

Особенности трансграничных слияний и поглощений в России: мировой опыт и российская практика

© 2011 Е.Ю. Колова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

E-mail: lvls@mail.ru

Процесс интеграции российских компаний в мировое хозяйство крайне противоречив по своей сущности, так как на этапе выхода на зарубежные рынки российские компании сталкиваются с ограничительными мерами со стороны корпоративного бизнеса и государственных структур управления, в то время как иностранные компании на внутреннем рынке России имеют больше возможностей для реализации своих конкурентных преимуществ.

Ключевые слова: трансграничные слияния и поглощения, трансграничные операции, интеграция, “эффект богатства”, инновационный продукт.

В первом десятилетии XXI в. важность трансграничных слияний и поглощений в мировой экономике нашла подтверждение дальнейшим развитием этих операций. В 2007 г. их объем превысил 1 трлн. долл. Мировой финансово-экономический кризис 2008 г. хотя и привел к сокращению трансграничных сделок, но в незначительной степени отразился на тенденции развития данного вида операций. Уже в 2010 г. объем трансграничных слияний и поглощений был на 36 % больше, чем в 2009 г. При этом все большую роль начинают играть развивающиеся страны. Если в 2005 г. их доля в трансграничных слияниях и поглощениях составляла 13 %, то в 2010 г. уже 25 %¹.

Слияния и поглощения при выходе российских компаний на мировой рынок способствуют интеграции национальной экономики в мировое хозяйство. Эта интеграция происходит по двум основным направлениям. Иностранные компании приобретают целиком или частично действующие российские компании, привнося в них капитал, современный уровень менеджмента и технологий. Российские компании также все чаще используют слияния и поглощения для своей экспансии на зарубежные рынки.

Процесс интеграции российских компаний в мировое хозяйство крайне противоречив по своей сущности, так как на этапе выхода на зарубежные рынки российские компании сталкиваются с ограничительными мерами со стороны корпоративного бизнеса и государственных структур управления, в то время как иностранные компании на внутреннем рынке России имеют больше возможностей для реализации своих конкурентных преимуществ.

В условиях перехода к инновационному развитию экономики для российских компаний необходимо своевременно выявить и применить

открывающиеся возможности в международном разделении труда и движении капитала для своего экономического развития. Однако существует ряд проблем, с которыми сталкиваются российские компании при интеграции в мировое хозяйство через слияния и поглощения.

Первая группа проблем связана с формированием в России рынка слияний и поглощений. Раскрытие данной группы проблем предусматривает анализ теоретико-методологических подходов к осуществлению трансграничных слияний и поглощений в условиях мирового финансово-экономического кризиса; страновых и отраслевых особенностей трансграничных слияний и поглощений в условиях глобализации экономики; формирования рынка слияний и поглощений в России и его транснационализации.

В международном аспекте слияния и поглощения обычно рассматриваются в широком контексте международного движения капитала, который является важнейшей составной частью процессов глобализации экономики. По мнению И.П. Фаминского, транснационализация капитала имеет глубокие исторические предпосылки. Разделение труда и специализация производства способствуют не только возникновению излишков товаров, их обмену на постоянной основе, но и создают условия для перемещения капитала, что становится одним из характерных явлений мировой экономики².

Так, зарубежные экономисты К. Фрут и Дж. Штайн анализируют в своей работе “эффект богатства” (wealth effect)³. Они обратили внимание на то, что иностранная фирма может получить преимущества при поглощении местной фирмы, если ее собственная стоимость становится выше в силу различных причин, чем у конкурентов на поглощение на местном рынке. Среди наиболее очевидных факторов, завышаю-

щих стоимость фирмы, они выделяют рост стоимости валюты иностранной страны или рост капитализации иностранной фирмы вследствие общего роста фондового рынка страны ее базирования. В этих условиях иностранной фирме легче привлечь финансирование для поглощения местной фирмы, чем у ее местных конкурентов. Когда стоимость иностранной фирмы возрастает, открывая ей более выгодный доступ к капиталу, иностранный приобретатель ведет борьбу за местные активы более агрессивно, чем могут себе позволить внутренние участники торгов. Обобщая данное положение, К. Фрут и Дж. Штайн утверждают, что относительное изменение стоимости приводит к росту поглощения иностранных фирм фирмами относительно более богатых стран. В настоящее время колебания на рынках, вызванные финансово-экономическим кризисом, могут существенно менять привлекательность фирм для трансграничных слияний и поглощений в соответствии с отмеченными факторами.

Другой причиной, стимулирующей трансграничные слияния и поглощения и связанной с уровнем цен, является переоценка акций фирмы приобретателя. Американские экономисты А. Шлейфер и Р. Вишней разработали модель, которая показывает, как переоценка акций одной фирмы стимулирует приобретение ею других компаний. В их модели менеджеры фирмы-приобретателя с завышенной стоимостью выпускают акции по более высоким ценам для покупки фирм с низкой рыночной стоимостью.

Исследование С. Росси и П. Волпин обнаруживает еще один фактор, влияющий на количество трансграничных сделок. По их мнению, в таких сделках большую роль играют различия в защите прав акционеров. Фирмы в странах с более слабой защитой акционеров становятся объектом интереса для фирм из стран, где подобная защита выше.

При изучении прямых иностранных инвестиций традиционно большое внимание уделяется анализу инвестиционного климата той или иной страны. Давно замечено, что многие фирмы более склонны к капиталовложениям в соседних, чем отдаленных, странах. В результате соседство с государствами высокого уровня развития, где базируется значительное количество ТНК, может способствовать привлечению ПИИ даже в большей мере, нежели общий инвестиционный потенциал принимающей экономики, уровень политических и прочих рисков. Эти факторы также играют важную роль при анализе и прогнозировании трансграничных слияний и поглощений в кризисный и посткризисный периоды.

Мировой финансово-экономический кризис оказал существенное влияние на развитие процессов слияний и поглощений в мировой экономике, существенно уменьшив их стоимостный объем на мировом рынке в целом, а также в его трансграничном сегменте. Между тем в 2010-2011 гг. трансграничный рынок слияний и поглощений стал восстанавливаться; это дает основания полагать, что в ближайшие годы предстоит новый рост объема сделок по слияниям и поглощениям.

Установлено, что в условиях кризисных явлений усиливается интерес инвесторов к созданию зарубежных фирм с нуля, а по мере стабилизации ситуации вновь приобретают значения трансграничные слияния и поглощения. Так, если в кризисный 2009 г. трансграничные слияния и поглощения резко сократились, составив лишь 25 % от фирм с нуля, то в 2010 г. их значение вновь стало расти, достигнув по объему 42 % от фирм с нуля⁴.

В данной связи можно говорить о волнообразном характере трансграничных слияний и поглощений в современной мировой экономике, который большинство исследователей связывают с циклами деловой активности, состоянием фондового рынка и крупными преобразованиями в технологической сфере.

Кроме того, можно отметить, что в трансграничных слияниях и поглощениях в мире доминируют компании сферы услуг и обрабатывающих отраслей промышленности. Доля добывающих отраслей незначительна.

Что же касается региональных особенностей, то наиболее активными игроками на рынке трансграничных слияний и поглощений были в первой половине 2000-х гг. в основном компании, представляющие страны ЕС. Они устойчиво опережали США по объему продаж на рынке международных слияний и поглощений. Особенно наглядно это проявилось в 2005 г., когда на США пришлось около 15 % от общего объема трансграничных слияний и поглощений, а на ЕС – порядка 65 %. Ситуация стала меняться в условиях мирового финансово-экономического кризиса. В 2009 г. и первой половине 2010 г. США смогли обогнать страны ЕС.

В отмеченный период и доля развивающихся стран в общем объеме трансграничных сделок слияний и поглощений превысила показатель стран ЕС. Причем все большую роль начинают играть страны группы БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР). Например, в первом полугодии 2010 г. на них пришлось более половины всех слияний и поглощений в развивающихся странах. Наибольший объем инвестиций

в 2010 г. в ходе сделок слияний и поглощений удалось привлечь Китаю - 133 млрд. долл. Второй самый высокий показатель у Бразилии. Далее следуют Индия и Россия, которой досталось четвертое место среди стран с развивающимися экономиками, Южная Африка отстает по данным показателям от вышеперечисленных стран.

Если говорить о Российской Федерации, то по мере развития рынка слияний и поглощений в России росла и доля операций с участием нерезидентов, т.е. возрастал уровень его транснационализации (см. таблицу). Так, в 2005 г., по

величинам объем трансграничных слияний и поглощений компаний России остается ниже докризисных 2007-го и 2008 г. (44 млрд. долл. в 2010 г. по сравнению с 49 млрд. долл. в 2007 г. и 69 млрд. долл. в 2008 г.).

Выявлено, что российский рынок слияний и поглощений в течение последнего десятилетия также демонстрирует в целом тенденцию к росту, активность на нем совпадает с мировыми тенденциями (см. рисунок), что может свидетельствовать о высокой степени его интеграции в мировой рынок слияний и поглощений.

Рынок слияний и поглощений в России в 2005-2010 гг., млрд. долл.*

Показатели	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Объем рынка, всего	41	64	159	122	49	96
В том числе:						
внутренние операции	28	39	111	54	27	52
трансграничные операции	13	24	49	69	21	44
из них:						
приобретение иностранных фирм	9	10	23	29	14	31
приобретение иностранцами российских фирм	4	15	25	39	8	13

* Составлено автором по: Обзор рынка слияний и поглощений в России компании KPMG за соответствующие годы. URL: www.kpmg.com.

данным компании KPMG, доля трансграничных сделок составляла всего лишь 32 % от всего объема российского рынка слияний и поглощений. В 2008 г. доля трансграничных сделок составила уже 56 % от всего объема российского рынка слияний и поглощений. Мировой финансово-экономический кризис несколько снизил объем трансграничной активности в РФ. В 2009 г. на трансграничные операции пришлось 44 %, а в 2010 г. - 46 %. Тем не менее по абсолютным

Вторая группа проблем при изучении вопросов интеграции российских компаний в мировое хозяйство связана с использованием сделок по слияниям и поглощениям иностранным капиталом для вхождения на российский рынок. Особое внимание здесь стоит уделить роли иностранного капитала в инновационном развитии России.

На примере нефтегазового сектора можно наблюдать, что приход иностранных компаний

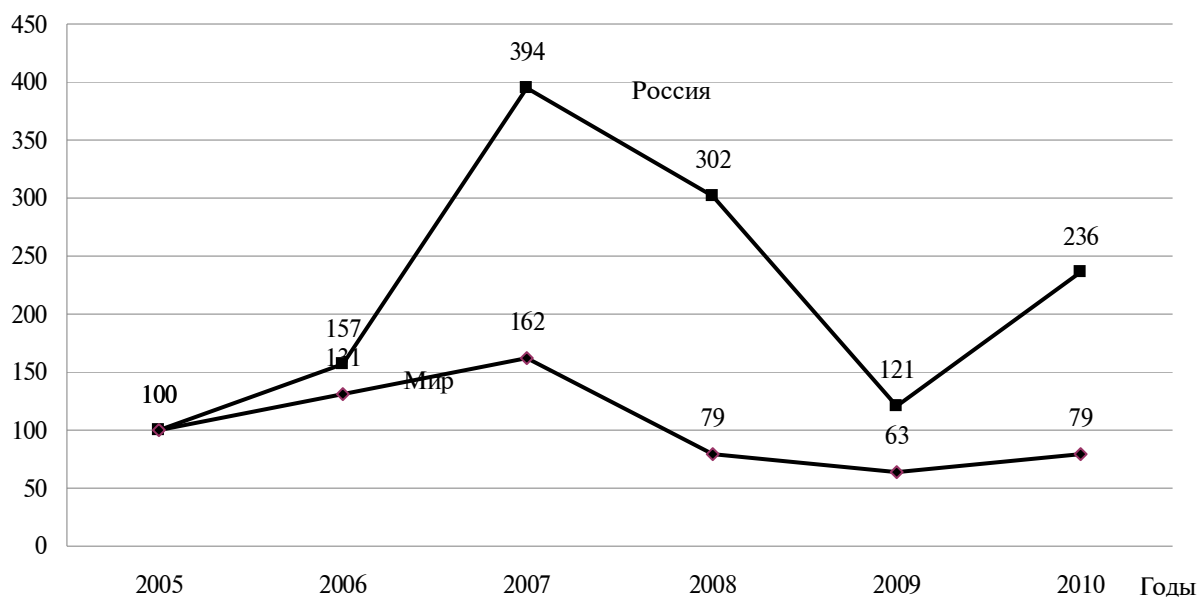


Рис. Объем слияний и поглощений в России и в мире, индексные данные, 2005 г.=100

в российский нефтегазовый комплекс сыграл положительную роль с точки зрения притока зарубежных инвестиций. Вместе с тем по масштабу притока этот вклад оказался много меньше ожидаемого и необходимого для российского нефтегазового сектора. Подавляющая доля притоков зарубежных инвестиций имела своим происхождением офшорные юрисдикции, что свидетельствует о возвращении в национальную экономику под видом иностранных инвестиций российского капитала.

В конце XX в. предпринимались агрессивные попытки поглощения российских корпораций зарубежными инвесторами. Особый интерес иностранных инвесторов был обращен к нефтегазовому сектору, как к сегменту с наиболее благоприятной конъюнктурой. Так, по данным ЮНКТАД, доля иностранных компаний в совокупном производстве нефти и газа в России увеличилась с 1,9 % в 1995 г. до 7,5 % в 2005 г. Доля иностранных филиалов в национальном производстве нефти и газа в России в целом значительно ниже, чем в среднем по миру. По оценкам ЮНКТАД, в 2005 г. на иностранные филиалы приходилось 22 % мирового объема добычи нефти и газа, причем в среднем этот показатель был выше в развитых странах (36 %), чем в развивающихся странах (19 %) и странах с переходной экономикой (11 %). Вклад иностранных нефтяных компаний в российскую экономику мог бы быть более значительным как с точки зрения количества осуществляемых проектов, так и с точки зрения трансферта необходимых технологий и финансовых ресурсов.

Рассматривая особенности вхождения иностранного капитала в финансовый сектор российской экономики через сделки по слияниям и поглощениям, стоит отметить, что иностранный капитал наращивал свое присутствие в финансовом секторе российской экономики вплоть до финансово-экономического кризиса, но в последние годы наметилась противоположная тенденция.

В первой половине первого десятилетия XXI в. Россия представляла собой перспективный рынок банковских услуг. Среди стран с развивающимися рынками российский банковский сектор являлся одним из наиболее динамичных и прибыльных. Динамика и прибыльность российской банковской системы была многократно выше, чем в развитых странах. При этом российская банковская система характеризовалась еще и достаточно умеренным уровнем кредитных рисков. По показателям, характеризующим уровень кредитных рисков (достаточность капитала и доля просроченной задолженности в кредитах), рос-

сийская банковская система находилась в более благоприятной ситуации по сравнению с банковскими системами большинства стран СНГ, Восточной Европы, Азии и Латинской Америки, незначительно уступая только Индонезии, Бразилии, Мексике и Чили.

Рентабельность банковских активов в России значительно превосходила аналогичный показатель для стран Центральной и Восточной Европы, а насыщенность рынка банковских услуг, измеренная долей банковских активов в ВВП, была относительно невелика.

Необходимо отметить: растущая привлекательность российского рынка финансовых услуг привела к интенсификации экспансии иностранных банков на российский рынок. Так, за период с 1 января 2001 г. по 1 января 2010 г., по данным ЦБ РФ, число кредитных организаций с участием нерезидентов выросло со 130 до 226. Причем если в 2000-2004 гг. в качестве основного пути проникновения на российский рынок рассматривалось открытие дочернего банка, то начиная с 2005 г. более предпочтительной альтернативой стало приобретение или поглощение действующих российских банков, поскольку по мере роста привлекательности российского банковского рынка глобальные банки стали готовы осуществлять крупные инвестиции в покупку российских банков для закрепления на российском рынке. По данным компании Ernst&Young, в 2008 г. на сделки по слияниям и поглощениям с иностранным участием пришлось 44 % от общей суммы сделок в финансовом секторе.

Мировой финансово-экономический кризис привел к пересмотру стратегий экспансии ряда зарубежных банков на российский рынок. Например, крупнейший банк Испании Santander полностью свернул свою деятельность в России, продав в конце 2010 г. банку "Восточный экспресс" 100 % своего подразделения "Сантандер Консьюмер Банк", образованного на базе купленного в 2007 г. московского "Экстробанка". Основным направлением деятельности испанского банка в России была выдача автокредитов, но кризис внес свои корректировки. Впоследствии, летом 2010 г., "Восточный экспресс-банк" купил 100 % российской "дочки" Morgan Stanley - "Городской ипотечный банк".

В 2011 г. крупнейший по активам в Европе англо-гонконгский банк HSBC также объявил о закрытии своих розничных операций в России. Причины данного решения - пересмотр банком своей деятельности на российском рынке в связи с доминированием банков с государственным участием в этом секторе. По этому же пути пошел Британский Barclays, в 2011 г. выставив на

продажу свое розничное подразделение в России “Барклайс Банк”, созданный на базе купленного за 745 млн. долл. в 2008 г. “Экспобанка”, так как розничный бизнес в России был признан ими нерентабельным.

В связи с мировым финансово-экономическим кризисом экспансия иностранного капитала на отечественный рынок замедлилась, так как иностранным инвесторам приходится концентрировать ресурсы на сохранении собственной финансовой устойчивости, что ограничивает их возможности по приобретению бизнеса в других странах. Доля нерезидентов в совокупном зарегистрированном уставном капитале банковской системы России составляла, по данным ЦБ РФ, на 1 января 2009 г. 28,5 %, а на 1 января 2010 г. - лишь 24,5 %.

Особое место в исследовании особенностей привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику путем трансграничных слияний и поглощений отведено анализу роли иностранных инвестиций в модернизации экономики России.

На фоне общего притока иностранного капитала в российскую экономику иностранные инвестиции в НИОКР, по данным Росстат, составляют очень незначительную величину. Так, из 295 млн. долл. накопленных иностранных инвестиций в экономике России на начало января 2011 г. лишь 135 млн. долл. было вложено в НИОКР.

Вместе с тем диверсификация структуры экономики, а главное - смещение акцента с сырьевых отраслей на высокотехнологичные индустрии, во многом зависит от темпов развития технологически ориентированного предпринимательства. Однако высокотехнологические компании на ранней фазе своего развития в большинстве своем не вызывают интереса у профессиональных зарубежных и российских инвесторов. Не получая финансовой поддержки, они стагнируют или закрываются на этапе становления. Это обуславливает необходимость появления специализированных типов финансовых посредников и расширения спектра финансовых инструментов.

Важную роль в решении указанной проблемы должны играть венчурные фонды. В России их количество растет год от года. И здесь иностранный капитал начинает играть заметную роль. По данным Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования (РАВИ), в 2009 г. на иностранный капитал пришлось 53 % новых инвестиций в подобные фонды. Важным (а для многих и основным) критерием успешности деятельности венчурных фондов являются хорошие финансовые показатели выходов фон-

дов из портфельных компаний. По нему потенциальные инвесторы оценивают перспективность новых вложений во вновь создаваемые фонды. Многие эксперты отмечают, что основным смыслом прямого инвестирования в частные незарегистрированные на фондовой бирже компании является потенциальная возможность для инвесторов продать свою долю акций в будущем по цене, которая щедро вознаградит инвесторов за принятый на себя риск. Хотя имеется много различных способов продажи долей участия в капитале - IPO, поглощение, вторичная продажа, обратный выкуп или списание, но наиболее прибыльными путями являются IPO и поглощения.

Третья группа проблем связана с особенностями зарубежного выхода российского капитала посредством сделок по слияниям и поглощениям. В целом, можно отметить, что в предкризисные годы объем подобных операций устойчиво рос (см. таблицу). Так, в 2005 г. объем приобретения российскими фирмами зарубежных составил 9 млрд. долл., в 2006 г. - 10 млрд. долл., в 2007 г. - 23 млрд. долл., в 2008 г. - 29 млрд. долл. Вместе с тем стоит отметить, что эти сделки не затрагивали высокотехнологичные отрасли.

Мировой финансово-экономический кризис привел к сокращению объема зарубежных покупок российскими компаниями. В 2009 г. они приобрели активы зарубежных компаний на сумму в 14 млрд. долл. Снижение интереса к покупке иностранных активов со стороны российских компаний в этот период стало результатом возросших в мировой экономике рисков. Падение цен на сырьевые товары, прежде всего на нефть и металлы, снизили интерес российских компаний к расширению глобального присутствия с целью улучшения ресурсной и производственной базы, доступу к новым рынкам сбыта и технологиям. А возросшие затраты на кредитные ресурсы привели к сокращению инвестиционных возможностей.

Обращает на себя внимание то, что российские нефтегазовые компании проводят агрессивную политику. Уже в 2010 г. объем покупок превзошел докризисные значения, составив 31 млрд. долл. В 2010 г. ОАО «АК “Транснефть”» приобрела английскую компанию Kadina ltd, которая владеет Новороссийским морским торговым портом. Покупка этой компании позволила ОАО «АК “Транснефть”» расширить свой контроль над экспортной цепочкой. ОАО “Газпром” в 2010 г. приобрел 12,5 % акций “Белтрансгаза”. Эта сделка была последней в череде сделок, в результате которой ОАО “Газпром” получил 50 % долю в Белорусской газотранспортной компании. Холдинг “ТНК-ВР” приобрел 100 % акций компа-

нии “Викойл”, владеющей сетью АЗС на Украине. Приобретая эту компанию, “ТНК-ВР” также преследует цели вертикальной консолидации.

По данным информационного агентства АК&М, в 2010 г. отраслевая структура исходящих сделок по слияниям и поглощениям выглядела следующим образом: на связь пришлось 54 % всех подобных сделок, на добычу полезных ископаемых - 56 %, на металлургию - 11 %, торговлю - 2 %, и на другие отрасли - 7 %.⁵

В 2009 г. географическое разделение исходящих сделок выглядело следующим образом: на Европу пришлось 38 %, на Северную Америку - 19 %, на СНГ - 29 %, на Азию - 5 % и на другие регионы - 10 %⁶. Данная статистика еще раз подтверждает приоритет ЕС направления во внешнеэкономической деятельности.

В целом зарубежная экспансия российских компаний должна обеспечивать качественно более глубокий уровень интеграции национальной экономики России в мировое хозяйство. В случае создания трансграничных производственно-хозяйственных комплексов интеграция реализуется путем усиления внутрифирменного взаимодействия отдельных родственных предприятий. Дальнейший рост и расширение географии зарубежной производственной сети российских компаний могут сделать такую интеграцию симметричной (в отличие от одностороннего проникновения иностранных компаний в российскую экономику), а значит, куда более прочной и устойчивой в долгосрочной перспективе.

Стабильный рост мировых цен на сырьевые товары будет обеспечивать привлекательность сделок слияний и поглощений российских компаний за рубежом.

Для повышения эффективности зарубежной экспансии российские компании в перспективе должны совершенствовать технологии проведения сделок по слияниям и поглощениям. В частности, существует проблема оценки бизнеса. Потребность в оценке стоимости бизнеса возникает на разных этапах сделки слияния и поглощения. Необходимо четко представлять, насколько ценна поглощаемая компания как с рыночной точки зрения, так и с точки зрения стоимости для инвестора (инвестиционной стоимости). Также необходимо выяснить стоимостный эффект от слияния - как соотносится стоимость компаний до сделки со стоимостью образованной компании, насколько велик эффект “синергии”, т.е. насколько велика стоимость, созданная сделкой.

¹ World Investment Report 2011 United Nations Conference on Trade and Development. P. 195.

² Фаминский И.П. Глобализация - новое качество мировой экономики. М., 2009. С. 17-19.

³ Froot, K.A., Stein J.C. Exchange-rates and foreign direct-investment - an imperfect capital-markets approach // Quarterly J. of Economics. 1991. □ 106. P. 1191-1217.

⁴ Рассчитано автором по: World Investment Report 2011 United Nations Conference on Trade and Development. P. 195, 206.

⁵ Бюллетень “Рынок слияний и поглощений” / Информационное агентство АК&М. 2011. Март. (□ 158). С. 57.

⁶ Россия: Трансграничные сделки M&A: ежемесячный отчет. 2010. Январь. С. 2 / Агентство Arujicapital. URL: www.arujicapital.ru/upload/iblock/f87/0911rus.pdf.

Поступила в редакцию 04.05.2011 г.