячески поддерживая китайские предприятия, заинтересованные в инвестировании в других странах. Результатом этих действий стал значительный рост объемов исходящих зарубежных инвестиций китайских предприятий, в первую очередь – государственных, но также и частных.

Правительство России также стало более благосклонно смотреть на отток инвестиций в 2000-х годах. Если раньше государственные руководители выступали против «утечки капитала», то теперь стали публично поддерживать компании, осуществляющие инвестиции за рубеж. Одно время даже рассматривалась возможность создания государственного агентства по поддержке и продвижению таких проектов. Как и

В начале 2000-х годов правительства обеих стран, России и Китая, стали публично поддерживать зарубежное инвестирование.

^{1/} Статистический бюллетень исходящих прямых иностранных инвестиций Китая. Министерство торговли Китайской народной республики, 2008.

^{2/} Emerging markets continue to narrow the M&A gap. KPMG. 2009.

в Китае, в России в последние годы наблюдалось резкое увеличение объема исходящих инвестиций (Рисунок 2). Вместе с тем географический и отраслевой состав исходящих прямых инвестиций российских компаний существенно отличался по сравнению с китайскими.

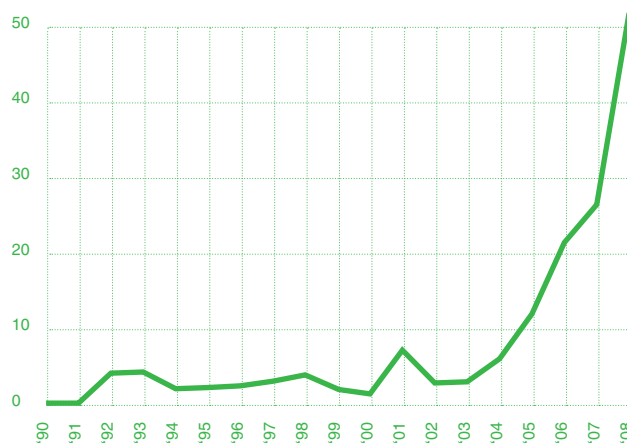
Исследование, проведенное в 2008 г. Московской школой управления СКОЛКОВО³, показало, что совокупные иностранные активы 25 крупнейших в России ТНК составляли на конец 2007 г. около 90 млрд долл. США, а выручка — около 220 млрд долл. США (включая экспорт). Численность их сотрудников за рубежом составила около 140 тыс. С 2004 г. объем зарубежных активов увеличился в четыре раза, а количество персонала утроилось. Российские ТНК вышли на сопоставимый уровень с аналогичными компаниями других стран БРИК по объему иностранных активов и темпам их роста. Они существенно отставали от крупнейших мировых ТНК из развитых стран по объему, но развивались значительно быстрее.

Организация Конференции ООН по торговле и развитию⁴ включила в список ста крупнейших ТНК из развивающихся стран девять китайских торгово-промышленных групп, совокупно владеющих иностранными активами на сумму около 54 млрд долл. США и нанимающих за рубежом около 80 тыс. сотрудников. Как и следовало ожидать, большинство из этих компаний принадлежат государству, роль которого в регулировании объема исходящих ПИИ по-прежнему велика. В случае с Россией же, напротив, зарубежная экспансия осуществлялась в основном негосударственными корпорациями.

Что касается географических **направлений** ПИИ, согласно официальной статистике, 86% совокупных исходящих ПИИ Китая к концу 2007 г. пришлось на десять наиболее привлекательных для инвестиций территорий, из которых один только Гонконг получил более 58% (см. Таблицу 1). Направление оттока инвестиций из России также очевидно: в десять лидирующих по этому показателю стран в 2008 г. было направлено 95% исходящих ПИИ. Как и следовало ожидать, в число первых вошли крупнейшие экономики мира, такие как США, а также непосредственные соседи и торговые партнеры инвестирующих стран.

Однако если обратить внимание на долю в этих списках таких стран, как Британские Виргинские острова (которые Национальное финансово-ревизионное управление Великобритании называет

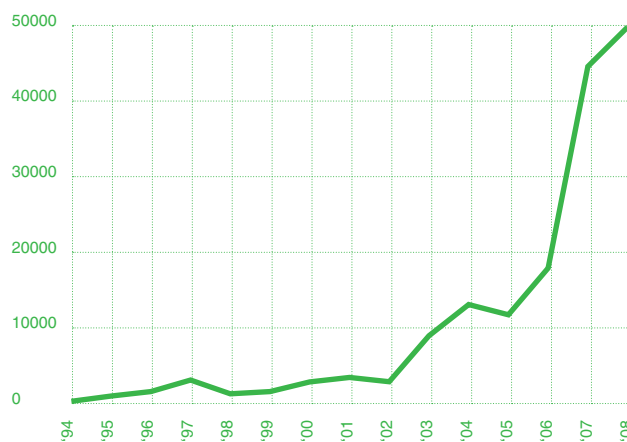
РИСУНОК 1/ Исходящие ПИИ из Китая за 1990-2008 гг.



Объем ПИИ (в млрд. долл. США)

Источник: MOFCOM

РИСУНОК 2/ ПИИ, осуществляемые нефинансовыми российскими компаниями



(в млн. долл. США)

Источник: Центральный банк

³ Российский бизнес за рубежом: динамика развития. Московская школа управления СКОЛКОВО. 2008.

⁴ World Investment Report. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. Конференция ООН по торговле и развитию, 2008.

«мировым лидером по производству оффшорных компаний»)⁵, станет понятно, что данные официальной статистики ПИИ не вполне точно отражают действительность⁶. Для того чтобы лучше понять, куда в действительности направляются инвестиции из Китая и России и какие факторы этому способствуют, необходимо изучить альтернативные источники информации о международных инвестиционных проектах. Например, вышеупомянутое исследование Московской школы управления СКОЛКОВО показало, что более половины зарубежных активов крупнейших российских международных игроков сосредоточено в Европе (исключая страны СНГ).

Данные о создании российскими и китайскими компаниями новых проектов за рубежом (в отличие от слияний и поглощений), а также о расширении существующих проектов, представлены в Таблице 3. Из неё ясно, что основными получателями таких инвестиций российских компаний являются страны СНГ, хотя Германия и Китай также занимают заметные позиции. Наиболее популярные направления инвестиций китайских компаний – США, Россия и Индия. Российские проекты в основном представлены в сфере торговли и маркетинга, хотя еще в 2005 г. основным видом деятельности было производство. Что касается китайских инвестиций, здесь можно наблюдать обратную картину: начиная с 2005 г. производство явно выходит на первый план, опережая торговлю.

Состав отраслей, играющих ведущие роли в международной экспансии, значительно различаются для этих двух стран (см. Таблицу 3). В России в создании новых зарубежных проектов лидирует сектор природных ресурсов, вложения в который составляют 15–18% от общего объема инвестиций. Исключением стал лишь 2006 г., когда большая часть инвестиций пришлось на финансовый сектор. Эти данные совпадают с результатами рейтинга, составленного Московской школой управления СКОЛКОВО⁷, согласно которым три крупнейшие нефтегазовые корпорации – «ЛУКОЙЛ», «Газпром» и «ТНК-ВР», а также девять горно-металлургических компаний во главе с «Норильским Никелем», совокупно контролируют около 80% зарубежных активов двадцати пяти крупнейших

Основной поток зарубежных инвестиций из России направлен в Европу, тогда как китайские компании фокусируются на рынках Азии.

ТАБЛИЦА 1/ ПИИ из Китая в 2007 г.

Позиция	Страна (Регион)	Накопленные инвестиции (млрд. \$)	В процентах от общего итога
1	Гонконг	68.78	58.3%
2	Каймановы острова	16.81	14.3%
3	Британские Виргинские острова	6.63	5.6%
4	США	1.88	1.6%
5	Австралия	1.44	1.2%
6	Сингапур	1.44	1.2%
7	Россия	1.42	1.2%
8	Канада	1.25	1.1%
9	Корея	1.21	1.0%
10	Пакистан	1.07	0.9%
Итого		117.92	86.5%

Источник: MOFCOM

⁵ Managing Risk in the Overseas Territories. Отчет контролера и генерального аудитора, 2007.

⁶ См., например: Ben Aris. A Row Over Russia's FDI Figures. Business New Europe, 2006; Thorsten Nessmann and Daria Orlova. Russia's outward investment. Deutsche Bank Research. 2008.

⁷ По методологическим соображениям финансовые компании не были включены в рейтинг Московской школы управления СКОЛКОВО.

российских международных компаний. С другой стороны, в Китае в лидеры вышел сектор коммуникаций, а за ним — металлургическая промышленность. В 2007 г., как и в России, их временно опередил финансовый сектор.

Инвестиции российских компаний в новые проекты в течение 2005–2008 гг. увеличивались примерно на 10% в год, как по количеству совершенных сделок, так и по количеству компаний-участников. Инвестиции китайских компаний начинались с аналогичного уровня, однако количество проектов увеличивалось значительно быстрее. Такие впечатляющие темпы объясняются бурным экономическим ростом в Китае, а также повышением активности государства; важную роль сыграли и стратегические мотивации компаний, которые мы рассмотрим чуть позже. Несмотря на это, в течение первого квартала 2009 г. наблюдается явное снижение объема ПИИ: в зарубежные проекты средства вложили лишь две российские и восемь китайских компаний, совершив в совокупности 16 сделок⁸.

Для получения более полной картины экспансии китайских и российских компаний за рубежом необходимо проанализировать **трансграничные сделки по слиянию и поглощению** (далее – «M&A»).

С начала 2005 до конца 2008 г. российские компании приняли участие в 213 международных операциях, потратив в общей сложности 38,5 млрд евро. Из них на промышленный сектор пришлось около 35% от общей суммы и около 30% от общего количества сделок, на энергетическую, горнодобывающую и вспомогательные отрасли — 30% и 15%, на высокие технологии, средства связи и коммуникации — 11% и 21%, соответственно. Объемы сделок в это время оставались примерно на одном уровне: доля сделок стоимостью ниже 500 млн евро составляла около 70% от общего объема. На Рисунке 3 отражены основные тенденции международных слияний и поглощений, осуществленных российскими компаниями в 2005–2008 гг.

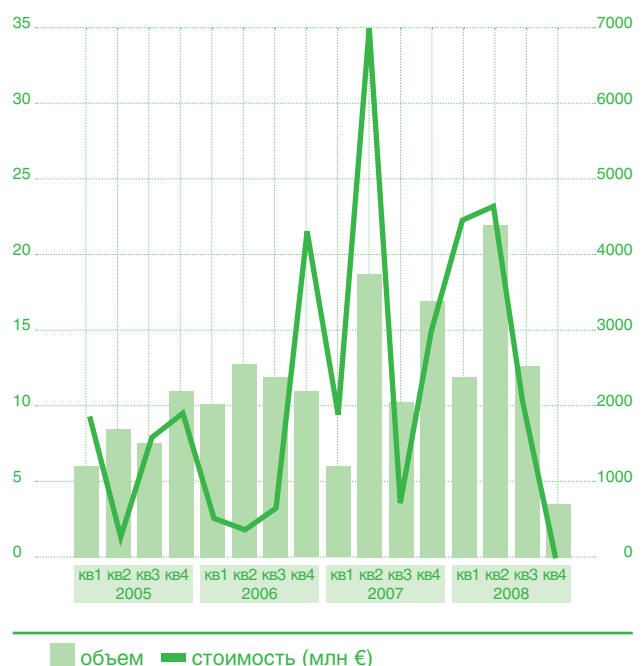
Для китайских компаний-инвесторов 2008 г., несомненно, стал рекордным. Согласно данным агентства Thomson Reuters, в 2008 г. китайские ТНК направили на поглощение компаний за границей 46 млрд долл., что на 64,4% больше, чем в 2007 г. Оценки аудиторской компании PricewaterhouseCoopers несколько скромнее: 30 млрд долл. и 35% рост, при этом лидирующими инвесторами названы горнодобывающий и финансовый секторы.

ТАБЛИЦА 2/ ПИИ из России в 2008 г.

Страна (Регион)	Накопленные инвестиции (млн. долл.)			В процентах от общего объема ПИ
	прямые	портфельные	прочие	
Кипр	9994	115	5570	31.1%
Нидерланды	9787	40	1392	30.5%
Британские				
Виргинские острова	1453	1163	3789	4.5%
США	4669	-	785	14.5%
Германия	513	0	2311	1.6%
Швейцария	1189	0.1	1588	3.7%
Беларусь	1323	0.1	182	4.1%
Украина	123	463	512	0.4%
Великобритания	730	20	123	2.3%
Армения	676	0	1	2.1%
Итого	32108	2823	18828	94.9%

Источник: Росстат

РИСУНОК 3/ Основные тенденции международных слияний и поглощений в России



■ объем ■ стоимость (млн €)

Источник: Mergermarket.com

⁸ База данных FDI Markets.

ТАБЛИЦА 3/ Исходящие инвестиции из России и Китая

ПИИ на создание новых проектов из России

- 2005**
- Лидирующими инвесторами стали угольная, нефтяная и газовая отрасли, совокупно профинансировавшие 18% всех новых проектов.
 - Основным видом деятельности было производство. Доля производственных проектов составила 28% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали Украина, Эстония и Беларусь, привлекшие, соответственно, 25%, 5% и 4% инвестиционных проектов.
- 2006**
- Лидирующим инвестором стал финансовый сектор, профинансировавший 23% всех новых проектов.
 - Основными видами деятельности были торговля, маркетинг и обслуживание. Доля проектов в этих сферах составила 30% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали Украина, Китай и Казахстан, привлекшие, соответственно, 9%, 8% и 6% инвестиционных проектов.
- 2007**
- Лидирующими инвесторами стали угольная, нефтяная и газовая отрасли, совокупно профинансировавшие 18% всех новых проектов.
 - Основными видами деятельности были торговля, маркетинг и обслуживание. Доля проектов в этих сферах составила 30% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали Украина, Германия и Казахстан, привлекшие, соответственно, 10%, 6% и 6% инвестиционных проектов.
- 2008**
- Лидирующими инвесторами стали угольная, нефтяная и газовая отрасли, совокупно профинансировавшие 15% всех новых проектов.
 - Основными видами деятельности были торговля, маркетинг и обслуживание. Доля проектов в этих сферах составила 36% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали Казахстан, Украина и Армения, привлекшие, соответственно, 7%, 6% и 5% инвестиционных проектов.

ПИИ на создание новых проектов из Китая

- Лидирующим инвестором стала отрасль коммуникаций, профинансировавшая 26% всех новых проектов.
 - Основными видами деятельности были торговля, маркетинг и обслуживание. Доля проектов в этих сферах составила 34% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали Россия, США и Индия, привлекшие, соответственно, 10%, 7% и 7% инвестиционных проектов.
- 2006**
- Лидирующим инвестором стала отрасль коммуникаций, профинансировавшая 14% всех новых проектов.
 - Основным видом деятельности было производство. Доля производственных проектов составила 40% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали США, Индия и Россия, привлекшие, соответственно, 11%, 8% и 6% инвестиционных проектов.
- 2007**
- Лидирующим инвестором стал финансовый сектор, профинансировавший 13% всех новых проектов.
 - Основным видом деятельности было производство. Доля производственных проектов составила 41% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали Великобритания, США и Гонконг, привлекшие, соответственно, 15%, 7% и 5% инвестиционных проектов.
- 2008**
- Лидирующим инвестором стала металлургическая отрасль, профинансировавшая 13% всех новых проектов.
 - Основным видом деятельности было производство. Доля производственных проектов составила 30% от общего числа инвестиционных проектов.
 - Тримя основными получателями инвестиций стали США, Вьетнам и Индия, привлекшие, соответственно, 6%, 6% и 6% инвестиционных проектов.

Источник: FDI Markets

ТАБЛИЦА 4/ Исходящие инвестиции из России и Китая

	Россия						Китай					
	2005	2006	2007	2008	1 кв 2009	Прирост за 2005-08 гг.	2005	2006	2007	2008	1 кв 2009	Прирост за 2005-08 гг.
Количество компаний	74	74	82	99	2	10.2%	74	86	138	153	8	27.4%
Количество сделок	139	155	135	188	6	10.6%	140	133	202	240	10	19.7%

Источник: FDI Markets

СТРАТЕГИИ И ОТРАСЛЕВАЯ СПЕЦИФИКА

Структура ПИИ, в целом, и российско-китайских исходящих ПИИ, в частности, включает в себя множество проектов, различающихся не только по масштабу, отрасли и организационно-правовой структуре, но и по стратегической значимости для инвестора. В широком смысле принято различать следующие цели осуществления международных инвестиций: выход на новые рынки, доступ к природным ресурсам, повышение эффективности деятельности (включая, в частности, увеличение ее масштаба) и контроль над стратегическими активами⁹. На макроуровне на эти мотивации влияют характерные для данной страны конкурентные преимущества и недостатки. На микроуровне эти же факторы во многом зависят от источников прибыли (в той мере, в которой менеджмент их понимает), а следовательно, от структуры конкретной отрасли.

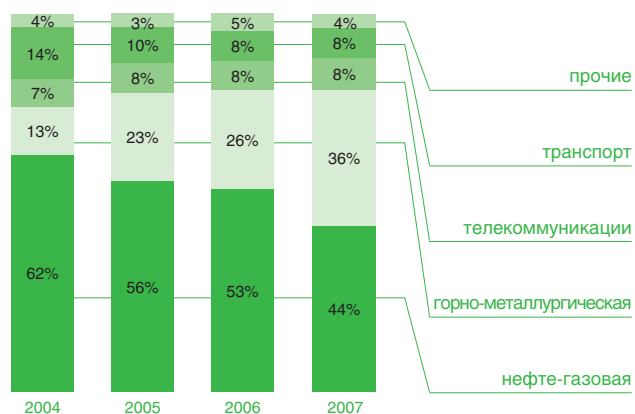
Данные отчета Московской школы управления СКОЛКОВО за 2008 г., подтверждаемые рядом других источников (см. Таблицу 3), показывают, что самые крупные российские ТНК представлены в добывающих отраслях. Однако роль нефтегазовых конгломератов в процессе международной экспансии явно уменьшалась: если в 2004 г. на них приходилось порядка 63% совокупных зарубежных активов 25 крупнейших российских компаний, то в 2007 г. — всего 44%. Телекоммуникации, грузоперевозки и производство также играли заметную роль.

Учитывая, что основная масса исходящих прямых инвестиций из России осуществляется небольшой группой основных отраслей, мы можем определить несколько наиболее характерных стратегий на основе страновых и отраслевых факторов.

Вертикальная интеграция в области переработки и сбыта характерна для крупных российских горнодобывающих и энергетических корпораций, как государственных, так и частных. Такие компании, как «ЛУКОЙЛ», «Газпром», «Интер РАО ЕЭС» и «Новолипецкий металлургический комбинат», использовали запасы природных ресурсов для укрепления своих позиций на зарубежных рынках. В течение 2000-х годов они скупали и создавали активы по переработке, перевозке и распределению сырьевых продуктов на ключевых для себя рынках. Стратегия, сочетающая выход на новые рынки с созданием или приобретением стратегических активов, позволяла им завладеть более привлекательными видами деятельности и зачастую увеличить свою долю на рынке.

Вертикальная интеграция также характерна для крупнейших российских ТНК в горно-металлургической отрасли, например «Норильского никеля», «Северстали» или «Русала». Однако они не сосредотачивались на переработке и сбыте в дополнение к имеющимся в России активам по разведке и добыче, а скупали огромное количество месторождений

РИСУНОК 4/ Ведущие российские ТНК по отраслям, 2004 – 2007 гг.



Источник: Исследование СКОЛКОВО

⁹ См., например: John Dunning. Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor? JIBS. 1998.

и металлургических заводов по всему миру. За несколько лет эти группы вырвались в лидеры среди мировых горнодобывающих компаний благодаря серии крупных поглощений. Хотя эта тенденция была частью мощного процесса глобальной

консолидации в отрасли, мотивы и причины, ее вызвавшие, не вполне очевидны. Обычно такие сделки объяснялись стремлением к **экспансии с целью увеличения масштаба деятельности**. Теоретически это могло принести такие преимущества, как экономия на консолидированных закупках, более эффективное размещение ресурсов группы на нестабильном рынке, оптимизация административных расходов, экономия в результате расширения ассортимента продукции, консолидация значительных денежных потоков для запуска крупномасштабных инвестиционных проектов, и, наконец, получение доступа к дешевому капиталу. В действительности же большая часть этих преимуществ (за исключением, возможно, снижения финансовых затрат) не очевидна и не всегда достаточна, чтобы компенсировать затраты на сделку. Вероятно, одной из реальных причин стал распространенный принцип «съесть или быть съеденным».

Экспансия в развивающиеся страны с целью выхода на новые рынки типична для ведущих российских потребительских компаний, таких отраслей, как телекоммуникации, розничная торговля, продукты питания, развлечения и средства связи. Эти компании работают в условиях жесткой конкуренции, и доходность их основных операций может существенно снижаться по мере насыщения рынков и технологического развития конкурентов. Географическая экспансия позволяет им получить доступ к менее заполненным рынкам, а иногда приносит и экономию на масштабе. Вполне объяснимо, что компании, для которых приемлемы дополнительные затраты, связанные с выходом на международные рынки, — это, как правило, крупные национальные игроки, которые уже представлены в большинстве наиболее привлекательных регионов в своей стране. Обычно они начинают с рынков соседних стран, применяя свой опыт в относительно знакомой обстановке. Самые крупные и успешные компании, как, например, оператор сотовой связи «Вымпелком», сегодня начинают вкладывать средства в Юго-Восточной Азии, а некоторые даже предпринимают попытки дотянуться до Латинской Америки.

Абсолютно другой стратегии придерживалось большинство производственных компаний, таких, как «Группа ГАЗ» (автомобильное производство), Концерн «Тракторные заводы» (внедорожная техника), «Ростсельмаш» (сельскохозяйственное машиностроение), «Трансмашхолдинг» (железнодорожное машиностроение) и др. Их стратегия приобретения стратегических активов, которую можно назвать **импорт продуктовой линейки**, состоит в покупке относительно меньших по размеру, но технологически более продвинутых производственных компаний в развитых странах и локализации их основной продукции в России. Цель состоит в том, чтобы, с одной стороны, быстро сократить технологический

Российские добывающие компании укрепляют свои позиции на экспортных рынках, вкладывая в переработку и сбыт.

Китайские и российские производители реализуют стратегию «импорта продуктовой линейки».

разрыв между российскими производителями и их западными конкурентами, а с другой — выиграть на более низких затратах и более динамичном спросе в России.

Как правило, начинается все с импорта продуктов, производимых приобретенным заводом. Это позволяет проанализировать спрос и подготовить потенциальных клиентов. Затем запускается сборка с использованием импортных запчастей (что существенно снижает импортные пошлины), и, наконец, по мере подготовки поставщиков, происходит локализация большей части стоимостной цепочки. Разумеется, это не означает, что приобретенная компания прекратит производство или продажу на своих рынках. Напротив, новые владельцы обычно стараются сохранить и расширить текущие операции, если это возможно. Такая стратегия в основном характерна для машиностроения, однако ее можно встретить и в других отраслях, где технологии имеют решающее значение и есть возможность их перемещения. Один из таких примеров — российская косметическая компания «Калина», которая в 2005 г. приобрела немецкую компанию Dr.Scheller и теперь производит и продает ее продукцию в России.

Импорт продуктовых линеек и схожие разновидности **приобретения стратегических активов** также характерны для многих китайских компаний, занятых в различных производственных отраслях. Это напрямую связано с преимуществами и недостатками китайской экономики по сравнению с ее основными торговыми партнерами из числа развитых стран: растущим спросом, значительно более дешевой рабочей силой и недостатком инновационных технологий и дизайнерских возможностей. Компании, вкладывающие средства в такие стратегические активы, как правило, частные, имеют производственную базу в Китае и демонстрируют рост продаж на внутреннем рынке.

Например, Dishang Group — частная компания, расположенная в провинции Шаньдун, специализируется на производстве и международной торговле одеждой. За последние два года компания Dishang запустила три сделки по поглощению зарубежных компаний, расположенных в Германии, Франции и Корее. В своем интервью генеральный директор компании сообщил, что основной целью этих поглощений было приобретение известных международных брендов и дизайнерских возможностей высокого уровня. Он подчеркнул: «Китайские производители одежды достигли высоких успехов в производстве. Чего нам не хватает, так это мировых брендов и мастерства в дизайне. Благодаря трансграничным поглощениям мы сможем объединить наши возможности: продвигая бренды в Китае, мы улучшим имидж наших компаний и повысим доходность».

Еще одним примером является компания Huawei Technologies, один из крупнейших на сегодняшний день международных поставщиков телекоммуникационного оборудования, объем продаж которой составил в 2008 г. 23,3 млрд долл. США. Для повышения технологического уровня Huawei создала за границей пять научно-исследовательских центров в четырех странах. Благодаря усиленной технологической базе компания Huawei теперь демонстрирует значительный рост объемов продаж (50% в 2007 г., 46% в 2008 г. и 30% ожидается в 2009 г.).

Компания Huawei также являет собой пример международной экспансии **с целью выхода на новые рынки**. Благодаря низкой себестоимости очень многие китайские производители стали весьма успешными экспортерами.

Большинство из них все еще доверяет управление всеми операциями по сбыту за пределами страны клиентам и агентам, однако некоторые уже взяли контроль в свои руки и вложили значительные средства в экспансию с целью поиска новых рынков. В наиболее успешных случаях это означает значительно больше, чем просто создание офисов продаж. Например, по состоянию на 2007 г. четвертый по величине в мире производитель крупных бытовых приборов, компания Haier Group, имела 24 из 29 производственных заводов и пять из восьми дизайн-центров за рубежом. Такая обширная экспансия с целью поиска новых рынков особенно характерна для электронной промышленности Китая.

И все же большинство крупнейших китайских ТНК относится к ресурсодобывающим отраслям, таким, как нефтедобыча и горная промышленность. Среди них можно отметить компании China National Petroleum, China National Offshore

Обеспечение национальной безопасности является ключевой целью зарубежных приобретений добывающими компаниями Китая.

Oil, Aluminum Corporation of China, Baoshan Steel, China Petrochemical, частично - Sinochem и др. Однако, в отличие от российских добывающих компаний, они больше импортируют, чем экспортируют, и большая часть их исходящих инвестиций направлена на **поиск ресурсов**. Основной целью международной активности этих групп является получение доступа к стратегическим природным ресурсам (например, нефтяным и угольным месторождениям) для обеспечения национальной безопасности. Так, например, компания China National Petroleum начала свою международную деятельность в 1999 г. в Судане с разработки своего первого зарубежного нефтяного месторождения. С тех пор компания завершила более 30 проектов в разных странах. В основном такие компании принадлежат государству, что отражает стремление правительства Китая к приобретению стратегических ресурсов за рубежом.

Кроме добывающих компаний в международной деятельности активно участвуют контролируемые государством инфраструктурные компании. Они заняты в таких областях, как грузоперевозки и коммуникации (более 10% от общего объема исходящих накопленных ПИИ из Китая), а также коммунальные услуги и строительство. Роль таких компаний в осуществлении вышеупомянутых проектов по разработке ресурсов достаточно велика: она включает как непосредственную поддержку таких проектов, так и укрепление отношений со странами-хозяевами целевых рынков и продвижение национального имиджа. Возьмем, к примеру, группу COSCO – компанию, специализирующуюся на международных грузоперевозках. На данный момент ей принадлежит около 400 дочерних компаний в более чем 50 странах мира. Корабли и контейнеры с броским логотипом COSCO перемещаются через 1300 портов в более чем 160 странах и регионах по всему миру. Корпорация China Railway Construction Corporation (CRCC), также принадлежащая государству, в последние несколько десятилетий активно участвовала в строительных проектах в Ливии, Алжире и Нигерии, поддерживая правительственную политику по оказанию помощи в создании инфраструктуры в Африке.

Из вышесказанного можно сделать очевидный вывод, что на стратегическую мотивацию ТНК из развивающихся стран и определение путей их международной экспансии влияют два фактора: структура собственности (правительственный контроль или частная собственность) и позиционирование на рынке (нацеленность на внутренний или на внешние рынки). Влияние этих факторов можно продемонстрировать наглядно, разделив большинство ТНК из России и Китая на четыре крупные неоднородные группы, как показано в Таблице 5.

Мы назвали стратегию государственных компаний, нацеленных на зарубежные рынки, «укреплением влияния». Как и частные компании, они в основном преследуют коммерческую выгоду, стремясь выйти на наиболее привлекательные рынки. Однако их активность по поиску новых рынков также сильно политизирована, как внутри страны (экспансия как повод для национальной гордости), так и в других странах (экспансия как повод для беспокойства). Они зачастую способны осуществлять крупномасштабные инфраструктурные проекты, укрепляющие влияние государства на международной арене.

ТАБЛИЦА 5/ Группировка российских и китайских ТНК

		Целевой рынок	
		Внутренний	Внешний
Вид собственности	Государственная	Доступ к ресурсам Sinopet, CNPC, «Атомредмет- золото»	Укрепление влияния «Газпром», COSCO, CRCC
	Частная	Приобретение стратегических активов «ГАЗ», «Калина», Dishang	Выход на новые рынки Huawei, Haier, «ВымпелКом»

Источник: СКОЛКОВО

АДАПТАЦИЯ К УСЛОВИЯМ КРИЗИСА

В 2008 г. объем международных инвестиций значительно снизился: мировой объем ПИИ упал на 21% по сравнению с предыдущим годом, который показал рекордный результат в 1,8 трлн долл. США. Конференция ООН по торговле и развитию ожидает дальнейшего снижения объемов ПИИ в 2009 г. Такое падение вызвано двумя основными факторами, влияющими как на внутренние, так и на внешние инвестиции:

- 1) Возможность инвестирования для многих компаний была снижена в связи с ограничением доступа к финансовым ресурсам, как внутренним – в связи с уменьшением потоков от операционной деятельности, – так и внешним – в связи со снижением доступности привлеченного финансирования и ростом затрат на него.
- 2) На склонность к инвестированию негативно повлияли экономические перспективы, хотя снижение цен на активы частично компенсировало это влияние.

Ситуация в начале 2009 г., когда высокий уровень рисков заставил компании существенно сократить затраты и пересмотреть инвестиционные программы, чтобы более гибко реагировать на ухудшение экономической обстановки, усугубила действие вышеуказанных факторов. В особенности это отразилось на трансграничных слияниях и поглощениях: их количество снизилось, и они все чаще стали принимать форму скупки ликвидируемых компаний и реструктуризации. Влияние на международные инвестиции в новые проекты пока не было столь значительным, но вполне может увеличиться в 2009 г. вследствие отмены или замораживания проектов¹¹.

Влияние кризиса на международные прямые инвестиции сильно различается в зависимости от региона и отрасли. С отраслевой точки зрения на данный момент больше всего влиянию кризиса подверглись ПИИ в финансовом и автомобильном секторах, строительстве и производстве некоторых потребительских товаров¹². В 2008 г. страны с развивающейся экономикой пострадали в отношении ПИИ меньше, чем развитые, однако в 2009 г. ситуация может измениться. Некоторые развивающиеся страны, например Китай и Россия, накопили значительные суммы во времена подъема экономики и теперь готовы воспользоваться ими для скупки обесценившихся активов¹³. Действительно, количество сделок M&A между покупателями из развивающихся стран и продавцами из развитых стран, значительно меньше упало в условиях кризиса, чем число обратных сделок. Согласно данным KPMG, за вторую половину 2008 г. количество сделок, где продавцами являлись компании из развитых стран, а покупателями — компании из развивающихся стран, снизилось на 28%, а количество обратных сделок — на 37%. Тем не менее, Ян Гомес (Ian Gomes), руководитель направления исследования быстрорастущих рынков в KPMG,

Низкая стоимость активов делает их привлекательными, но большинство компаний не имеет возможности осуществлять новые инвестиции.

^{10/} Конец бума. Алена Чечель, Михаил Оверченко. «Ведомости». 21.01.2009.

^{11/} Assessing the impact of the current financial and economic crisis on global FDI flows. UNCTAD. 2009.

^{12/} Ibidem.

^{13/} Deal Drivers Russia. CMS/Mergermarket. 2009.

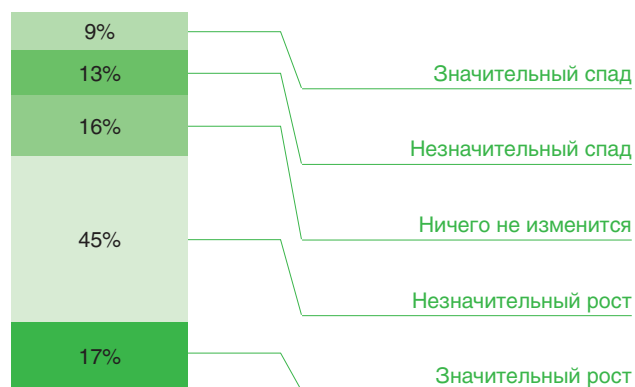
не считает, что эта тенденция будет продолжаться дальше: «Сейчас многие компании снова фокусируются на внутреннем рынке. В случае Китая их даже активно принуждает к этому собственное правительство. Следовательно, есть большая вероятность того, что большая часть сделок в будущем будет сосредоточена в основном на национальных рынках». Кроме того, он заявляет, что «покупатели из развивающихся стран сегодня не слишком охотно идут на покупку серьезно больных или даже умирающих компаний, независимо от того, насколько привлекательно выглядит цена».

2009 г., несомненно, будет сложным для всех, хотя некоторые аналитики считают, что покупка компаний, в том числе и иностранных, – неплохой способ преодолеть трудности. Аналитическое агентство Mergermarket провело опрос среди ста российских специалистов в области M&A и корпоративных финансов, результаты которого показали, что большинство (51%) ожидает роста количества сделок M&A в 2009 г., при этом абсолютное большинство (80%) считает основным финансовый сектор, а основным географическим направлением (57% опрошенных) – Европу¹⁴. Респонденты сентябрьского исследования Remark¹⁵ ожидают, что в текущем году на Китай придется большая доля приобретений в других странах Азии. При этом на вопрос о том, какая азиатская страна станет самым крупным покупателем иностранных активов, 64% опрошенных в Азии назвали Китай. Аналогичное исследование, проведенное в декабре в Китае и Гонконге¹⁶, показывает, что большинство финансовых специалистов не ожидают снижения количества поглощений на внешнем рынке (Рисунок 5).

Тем не менее, количество и объемы сделок уже не такие, как раньше. И на то есть причины. Наталья Орлова, ведущий экономист российского «Альфа-банка», описывает ситуацию следующим образом: «У покупателей недостаточно капитала для поглощений, и основным его источником является [российское] государство. На компании сильно влияют отзыв кредитов и недостаток спроса. Только компании с государственной поддержкой в состоянии заниматься консолидацией активов»¹⁷. Со стороны продавцов наблюдается аналогичная ситуация: только крупные финансовые учреждения с поддержкой государства могут заниматься консолидацией, а огромное количество более мелких игроков уже прекратили свое существование либо продали значительные доли внешним инвесторам.

Действительно, экспансия **российских ТНК** была существенно сдержана недостатком внешнего финансирования, однако при этом эффект кризиса был достаточно неравномерным и зависел от стратегического типа экспансии.

РИСУНОК 5/ Что, по вашему мнению, произойдет в сфере международных слияний и поглощений со стороны Китая в ближайший год?



Источник: Remark

^{14/} Deal Drivers Russia (CMS/Mergermarket. 2009)

^{15/} Asia Pacific's New Corporate Landscape: Asia Outbound M&A. KPMG. 2009.

^{16/} Reaching Beyond the Great Wall (RBS/Mergermarket. 2009)

^{17/} Russia-Focused Cross-Border M&A (PBN. 2009)

Больше всего, пожалуй, пострадали те компании, которые активно расширялись по всему миру с целью увеличения масштабов (см. выше), в частности в горно-металлургическом секторе, например «Русал» и «Норильский никель». В гонке за активами они и их собственники сформировали огромные долги, а текущая ситуация с финансированием поставила их в затруднительное положение. В то же время серьезное падение цен на металлы значительно снизило их операционный денежный поток. Теперь они вынуждены прекращать затратные операции за рубежом, как это произошло, например, с «Русалом», который объявил об увольнении около 1500 сотрудников в своих зарубежных дочерних компаниях, и с «Северсталью», заморозившей два завода США. В презентации «Норильского никеля» говорится о том, что капитальные затраты «будут максимально снижены до уровня уже заключенных сделок». Собственники компаний пытаются продать доли в некоторых неключевых для бизнеса компаниях, как в России, так и за рубежом, чтобы снизить долги, связанные с консолидацией. Так, например, отягощенный долгами холдинг «Базэл», принадлежащий Олегу Дерипаске, вынужден был продать акции компании Magna, международной компании по производству автомобильных систем, и строительной группы Holcim. На данный момент эти компании рассчитывают на кредиты российских государственных банков, чтобы удержаться на плаву; значительная часть их акций находится в залоге, а государство активно участвует в их управлении. Хотя пока им удалось избежать угрозы распада и они продолжают демонстрировать глобальные амбиции, вряд ли они смогут финансировать крупные новые международные проекты в ближайшем будущем.

Из российских ТНК наиболее пострадали компании, реализующие экспансию с целью увеличения масштабов.

Немного по-другому выглядит ситуация для тех компаний, которые выбрали для себя вертикальную **интеграцию в области переработки и сбыта**, к числу которых относится, например, «ЛУКОЙЛ». У таких компаний обычно меньше долгов, а их направленность на создание добавленной стоимости продукции (и услуг), возможно, в некоторой степени снизила их зависимость от нестабильных цен на сырье. С точки зрения возможности инвестирования они, таким образом, находятся в лучшем положении. К декабрю 2008г. «ЛУКОЙЛ» завершил сделку, профинансированную синдицированным кредитом международных банков, по приобретению нефтеперерабатывающего завода в Сицилии на сумму 1,3 млрд евро. 3 февраля 2009 г. «Газпром» закрыл покупку контрольного пакета акций сербской нефтедобывающей компании NIS. Контролируемые государством компании, стремящиеся к укреплению влияния в энергетическом секторе, такие, как «Газпром», «Роснефть» и «Интер РАО ЕЭС», не только продолжают осуществлять международные инвестиции, но и ведут переговоры о начале новых проектов в удаленных регионах Латинской Америки, Африки и Юго-Восточной Азии. Последняя редакция бюджета российского газового монополиста на 2009 г. включает инвестиции во Вьетнаме, Индии и Туркменистане.

Экспансия российских компаний на **рынки развивающихся стран** замедляется, но не останавливается. Судя по всему, основной упор будет сделан на собственные проекты, а не на приобретение существующих,

которые становится сложно финансировать. Так, например, компания «Вымпелком» продолжает развивать деятельность во Вьетнаме и Камбодже, хотя рассмотрение любых новых сделок по слиянию и поглощению пока приостановлено.

«Эльдорадо», компания, занимающаяся розничной торговлей электронной техникой, открыла в декабре 2 новых гипермаркета на Украине и планирует открыть еще 12 в этом году.

Однако проекты, связанные с **импортом продуктовой линейки**, запущенные российскими холдингами, находятся в связи с кризисом в значительно худшем положении. Это объясняется неблагоприятным действием нескольких факторов. Во-первых, снижение спроса на рынках западных стран и стран СНГ уменьшает текущую выручку. Во-вторых, сокращение инвестиционных программ ставит под угрозу планы локализации продукции. В-третьих, потребительские предпочтения переходят от дорогих и инновационных моделей в сторону более дешевых. Компании, которые уже начали производство новых продуктов в России, стремятся избавиться от своих активов на Западе. Так, например, компания «Калина» продала свои производственные активы в Германии, чтобы продолжить производство косметики Dr.Scheller в России. Компания Amtel, производитель шин, настойчиво пытается продать свой завод в Нидерландах. Один из крупнейших российских автопроизводителей (и один из крупнейших клиентов Amtel), компания ГАЗ, рассматривает вопрос о продаже или закрытии приобретенного в 2006 г. завода LDV, после того как правительство Великобритании отказало ему в финансовой поддержке. Компания ГАЗ объявила, что следующая модель минивэна будет «более экономной» и не будет основана на разработках LDV, как ожидалось ранее. Альтернативой продаже западных заводов является банкротство, которое уже произошло в прошлом году с немецкой компанией FTD Fahrzeugtechnik Dessau GmbH, ранее принадлежавшей российскому «Трансмашхолдингу». Некоторые компании рассчитывают на поддержку государства при реализации новых проектов, которые могут принести технологические преимущества. Похоже, именно так получилось у «Ростсельмаша», который рассчитывает на антикризисную помощь правительства для запуска производства тракторов на базе моделей недавно приобретенной канадской компании Buhler.

Китайские ТНК в целом, судя по всему, лучше переносят кризис. Несмотря на глобальный экономический спад и резкое снижение объема международных ПИИ, китайские исходящие инвестиции продолжали уверенно расти в 2008 г., увеличившись вдвое по сравнению с 2007 г. и достигнув отметки в 52 млрд долл. США. В первом квартале 2009 г. общий объем операций M&A в Китае снизился на 74%; тем не менее, международная активность была сопоставима с рекордными показателями первого квартала 2008 г., если не по количеству сделок, то, как минимум, по их объему. Ожидается, что этот темп сохранится в 2009 г. и дальше, благодаря ослаблению правительственных ограничений в отношении исходящих инвестиций.

55% этих сделок (по объему) было осуществлено в энергетическом, горнодобывающем и коммунальном секторах¹⁸. Уверенная финансовая

В условиях ослабевшего рынка проекты «импорта продуктовой линейки» теряют свою привлекательность.

позиция китайского правительства и его желание инвестировать за рубежом позволили самым крупным государственным компаниям, заинтересованным в поиске новых источников природных ресурсов, продолжить исследование возможностей по всему миру, тем более, что цены стали ниже. Китайский алюминиевый гигант Aluminum Corporation of China (Chinalco) недавно объявил о планах инвестирования 19,5 млрд долл. США в компанию Rio Tinto, одного из мировых лидеров в этой отрасли. По словам президента Chinalco Сяо Яцина, эти инвестиции представляют собой «стратегическое партнерство» между двумя концернами. Чжу Чжуншу, президент корпорации China Minmetals Corp., отметил, что «возможностей для инвестиций за границей становится все больше, поскольку финансовый кризис ударил по многим международным горнодобывающим компаниям, что снизило их рыночную стоимость». По имеющимся данным, государственная комиссия КНР по надзору и управлению активами (SASAC) недавно выбрала десять предприятий, которым будет оказана поддержка в деятельности по приобретению зарубежных активов.

Компании потребительского сектора продолжают инвестировать в другие развивающиеся рынки.

Инвестирование с целью выхода на новые рынки также продолжается китайскими компаниями достаточно активно. Как и российские коллеги, они больше ориентированы на инвестиции в новые проекты и на рынки развивающихся стран, теперь, когда спрос в развитых странах существенно снизился. «Даже несмотря на то, что цены на активы падают, — заявил недавно председатель совета директоров Lenovo Group Ян Юаньцин, — сейчас не самое лучшее время для слияний и поглощений». Компания провела географическую реструктуризацию, чтобы больше сосредоточиться на таких странах, как Бразилия и Индия. Аналогично группа компаний ZhuJiang Piano Group переключила свое внимание на рынки развивающихся стран, таких, как Бразилия, Россия и страны Юго-Восточной Азии. На данный момент их продукция продается более чем в ста странах и регионах, а темпы роста объемов продаж на рынках развивающихся стран составляют 25% годовых. Еще одним примером может служить частная автомобильная компания Chery Automobile Corp. из провинции Аньхой, за последние полгода подписавшая контракты по созданию новых заводов в Таиланде и Аргентине. Развитые страны тоже не забыты: вдохновленная успешными продажами в Европе в 2008 г., компания объявила о выходе в 2009 г. на североамериканский рынок. Крупнейший китайский производитель мотоциклов, компания Chongqing Lifan Group, также заявила о своих планах по созданию в 2009 г. дополнительных заводов за рубежом, и первыми в списке стоят Европа и Северная Америка.

С другой стороны, компании, заинтересованные в поиске стратегических активов, больше склоняются к слияниям/поглощениям и к рынкам развитых стран, где доступны более современные технологии и дизайнерские решения. Сделки с целью «импорта продуктовой линии», как и в случае с российскими компаниями, продолжались в 2008 г., как, например, в случае приобретения производителем строительного оборудования Zoomlion 100% акций итальянской компании CIFA. Однако на данный момент, в условиях ослабевшего рынка, они выглядят намного менее выгодными.

^{18/} Greater China M&A roundup for Q1 2009 (Mergermarket. 2009)

ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРОБЛЕМЫ

Очевидно, что сочетание ключевых возможностей, приобретенных за границей, и других преимуществ на своей территории может значительно повысить конкурентоспособность предприятий развивающихся стран, следующих стратегии глобализации. Благодаря международной инвестиционной деятельности и китайские, и российские компании приобретают знания и новые навыки, расширяют свои возможности по управлению, создают мировые бренды и повышают свои конкурентные преимущества на глобальном рынке. Благодаря мировому финансовому кризису появилась возможность приобретения потенциально интересных зарубежных активов по значительно более низкой цене, чем раньше. Например, российская компания «Мечел» покупает американскую Bluestone Coal за 425 млн долл. США плюс 200 млн долл. США за привилегированные акции, в то время как изначальная цена в переговорах прошлого года варьировалась в районе 4 млрд долл. США. Смогут ли российские и китайские компании продолжить активную инвестиционную деятельность и воспользоваться появившимися возможностями, зависит от того, удастся ли им решить основные проблемы, усугубленные текущей экономической ситуацией.

Самой очевидной из них является финансирование инвестиционных проектов. По словам Яна Гомеса, руководителя направления по исследованию быстроразвивающихся рынков KPMG, «полноценная международная активность в слияниях и поглощениях может восстановиться только тогда, когда исчезнет дефицит ликвидности». Проблема с финансированием выглядит особенно угрожающей для частных компаний с большой долей заемного капитала. Государственные компании, имеющие возможность воспользоваться помощью государственных банков или получить дополнительное вливание капитала, находятся в значительно лучшем положении.

Для инвесторов, заинтересованных в поиске новых источников природных ресурсов, так же как и стратегических активов, одной из главных проблем является протекционизм – особенно если это государственные компании. Несмотря на потребность в денежных средствах, в большинстве стран политическое сопротивление поглощениям со стороны китайских или российских компаний не ослабевает. Так, например, австралийское антимонопольное ведомство заблокировало предложение китайского холдинга China Minmetals о покупке цинковой компании OZ Minerals по

соображениям безопасности. Слухи о том, что либо «Газпром», либо «ЛУКОЙЛ» ведет переговоры о покупке акций испанской компании Repsol, вызвали большой переполох в испанских политических кругах, в том числе это повлекло весьма агрессивное выступление в парламенте лидера оппозиции. Еще одним примером того, как государственные органы могут усложнить жизнь инвесторам, может послужить недавнее повторное возбуждение Министерством финансов Швейцарии дела против российского миллиардера Виктора Вексельберга по поводу нарушения правил раскрытия информации при покупке долей компании-производителя оборудования Sulzer. Министерство объявило об этом решении меньше

Протекционизм становится серьезным препятствием зарубежному инвестированию.

чем за два дня до общего собрания акционеров, на котором представители г-на Вексельберга сменили руководство компании.

Политика протекционизма, вероятно, становится еще более важным фактором особенно сейчас, когда государство стало играть более активную роль в отношении международной экспансии не только в Китае, но и в России. Среди примеров того, как стратегически важные зарубежные активы переходили из частных в государственные руки, можно назвать 49% венгерской авиакомпании Malev, которая сейчас управляется Внешэкономбанком, и 25% казахстанских урановых рудников, теперь принадлежащих госкорпорации «Росатом». Если власти и общественность этих стран будут видеть всех во всех инвесторах из Китая и/или России потенциальных представителей соответствующих правительств, это может еще больше увеличить ограничения на входящие инвестиции.

И наконец, еще одна проблема, которая стоит и перед российскими, и перед китайскими предприятиями, – это изменение правительственной политики в зависимости от состояния платежного баланса. Недавно ослабленное регулирование может быть легко восстановлено, если валютные резервы России или Китая опустятся ниже политически допустимой величины. В этом случае политики могут изменить свое отношение к оттоку капитала из страны независимо от того, какие выгоды могут получить конкретные компании от своих стратегий глобализации.

ОБЗОРЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО

- «Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае»
- «Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае»
- «Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса»

Московская школа управления СКОЛКОВО – совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делясь практическими знаниями, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения.

Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках Приоритетного Национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Президент Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена – программы проходят в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний комплексные модули. С января 2009 года стартовала программа Executive MBA, набор в следующий класс, который начнет обучение в январе 2010 года, уже открыт. Завершается набор первого класса студентов на международную программу Full-time MBA, обучение начнется в сентябре 2009 г. Уникальный кампус СКОЛКОВО откроет двери для гостей в сентябре 2009 года.

Более подробная информация о программах СКОЛКОВО:

info@skolkovo.ru

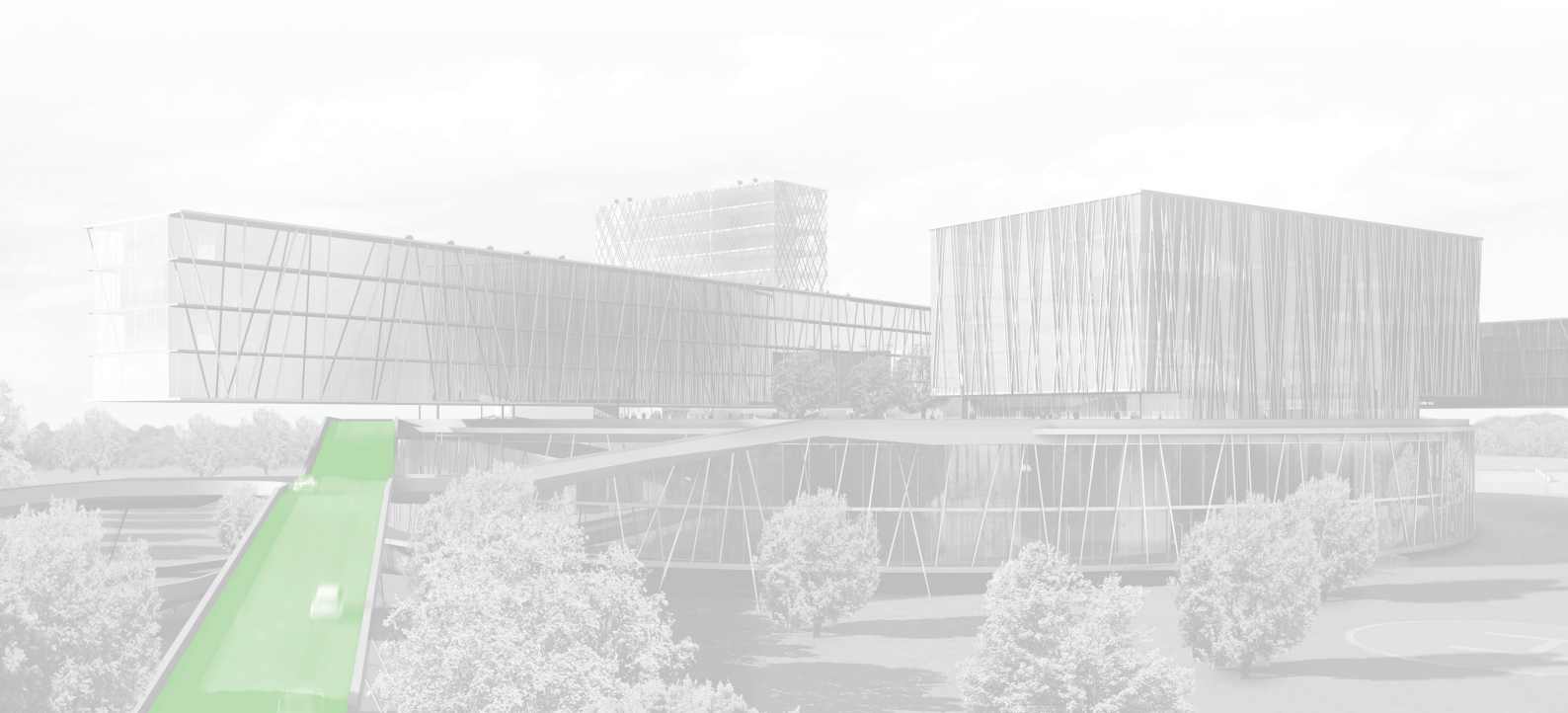
www.skolkovo.ru


tel./fax: +7 495 580 30 03

Московская школа управления СКОЛКОВО

115035, Россия, Москва,

1-й Кадашевский переулок, д. 10 стр. 3,





Московская школа управления СКОЛКОВО
115035, Россия, Москва,
1-й Кадашевский переулок, д. 10 стр. 3,
tel./fax: +7 495 580 30 03

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Weichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634