

Особенности российского рынка слияния и поглощения, современные тенденции

© 2009 А.А. Алексанян

Государственный университет - Высшая школа экономики, г. Москва

Раскрываются основные причины и мотивы слияния компаний. Также рассматривается различие между российским и западным рынками слияния и поглощения. Проводится анализ современного состояния российского рынка слияния и поглощения, влияния на него мирового финансового кризиса.

Ключевые слова: слияние и поглощение, совет директоров, мировой финансовый кризис, интеграция, акционеры, менеджмент, отрасль экономики.

Любая компания, которая представляет из себя какую-то ценность на рынке, может стать объектом слияния и поглощения. Кроме того, она может быть и инициатором слияния, и стать мишенью для другой компании. Слияние приводит к полной реорганизации компании, к изменению структуры собственников активов компании, что непосредственно влияет на ее акционеров. Акционеры в результате слияния могут как выиграть, так и потерять. Поэтому совет директоров, будучи гарантом защиты интересов акционеров, несет непосредственную ответственность за процесс и результат слияния.

Принято считать результат слияния двух компаний успешным, если их объединенная стоимость после слияния является больше, чем суммарная стоимость каждой компании по отдельности до слияния и затрат на осуществление сделки. Но не все так просто, многие слияния, которые казались экономически выгодными, потерпели неудачу из-за того, что совет директоров не справился с трудной задачей интеграции двух фирм, которые имели разные производственные системы, корпоративные культуры, методы учета. Также случается, что само по себе слияние приносит выгоду, но из-за неправильной оценки стоимости компании советом директоров покупатель все равно терпит убытки, потому что заплатил слишком много. Не стоит забывать, что стоимость большинства компаний зависит от человеческого капитала - менеджеров, рабочих, инженеров, ученых. Эти люди, если не будут довольны объединенной компанией, могут с легкостью уйти из компании к конкурентам. В результате останутся только пустые стены и некавалифицированные специалисты, за которых были заплачены огромные деньги. В данной связи важно понимать мотивы слияния, знать, вследствие чего компании, объединившись, могут обрести большую стоимость, чем порознь.

Одним из самых распространенных мотивов слияния является достижение экономии от эф-

фекта масштаба, что достигается путем горизонтальной интеграции. Сторонники данного мотива ссылаются на экономию благодаря совместному использованию некоторых централизованных услуг, таких как бухгалтерский учет, финансовый контроль, административное управление, отдел кадров, единый топ-менеджмент. Очень часто именно на этот мотив ссылается совет директоров компании, когда хочет провести слияние с другой компанией.

Но купить стороннюю компанию проще простого, совсем другое дело эффективно интегрировать ее со своим бизнесом. На практике многие компании, объединившись с целью экономии от масштаба, продолжают работать разрозненно, иногда даже конкурируя друг с другом. Каждая компания продолжает использовать только свои производственные возможности (исследовательские ресурсы, маркетинговые исследования и т.д.).

В слияниях вертикального типа компания стремится охватить всю производственную цепочку от сырья до продажи продукта. Компания стремится достичь экономии благодаря слиянию с поставщиком или с покупателем. Основным преимуществом вертикальной интеграции является облегчение административного управления и координации действий. Сейчас, в отличие от горизонтальной интеграции, увеличение вертикальной интеграции идет на убыль. Многие компании предпочитают использовать услуги аутсорсинговых компаний, и, как показывает практика, очень часто это намного выгоднее для компании.

Следующим мотивом слияния может стать тот факт, что компании будут взаимодополнять друг друга. Например, предположим, есть мелкая компания, которая обладает уникальным продуктом, но у нее нет необходимых ресурсов для массового производства и продвижения продукта. Тогда при слиянии с крупной компанией она может получить необходимые ресурсы, а круп-

ная компания - прибыльный продукт. Когда две компании владеют взаимодополняющими ресурсами, у каждой есть то, чего не хватает другой - вот она прямая причина слияния.

Жертвой поглощения также может стать компания с неэффективным менеджментом. Всегда встречаются компании с нереализованным потенциалом снижения издержек, наращивания продаж и повышения прибыли. Такие компании часто становятся жертвами со стороны других компаний, где управление поставлено лучше. Иногда под лучшим управлением понимается готовность компании идти на жесткие меры, например, на уменьшение издержек путем сокращения персонала. Однако, как показывает практика, не всегда все так просто. Критиковать чужие ошибки в управлении намного легче, чем исправлять их. Нередко такие самонадеянные, амбициозные менеджеры после поглощения оказываются еще менее компетентными, чем те, кого они вытеснили. Такое слияние иногда не только не приносит пользы, но и может сильно ухудшить положение дел во всей компании. Тогда совет директоров вынужден снова продать часть компании, которая недавно была куплена, но с большим дисконтом по сравнению с прежней ценой.

Несмотря на то, что мотивы слияния компаний в мире более-менее одинаковы, этот процесс сильно отличается в зависимости от развитости рынка. Если мы сравним западный и российский рынки, то можно выявить ряд явных отличий. Для западной практики как традиционно, так и законодательно характерна большая открытость сделок (публичное объявление тендера, публичная процедура расчета с миноритариями, судебная защищенность). Для России характерна закрытость сделки, когда несколько контролирующих акционеров делают частное предложение о продаже, при этом не обращая внимания на интересы миноритариев.

Другой отличительной чертой является то, что на Западе, как правило, цена, которую компания-покупатель предлагает акционерам текущей компании, включает в себя премию к текущей цене акции - это и является основным мотивом, побуждающим акционеров компании-цели принять предложение. Для России характерно совершение сделки на невыгодных условиях для текущих акционеров. Как правило, покупка осуществляется по цене, которая ниже реальной стоимости акций. Очевидно, в данном случае давление на акционеров компании-цели должно быть весьма ощутимым. Нередко инструментом такого давления становятся нормы гражданского и уголовного права.

В западной практике законодательство по слиянию и поглощению компаний качественно разработано и ориентировано на защиту интересов всех категорий акционеров и других заинтересованных лиц. В России слабо развита система судебной защиты прав акционеров и миноритариев.

Также следует отметить, что в России основным инструментом защиты от поглощения нередко является привлечение "белого рыцаря", т.е. нахождение третьей фирмы, которая готова заплатить немножко больше, чем агрессор, и продать компанию. Но, как правило, и здесь цена существенно ниже справедливой и "белый рыцарь", по сути, является таким же агрессором. Однако это делается скорее не ради небольшой разницы, а ради морального удовлетворения от того, что удалось избежать агрессора. Обычно потом "белый рыцарь" перепродает компанию тому же агрессору, просто с небольшой надбавкой.

Еще одной отличительной чертой сделок слияния и поглощения в России является то, что они часто происходят без привлечения внешних консультантов. Это, во-первых, обусловлено тем, что в России отсутствует культура привлечения внешних консультантов и оплаты их недешевых услуг. Во-вторых, российские компании не видят необходимости переноса части юридических рисков на профессиональных участников рынка слияния и поглощения. В-третьих, в России оценка справедливой цены акции компании при поглощении не является существенным фактором.

Но несмотря на все отмеченное, российский рынок слияния и поглощения компаний с 2003 г. рос невероятными темпами и в начале 2008 г. Россия занимала 5-е место в Европе по объему сделок (см. рисунок).

В начале 2008 г. российский рынок слияний и поглощений продолжал уверенно расти, что было обусловлено как позитивными тенденциями российской экономики в целом, так и отсутствием возможности использования IPO как инструмента привлечения финансирования в связи с ухудшением ситуации на глобальных фондовых рынках. Однако негативное влияние мирового финансового кризиса и резкое снижение цен на нефть к осени 2008 г. значительно ухудшили макроэкономическую ситуацию в России, что, безусловно, не могло не сказаться на отечественном рынке слияний и поглощений.

По сравнению с 2007 г. произошло сокращение объемов по сделкам как с российскими активами на 8%, а с зарубежными на 11%. Это было обусловлено, прежде всего, кризисными явлениями в российской экономике, усугубившимися осенью 2008 г. В 2008 г. общий объем

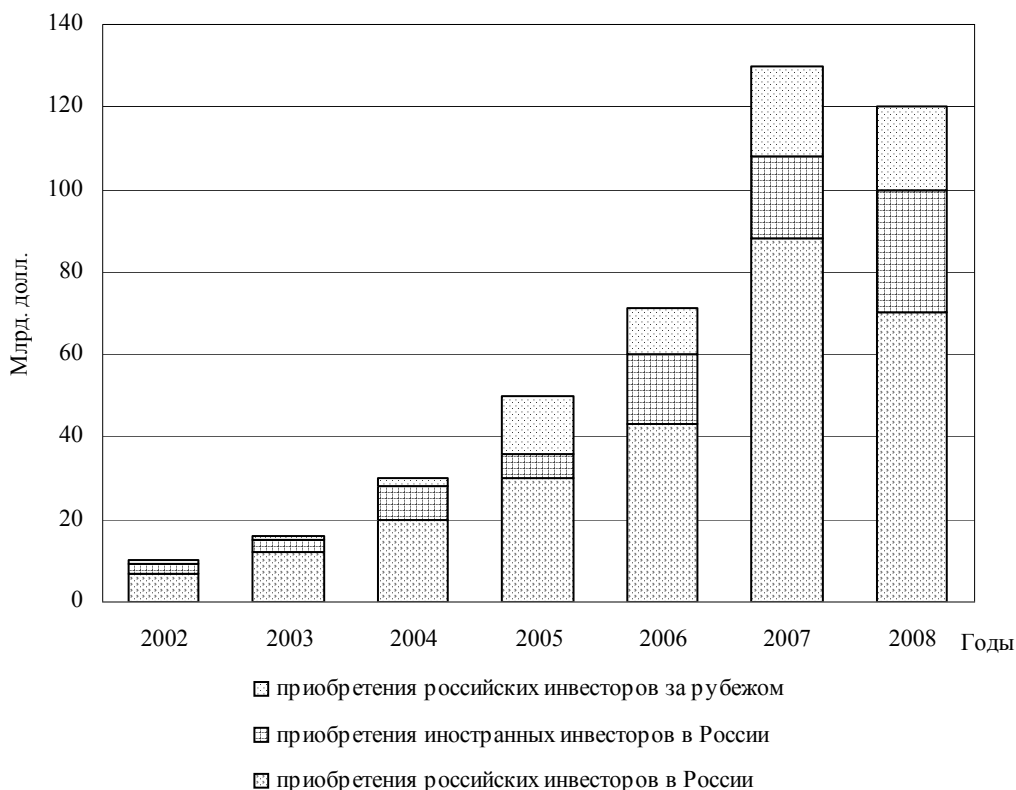


Рис. Совокупный объем рынка слияния и поглощения компаний в России

рынка слияния и поглощения в России уменьшился на 9%.

Средний размер сделок по сравнению с предыдущим годом сократился почти вдвое. С одной стороны, это было связано с тем, что в 2007 г. были завершены крупные сделки по реализации активов, принадлежащих НК «ЮКОС». Две трети общей суммы сделок в нефтегазовом секторе в 2007 г. приходились на сделки с активами этой компании. С другой стороны, уменьшение среднего размера сделок говорит о том, что возросла активность среднего бизнеса на российском рынке слияний и поглощений.

Основные крупные сделки в 2008 г. были осуществлены в финансовом секторе, в нефтегазовой, энергетической, металлургической и горнодобывающей отраслях.

Несмотря на активное развитие рынка слияний и поглощений в первые девять месяцев 2008 г., изменения, которые произошли в России в четвертом квартале этого года под влиянием мирового финансового кризиса, обозначили ключевые тенденции развития рынка слияния и поглощения в 2009 г.

В сентябре 2008 г. компании стали пересматривать и сокращать свои инвестиционные планы. Большое количество игроков открыто заявили о немедленном прекращении всех проектов, связанных с региональной и международ-

ной экспансией посредством реализации сделок по покупке и слияниям.

С сентября-октября 2008 г. значительно возросло число несостоявшихся сделок. Осенью 2008 г. не только иностранные, но и российские игроки оказались в условиях высокой неопределенности, когда привычные показатели оценки рисков уже не могли адекватно отражать не только будущую, но даже и текущую ситуацию. Значительный разрыв в ожиданиях сторон в полной мере проявился в сделках: покупатели понимали, что они не готовы приобретать активы на условиях, которые казались выгодными еще несколько недель назад, и предлагали существенные изменения условий сделки, в то время как продавцы не были готовы так быстро адаптироваться и менять свои требования.

Четвертый квартал 2008 г. на российском рынке слияния и поглощения компаний ознаменовался тенденцией к изменению характера заключенных сделок. Падение стоимости большинства компаний и неспособность значительного числа игроков с высокой долговой нагрузкой исполнять свои обязательства по обслуживанию долга привели к переходу прав собственности на активы к финансовым институтам, а также в отдельных случаях к реализации этих активов за символические суммы. В большей степени сказанное коснулось тех секторов экономики, кото-

рые в числе первых почувствовали на себе негативное влияние мирового финансового кризиса, т.е. сектора финансовых услуг и недвижимости. Уже к середине четвертого квартала 2008 г. появление подобных активов отмечалось во многих отраслях. В основном такая тенденция проявилась у компаний, которые реализовывали стратегию агрессивного развития бизнеса, в том числе посредством поглощений, с использованием высокой доли краткосрочных внешних заимствований.

Отсутствие возможности реструктуризации долговой нагрузки привело к тому, что единственным доступным источником финансовых средств оказалось государство. Таким образом, в результате углубления кризисных явлений в экономике государство усилило свое присутствие на рынке, создав механизм финансирования бизнеса и выкупа долей компаний через государственные структуры (Внешэкономбанк, ВТБ, Сбербанк России).

Объем приобретений российских активов иностранными инвесторами в 2008 г. увеличился более чем на 40% по сравнению с предыдущим годом. Очевидно, что этот рост мог бы быть значительно выше, если бы во второй половине 2008 г. наблюдались те же тенденции экономического развития, что и в первой.

Наиболее привлекательным сектором для иностранного капитала в 2008 г. была энергетика, на долю которой пришлось около 19% общего объема сделок по покупке иностранными инвесторами отечественных активов. Как и в 2007 г., это было связано с реструктуризацией отрасли.

Финансовый сектор также представлял интерес для иностранных инвестиций: в 2008 г. на его долю пришлось около 14% суммарных приобретений иностранными инвесторами в России. Необходимо учитывать, что значительная часть сделок, закрытых в первой половине 2008 г., была инициирована еще в середине 2007 г., когда российский финансовый сектор демонстрировал высокие темпы роста, значительно превышавшие аналогичные показатели развитых стран. Высокие показатели доходности, низкий уровень проникновения финансовых услуг за пределами крупных городов, рост располагаемого дохода населения и потребительских расходов обеспе-

чивали высокую привлекательность российского финансового сектора вплоть до середины 2008 г.

Активный рост экономики, который продолжился в России в первой половине 2008 г., несмотря на развитие мирового финансового кризиса во многих странах, привел к тому, что в 2008 г. значительно возросла доля приобретений иностранных инвесторов в секторе пищевой промышленности. Наиболее крупные сделки были заключены в отраслях по производству соков и пива, где российские компании демонстрировали высокие показатели роста по сравнению со своими зарубежными конкурентами (наиболее значительной сделкой в отрасли стала покупка совместным предприятием PepsiCo и The Pepsi Bottling Group 75,53% акций крупнейшего российского производителя соков "Лебедянский" за 1357 млн. долл.).

В России основные сделки по слияниям и поглощениям с участием зарубежных инвесторов были совершены компаниями из Западной Европы. Объем сделок, совершенных инвесторами из стран СНГ, остался по-прежнему на низком уровне и составил менее 1% общего объема сделок.

Объем зарубежных приобретений со стороны российских инвесторов в 2008 г. снизился примерно на 14%. Эта тенденция стала прямым результатом влияния финансового кризиса на мировой рынок. Если в начале года российские компании еще могли рассчитывать на приобретение относительно дешевых зарубежных активов, то во второй половине года финансовые возможности отечественных инвесторов значительно ухудшились, что привело к срыву планировавшихся сделок (так, например, в ноябре 2008 г. НЛМК отменил сделку по покупке 100% доли John Maneely Company).

Наибольший объем сделок по покупке зарубежных активов российскими инвесторами был достигнут в металлургической и горнодобывающей отраслях. Российские холдинги продолжали укреплять свои позиции на международных рынках. Отечественные компании также расширяли свое присутствие в таких отраслях, как нефтегазовая и телекоммуникационная. Крупнейшие сделки были совершены в Северной Америке, Западной Европе и странах СНГ.

Поступила в редакцию 07.05.2009 г.