

## Особенности рынка международных слияний и поглощений в России

© 2010 О.И. Лобаева

Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации  
E-mail: OET2004@yandex.ru

В статье обосновано, что российский рынок слияний и поглощений набирает обороты, вовлекая в свой круг все большее число участников, и задействует огромные финансовые ресурсы. Условно выделяется три этапа эволюции рынка слияний и поглощений в России, а с началом финансового кризиса в 2008 г., по всей видимости, можно говорить о четвертом этапе в развитии российского рынка слияний и поглощений. Выделение особенностей рынка слияний и поглощений в России позволяет идентифицировать тенденции его развития в условиях мирового финансового кризиса.

*Ключевые слова:* слияния и поглощения компаний, этапы эволюции слияний и поглощений, финансовый кризис, посткризисная финансовая ситуация, объем сделок, характерные черты M&A, перспективы рынка M&A.

В современных условиях мирового финансового кризиса наиболее эффективным механизмом реорганизации и сохранения бизнеса многими компаниями различных стран признана стратегия слияний и поглощений (Mergers and Acquisition - M&A). Слияние предполагает процесс приобретения компанией (группой компаний) контроля над другой (внешней) компанией, имеющий дружественный характер, нацеленный на системную интеграцию всех видов деятельности объединяющихся компаний на долгосрочную перспективу. Под поглощением компании понимается процесс приобретения компанией (группой компаний) контроля над другой (внешней) компанией, имеющий враждебный характер, нацеленный на системную интеграцию всех видов деятельности объединяющихся компаний, как на долгосрочную, так и на краткосрочную перспективу.

Реализация стратегии M&A дает компаниям ряд преимуществ, таких как успешность компании за счет объединения бизнеса, завоевание и закрепление ею лидерских позиций на рынке, применение инновационных перспективных методов менеджмента.

Россия не является исключением в реализации мировой тенденции формирования и развития рынка слияний и поглощений. В 2003 г. Россия была названа в качестве главной движущей силы рынка слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе. Российский рынок слияний и поглощений набирает обороты, вовлекая в свой круг все большее число участников, и задействует огромные финансовые ресурсы. Среди основных особенностей рынка международных слияний и поглощений в России можно выделить следующие:

- этапы эволюции рынка слияний и поглощений;
- негативные ожидания дальнейшего развития экономической ситуации в России<sup>1</sup>;
- затруднения при доступе к ресурсам финансирования сделок M&A;
- “ошибочная” ориентация в показателях и критериях стоимости объектов сделок M&A.

Условно можно выделить следующие этапы эволюции рынка слияний и поглощений в России.

Первый этап (1993-й - кризис 1998 г.)<sup>2</sup> относится преимущественно к периоду массовой приватизации государственного имущества. Если учитывать приватизационные сделки, то для данного периода наиболее характерными были “поглощения через приватизацию”. Этот способ был актуален и как самостоятельный механизм, и в рамках экспансионистской стратегии первых финансово-промышленных групп - ФПГ (прежде всего, неформальных банковского происхождения). В России в условиях, когда рыночная среда еще не сформировалась, движущей силой для объединений компаний было стремление к стабильности связей, обеспечивающей выживание как за счет взаимной поддержки членов объединения, так и посредством помощи государства. В первой половине 1990-х гг. встречались также единичные попытки использования классических методов поглощений, прежде всего в отраслях, где не требовалась высокая концентрация финансовых ресурсов.

Второй этап<sup>3</sup> (“посткризисный бум” 1999-2002 гг. в период восстановительного роста) был связан с перераспределением собственности после кризиса 1998 г. Он характеризовался существенной активностью на рынке недружествен-

ных поглощений и высокой долей “спекулятивных” сделок слияний и поглощений в общем объеме рынка. Наиболее явно проявились специфические причины, вызвавшие волну слияний и поглощений. Главным стимулом их активизации стала дальнейшая консолидация акционерного капитала.

Посткризисная финансовая ситуация способствовала ускорению темпа слияний и поглощений в тех секторах экономики, где существовала потенциальная готовность к этому до кризиса. Первоначально инициированный крупнейшими нефтяными компаниями процесс слияний и поглощений был наиболее характерен для черной и цветной металлургии, химии, угольной отрасли, машиностроения, пищевой, фармацевтической и лесной промышленности. В качестве разновидности слияния можно рассматривать переход нефтяных компаний на единую акцию.

Именно на втором этапе, когда многие, в том числе и крупные, компании оказались жертвами кризиса 1998 г., началось масштабное применение технологий российских враждебных поглощений (“корпоративные захваты”, “рейдерство”), которые использовали пробелы в законодательстве, регулирующем деятельность юридических лиц, и коррумпированность административного аппарата. На рынке появляются компании-рейдеры, целью которых при поглощении было не развитие основной деятельности предприятия, а “вывод” и реализация наиболее

ценных активов. Наибольший интерес вызывали компании, обладающие привлекательными объектами недвижимости.

Примерно к 2003 г., когда формирование большинства вертикально интегрированных структур закончилось, а политические риски возросли, активность крупного капитала на внутреннем рынке слияний и поглощений намного снизилась. Этот “реорганизационный спад” был связан прежде всего с первичным завершением процессов консолидации и наметившимся переходом к юридической и экономической реструктуризации “неоформленных” холдингов (групп), легализацией и закреплением прав собственности на экономические активы. Активное участие в этом процессе приняли средние интегрированные структуры - компании второго и третьего эшелонов.

Третий этап<sup>4</sup> (этап экономического роста 2003 г. до начала кризиса 2008 г.) характеризуется высокой долей участия государства (крупнейших компаний и банков) в процессах слияний и поглощений, возрастанием доли “цивилизованных” форм сделок, положительной динамикой использования прозрачных механизмов реструктуризации собственности, в том числе инструментария фондового рынка при проведении сделок. Представим сумму сделок M&A и их количество за период 2003-2009 гг. (см. рисунок).

В 2004 г. средняя стоимость сделки по сравнению с предыдущим годом возросла на 40%. За первое полугодие 2006 г. российский рынок

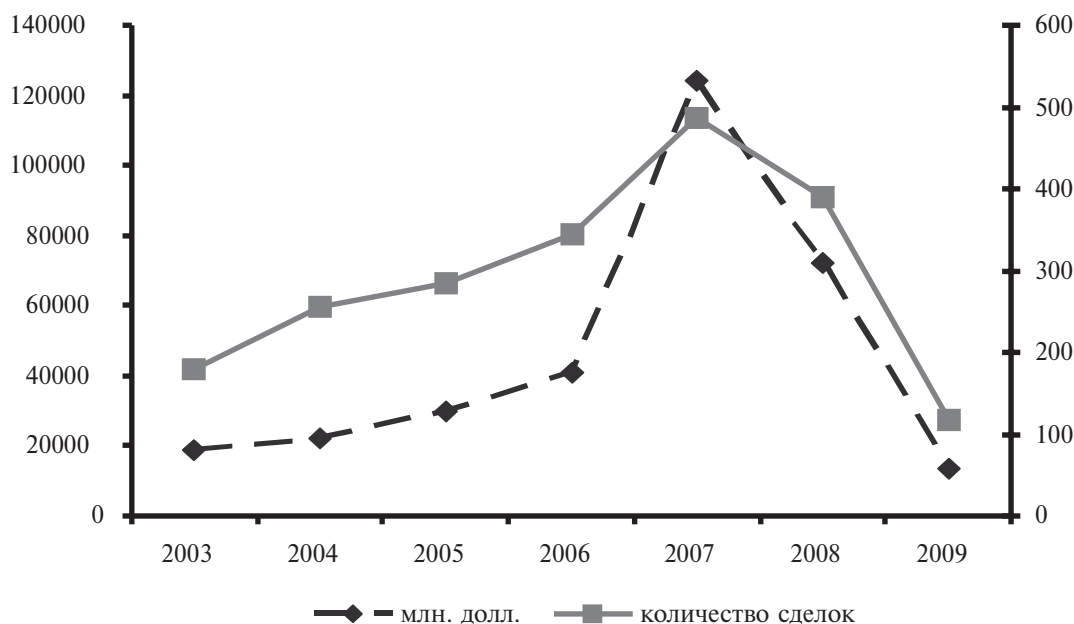


Рис. Сумма сделок M&A и их количество в России за период 2003-2009 гг.

Источник. По материалам: *Радыгин А.* Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // *Вопр. экономики.* 2009. <sup>1</sup> 10. С. 23-45; *Петрова В.* Лучше меньше, да лучше // *Слияния и поглощения.* 2009. <sup>1</sup> 10 (80). С. 29-35; Сайт: [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru).

M&A вырос на 57 % по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. и составил более 24 млрд. долл.<sup>5</sup>

В 2008 г. средняя стоимость сделок выросла по сравнению с предыдущим годом на 30%, несмотря на снижение их количества. В 2007 г. объем сделок составил 124 млрд. долл. против 2003 г., т.е. увеличился почти в 7 раз<sup>6</sup>. Росло и количество сделок - со 180 в 2003 г. до 487 в 2007 г. Зарубежная M&A-активность российских корпораций за 2009 г. в России упала вдвое по сравнению с 2008 г. Объем сделок составил только 13,7 млрд. долл.<sup>7</sup> В лидерах - нефтяники, обеспечившие больше половины трансакций. Металлурги - вторые, главным образом за счет того, что им удалось в разы сбить цены почти по всем приобретенным активам. Телекоммуникационные компании из-за дефицита ликвидности проиграли контроль рынков Азии. При этом в 2003-2008 гг. было проведено примерно 116 сделок стоимостью свыше 500 млн. долл., или 6,3% сделок за рассматриваемый период.

Сокращение числа международных слияний и поглощений в России обусловлено не только финансовым кризисом, ограничившим финансовые возможности российских компаний, но и серьезными рисками, связанными с покупками активов в развитых странах (сильная конкуренция, большие сложности в связи с управлением и интеграцией компании, отсутствие опыта работы на рынке развитых стран, неправильная мотивация). Среди характерных черт рынка слияний и поглощений в России за этот период, отличающих его от западного процесса консолидации капиталов, следует выделить:

- проблемы осуществления контроля государственными органами за процессами слияний и поглощений компаний;
- низкую вовлеченность инструментов организованного фондового рынка в процесс слияний и поглощений (большинство сделок происходит не с акциями публичных компаний, а с частными компаниями, хотя и наблюдается отмеченная выше положительная динамика);
- отсутствие эффективного менеджмента компаний: собственник бизнеса - управляющий;
- отсутствие прозрачной структуры собственности формально публичных компаний;
- концентрацию в одних руках в среднем значительно большего пакета акций, чем в западных публичных компаниях;
- высокую долю сделок слияний и поглощений, совершаемых с использованием оффшоров.

Следует отметить, что из 1393 проанализированных сделок 1221 связана с получением контроля над отечественной компанией (66% общей суммы сделок). Компании из стран ЕС в 91% случа-

ев, приобретая предприятие на территории РФ, получали над ним контроль, в 4% - "половину" компании и в 2% - блок-пакет или от 26 до 49% в уставном капитале. Покупатели из стран ближнего зарубежья в 80% сделок приобретали контроль и в 20% сделок - 50% компании на территории России. Компании из других иностранных государств в 88,5% случаев приобретали контроль над российскими, в 6,4% - покупали половину и в 5,1% - до 49% доли в предприятии<sup>8</sup>.

В данный период постепенно росло количество сделок слияний и поглощений с привлечением заемных средств (LBO - leverage buy-out) и выкупом доли менеджментом предприятия (MBO - management buy-out). В 2006 г. доля таких сделок в общем количестве составляла около 4%. При этом почти все сделки выкупа акций менеджментом в России осуществлялись с привлечением заемных средств, поскольку собственных средств, как правило, не было.

С началом финансового кризиса в 2008 г., по всей видимости, можно говорить о четвертом этапе<sup>9</sup> в развитии российского рынка слияний и поглощений. Эксперты весьма единодушны в общих оценках итогов его развития: падение по сравнению с 2007 г., причем впервые после длительного периода стабильного роста в 2002-2007 гг. Абсолютные оценки снижения емкости рынка различаются в зависимости от применяемых методик: на 36% (со 120-122 млрд. долл. до 77,5 млрд., если учитывать сделки от 5 млн. долл. - M&A Intelligence), на 9%, или до 120 млрд. долл., из которых почти 100 млрд. пришлось на покупку российских активов (если учитывать все сделки - Ernst&Young). Отношение объема рынка слияний и поглощений к ВВП в 2008 г. составило около 7% (в 2007 г. - 10%).

Оценить перспективы рынка слияний и поглощений в России на 2010 г. крайне сложно. Предполагается дальнейшее сокращение его емкости (до 60% уровня 2008 г.). Противоречивы и прогнозы качественных тенденций - от продолжающегося сжатия рынка (из-за трудностей с оборотным капиталом и доступом к внешнему финансированию) до его активизации за счет скупки проблемных активов и компаний. Следует отметить, что в условиях кризиса не спешат проявлять активность как крупные компании, так и средние по размеру предприятия. Многие лидеры обременены на рынке M&A кредитными обязательствами и в этой связи не могут позволить себе новые приобретения. Привлечение средств на фондовом рынке также ограничено. Несомненно, кризис изменил стратегию многих организаций, еще раз обозначив приоритеты развития и стабильность устойчивого развития.

Как отмечают многие аналитики, кризисные явления будут активно сказываться на экономи-

ческих отношениях как минимум до 2012 г. В этой связи вполне реально может начаться новый, пятый, этап в развитии российского рынка слияний и поглощений. Данный этап будет характеризоваться новыми правилами игры на рынке M&A, с учетом кризисных явлений и последствий.

К следующей особенности рынка международных слияний и поглощений в России относятся негативные ожидания дальнейшего развития экономической ситуации в России. К сожалению, в настоящее время не только в кругу ученых-экономистов, но и среди представителей бизнес-сообществ преобладают пессимистические настроения относительно дальнейшего развития экономики как в России, так и в остальных странах.

Мировой финансовый кризис вызвал и вызывает опасения и повлек в настоящее время осторожное поведение большинства компаний на рынке M&A. Неопределенность дальнейшего развития как компаний, так и экономики России и мирового экономического пространства в целом и в результате риск - что окончательно сдерживает руководство компаний занимать активную позицию на рынке M&A, даже при наличии финансовых средств.

Затруднения при доступе к ресурсам финансирования сделок M&A как особенность рынка слияний и поглощений в России характеризуются тем, что долгое время большинство сделок по слияниям и поглощениям компаний совершались за счет заемных средств. Это было отличием как для крупного, так и для среднего бизнеса. В настоящее время банковские институты испытывают не лучшие времена. Многие из них отказываются финансировать сделки M&A, опасаясь, что активная кредитная (инвестиционная) политика может привести к снижению их финансовой устойчивости и даже банкротству. Не спешат проявлять активность и компании реального сектора экономики. Многие компании обременены кредитными обязательствами и в этой связи не могут себе позволить новые приобретения. Привлечение средств на фондовом рынке также ограничено. Те же, кто имеет средства, в настоящее время медлят с принятием решения о покупке и совершении сделок. Также следует отметить, что такая ситуация не свидетельствует о полном отказе участников рынка M&A от сделок в связи с затруднениями финансирования слияний и поглощений. Вполне вероятно, это обстоятельство приведет к снижению цен, которые они готовы заплатить за то или иное предприятие, либо просто заставит отложить процесс совершения сделки.

“Ошибочная” ориентация в показателях и критериях стоимости объектов сделок M&A, являясь очередной особенностью российского рынка слияний и поглощений, предполагает потерю для российского бизнеса одного из важнейших

ориентиров для определения цены контроля над компанией - показателей фондового рынка, среди которых курсовая стоимость акций, котировка облигаций и т.п. Однако в последнее время отечественный рынок ценных бумаг устремился вниз, игнорируя даже позитивные новости.

Кроме того, существует проблема неспособности специалистов дать реальную оценку компании - цели, ее рыночному потенциалу, отношений с клиентами и поставщиками<sup>10</sup>.

Все указанное в целом подтверждает тот факт, что западная практика рынка M&A не вполне уместна в российских условиях. Ведь основная масса компаний в развитых странах действует в форме акционерных обществ - корпораций, акции которых обращаются на биржах и не сконцентрированы в одних руках. Опыт же России показывает обратное. Фондовый рынок развит слабо, акции сконцентрированы в руках собственника и в открытом доступе чаще всего отсутствуют. Следует отметить, что, если в сделке принимает участие иностранный инвестор либо акции зарегистрированы на зарубежные компании, процедура перехода контроля на акции близка к западной практике, прежде всего это обусловлено тем, что в данной ситуации применимо иностранное право.

Таким образом, выделение особенностей рынка слияний и поглощений в России позволяет идентифицировать тенденции его развития в условиях мирового финансового кризиса, среди которых следует отметить: сокращение времени, необходимого для совершения сделок M&A; формирование “рынка покупателя”; совершенствование процесса слияний и поглощений посредством осуществления предпродажной проверки бизнеса (due diligence), оптимизация расходов на процесс сопровождения сделок рынка M&A; увеличение числа отказа от совершения сделок M&A.

<sup>1</sup> Молотников А. Особенности совершения сделок M&A средних компаний в условиях кризиса: первые итоги и дальнейшие перспективы // Слияния и поглощения. 2009. №1-2 (71-72). С. 54.

<sup>2</sup> Радыгин А. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // Вопр. экономики. 2009. №10. С. 23.

<sup>3</sup> Там же. С. 24.

<sup>4</sup> Там же. С. 25.

<sup>5</sup> Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. СПб., 2007. С. 6.

<sup>6</sup> Радыгин А. Указ. соч. С. 25-26.

<sup>7</sup> Петрова В. Лучше меньше, да лучше // Слияния и поглощения. 2009. №10 (80). С. 29.

<sup>8</sup> Радыгин А. Указ. соч. С. 27-28.

<sup>9</sup> Там же. С. 29.

<sup>10</sup> Сорокина И.О. Специфические риски процессов слияний и присоединений // Финансы и кредит. 2009. №18 (354). С. 31.