

РАЗНОЕ

519.8

ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В РОССИИ: ЭТАПЫ, ОСОБЕННОСТИ, СОВРЕМЕННАЯ ПРАКТИКА

Канд. экон. наук, доц. Т.В. ПЕТРИЧЕНКО, асп. И.С. КОМОВ

В статье выполнен анализ интеграционных процессов и обобщена российская практика 1990-х годов; выделены основные этапы интеграционных процессов за период с 1990-го по 2003-й годы; показаны их особенности, динамика, формы интеграции. Исследованы интеграционные процессы по целям интеграции, категориям покупателей, региональной структуре и отраслям. Рассмотрены результаты наиболее-известных сделок по таким показателям, как масштабы сделок и капитализация фондового рынка; показаны примеры успешных и неудачных-сделок, изучены и обобщены причины неудач.

The article analyzes integration processes and gives a review of Russian integration practices in the 90's; it shows the major stages of integration processes in a given time, i.e. 1990-2003, and also peculiarities, dynamics, types of integration. Integration processes are examined in relationship to integration goals, categories of buyers, regional structure and branches of economy. The results of well-known transactions are considered with the view to such indications as scale of transactions, capitalization of stock market; examples of successful and unsuccessful transactions are shown, and general analysis of failures is made.

Исследование интеграционных процессов рынка корпоративного контроля проводят, в основном, крупнейшие аудиторско-консалтинговые и исследовательские компании мира: Price Waterhouse, Ernst & Young, KPMG и Dealogic, Merrill Lynch Business, Quality Service Company, Investment Dealers Digest, агентства Bloomberg и Thomson Financial. Российский рынок в своих обзорах выделяют лишь первые три участника. При этом анализом рынка исключительно России никто не занимался. Исследуется рынок слияний и поглощений (M&A) Центральной и Восточной Европы.

Выполненный анализ российского рынка основан на обзорах, публикуемых в периодических изданиях, на интернет-сайтах и в отчетах о сделках на фондовом рынке. Обобщение российской практики позволяет сформировать следующие этапы интеграционных процессов.

1. Середина 1990-х гг. до кризиса 1998 г. В этот период осуществлялось большинство приватизационных сделок и формировались первые финансово-промышленные группы. Поглощения проходили в отраслях, где не требуется высокая концентрация финансовых ресурсов. Позитивный характер такой тенденции связан, прежде всего, с тем, что, во-первых, происходит упорядочение структуры акционерного капитала; во-вторых, повышается общеотраслевой эффект: другие предприятия также вынуждены предпринимать меры по реструктуризации, чтобы не стать объектом следующего поглощения.

2. Середина 1999 г. до 2002 г. — посткризисный «бум». Приходит волна слияний и поглощений, вызванная стремлением консолидации акционерного капитала. Вследствие особенностей применяемых методов некоторые аналитики даже не используют термин «интергация», называя происходящие процессы «переделом собственности».

Процесс интергации, первоначально инициированный крупнейшими нефтяными компаниями (этот период наиболее характерен для черной и цветной металлургии, химической, угольной, пищевой, фармацевтической, лесной промышленности, машиностроения).

3. 2002 г. — реорганизационный «спад». Происходит некоторое снижение темпов экспансии сложившихся групп, завершаются процессы консолидации и намечился переход к реструктуризации групп и юридической реорганизации (прежде всего, легализация аморфных холдингов).

4. 2003 г. — новая волна враждебных поглощений. Предпосылками служат дефицит «свободных» объектов для захвата и постепенное исчерпание свободных финансовых ресурсов. Отсюда предположение, что стиль поглощений в ближайшие годы будет в большей мере административным с использованием долговых схем, судебных исков о ничтожности ранее состоявшихся сделок.

Выявление особенностей интеграции в России представляет самостоятельный интерес. В этом контексте целесообразно выделить несколько групп.

1. Причины данных процессов. В мировой практике «волны» интеграционной активности традиционно сопутствуют стадии экономического роста. В условиях России, вне зависимости от стадий, весьма существенно влияние таких факторов, как постприватизационное перераспределение собственности, экспансия и реорганизация крупных групп и финансовые кризисы.

Прямое влияние государственного регулирования незначительно (в отличие, к примеру, от США, где модификация форм и методов слияний и поглощений связана с введением новых мер государственного регулирования).

2. Специфика российского фондового рынка. Рынок ценных бумаг в России с самого начала развивался как рынок корпоративного контроля. Для современной ситуации характерны снижение объемов операций, формирующих портфельные инвестиции, и увеличение масштабов выкупа акций с целью передела собственности. Тем не менее, интеграционные процессы практически не затрагивают организованный фондовый рынок. Рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения. Крупнейшие «голубые фишки» с относительно ликвидным рынком в наименьшей степени могут стать объектом поглощения, даже если их рыночная стоимость намного занижена по сравнению с потенциальной.

3. Специфика структуры собственности российских компаний и участников операций.

Миноритарные акционеры компании-цели играют пассивную роль и не могут выступать в качестве полноценных участников рынка корпоративного контроля.

Имеет место практически поголовная идентичность менеджеров предприятий и их владельцев. В результате в основе сделок часто лежат личные амбиции, а не экономическая целесообразность.

Сложная и непрозрачная структура собственности компаний обуславливает минимум открытости при совершении сделок.

Сравнительно высоки требования к доле в акционерном капитале для осуществления контроля над предприятием. В идеале до 100%.

Часто неформальный контроль (через контракты, финансовые потоки, давальческие механизмы, соглашения об использовании денежных суррогатов) предпочтительнее, чем юридическое оформление слияния и поглощения.

Региональные власти не имеют возможности непосредственного законодательного регулирования интеграционных процессов (как это имеет место в сделках в США), но обычно участвуют в сделках в пользу одной из сторон.

4. Наиболее типичные формы интеграционных процессов.

Отсутствуют равноправные слияния, что может быть связано с неразвитым фондовым рынком. В результате оплата производится не акциями, а денежными средствами и векселями.

Достаточно редки добровольные слияния и поглощения, свойственные Европе.

Преобладание агрессивного поглощения компаний через банкротство и различные долговые схемы.

Среди методов защиты преобладают административно-силовые и судебные (до и после поглощения).

Относительно распространено создание конгломератов, хотя в мировой практике данный тип слияний утратил свою значимость.

Ключевой особенностью России является преобладание жестких враждебных поглощений (по существу «захватов») с использованием административного ресурса. В общем виде применяемые методы не претерпели заметных изменений в течение 10 лет, хотя, безусловно, менялись акценты. По своей сути их можно разделить на шесть групп:

- скупка различных пакетов акций на вторичном рынке;
- лоббирование приватизационных сделок с государственными пакетами акций;
- административное вовлечение в холдинги или иные группы;
- скупка и трансформация долгов в имущественно-долевое участие;
- захват контроля через процедуру банкротства;
- инициирование судебных решений.

Общая динамика интеграционных процессов в России показана на рис. 1.

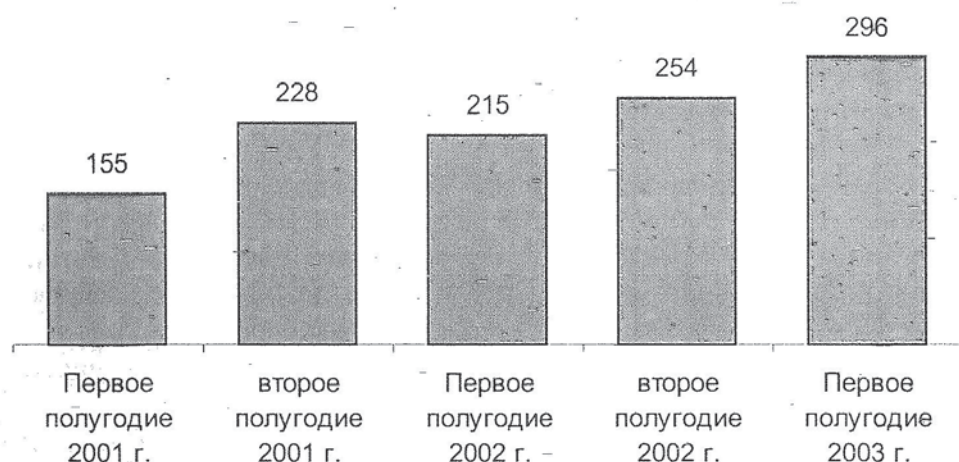


Рис. 1. Оценка количества интеграционных процессов по полугодиям, шт.

Отмечается положительная динамика сделок при сравнении первых полугодий 2002 г. и 2003 г. Прирост составил 37,7% или 81 сделку. Сопоставление первых полугодий 2001 г. и 2002 г. также показывает прирост на 38,7% или 60 сделок.

Имеющаяся по вопросам стоимости сделок информация в сопоставлении с международной классификацией показывает, что 11% сделок стоимостью более 1 млн. долл. относятся к небольшим, 89% — стоимостью менее 1 млн. долл. являются микросделками.

Для анализа современной интеграционной практики в России используем сегментирование по следующим критериям.

1. По категориям покупателей можно выделить три основных сегмента (рис. 2.):
- сделки по поглощению российских активов российскими компаниями;
 - сделки по поглощению российских активов иностранными компаниями;
 - сделки по поглощению иностранных активов российскими компаниями.

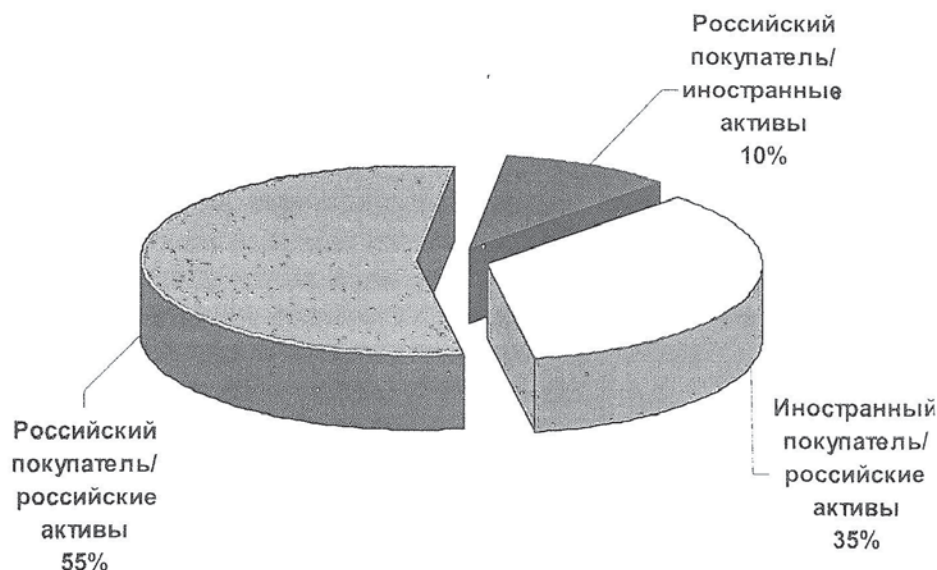


Рис. 2. Структура интеграционных процессов по категориям покупателей (2002 г.)¹

Наибольшая доля — 55% приходится на сделки, где со стороны покупателей выступали российские компании. Следующий по значению сегмент — приобретение иностранными компаниями российских активов составил 35% от общего объема сделок. Объем сделок по поглощению иностранных активов российскими компаниями достиг 10%.

2. С точки зрения целей интеграции выделяются 2 сегмента:
- сделки, совершенные с целью естественного поглощения;
 - квазисделки.

Естественными можно считать поглощения, при которых целью сделки являются процессы, напрямую связанные с бизнесом покупателя, например, расширение ресурсной базы. К квази-поглощениям можно отнести сделки, суть которых имеет косвенное отношение к производственному процессу. В качестве примера можно привести сделки российских металлургических компаний, скупающих небольшие предприятия в Восточной Европе с целью ухода от ограничений на экспорт российского металла. Цели естественных поглощений представлены на рис. 3.

Построение вертикальных цепочек используют, в основном, российские нефтяные компании, активно приобретающие нефтеперегонные заводы в странах бывшего СССР и Восточной Европы. Основной предпосылкой поглощений здесь выступают технологические связи, возникшие в то время, когда топливные компании СССР и Восточной Европы функционировали как единая система, основанная на запасах углеводородного сырья, принадлежащего СССР.

Расширение ресурсной базы является целью поглощений в металлургии, в частности, в алюминиевой промышленности, где существует дефицит отечественного

¹ Источник: Bloomberg, оценка ОАО «Русские инвесторы»



Рис. 3. Цели поглощений

сырья. Так, «Русал» импортирует порядка 70% глинозема, служащего сырьем для производства алюминия.

Выход на новые рынки сбыта обеспечивает приобретение конкурирующих компаний в тех отраслях, где создание сбытовых структур «с нуля» является более затратным, чем покупка готового бизнеса. Наиболее ярким примером является поглощение МТС «Украинской мобильной системы», поскольку в телекоммуникационной отрасли существуют высокие барьеры входа на рынок, в том числе в виде лицензирования.

Примером приобретения инфраструктуры и сервиса может служить покупка компанией ЮКОС ряда подразделений сервисной компании Kvaerner ASA и пакета акций компании Transpetrol, владеющей словацким отрезком важнейшего экспортного нефтепровода «Дружба».

Количественные характеристики вышеуказанных сегментов отсутствуют.

3. С точки зрения географической (региональной) структуры процессы интеграции можно разделить на 4 сегмента (рис. 4.):

- СНГ — 40% от общего объема сделок;
- Восточная Европа — 30%;
- Северная Америка — 20%;
- Западная Европа — 10%.

Высокая активность на рынках России (рис. 4.), стран СНГ и Восточной Европы объясняется продолжающимся процессом приватизации имущества, находящегося в государственной собственности. За первичной продажей государственных пакетов акций, как правило, следует перераспределение активов в пользу наиболее эффективных собственников или консолидация активов крупными отечественными или зарубежными корпорациями, чем и объясняется активное присутствие российских компаний в этих регионах.

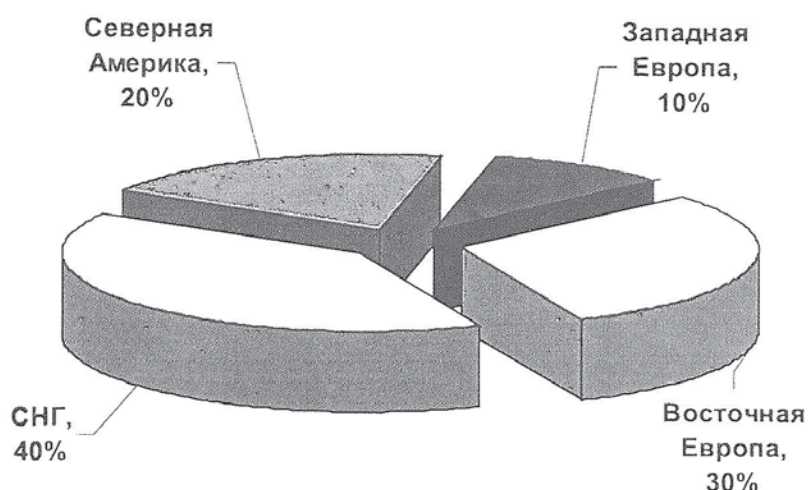


Рис. 4. Региональная структура интеграционных процессов в России, (1998 — 2002 гг., %)¹

Приватизируемые пакеты акций обычно дешевле, чем продающиеся на вторичном рынке, поскольку объектом продажи выступают активы, которые, возможно, придется подвергнуть реструктуризации, включая создание системы эффективного управления, сбыта, закупок. Этот фактор также привлекает российские компании, не забывшие дешевую приватизацию первой половины 90-х гг. в России.

Кроме того, рынок Восточной Европы и стран СНГ территориально близок, что усиливает возможность использования административного ресурса при приватизации или враждебных поглощениях. Например, существующая в нефтяной промышленности сырьевая и инфраструктурная зависимость соседей России предопределила исход ряда сделок, в которых существовала конкуренция среди покупателей.

Хотя известны случаи, когда использование административного ресурса приводило к срыву сделок или затягивало период перехода прав собственности, что негативно сказывалось на хозяйственной деятельности компании и соответственно наносило ущерб ее акционерам. Так, например, убытки НПЗ Mazeikiu Nafta в ходе его противостояния с компанией «ЛУКОЙЛ» за 2000—2001 гг. превысили \$115 млн.

Российское присутствие на рынке слияний и поглощений (M&A) Западной Европы и США гораздо скромнее по вполне понятным причинам. Кроме географической удаленности от России и отсутствия технологических связей российских покупателей отпугивают требования прозрачности, применяемые к сделкам, и высокая стоимость активов.

Таким образом, только лучшие с точки зрения корпоративного управления и прозрачности российские компании проникают на этот рынок, а приобретаемые предприятия обычно находятся в сложном финансовом положении или под угрозой банкротства.

С другой стороны, рынок слияний и поглощений США — самый мощный в мире, что позволяет ожидать расширения его доли, приходящейся на российских покупателей, по мере роста отечественной экономики и распространения стандартов корпоративного управления в российских компаниях.

4. С точки зрения отраслевой принадлежности российских интеграционных процессов можно выделить три основных сегмента (рис. 5.):

¹ Источник: Bloomberg, оценка ОАО «Русские инвесторы»

- нефтяная промышленность составляет 49% от общего объема сделок;
- металлургия — 24%;
- телекоммуникации — 24%.

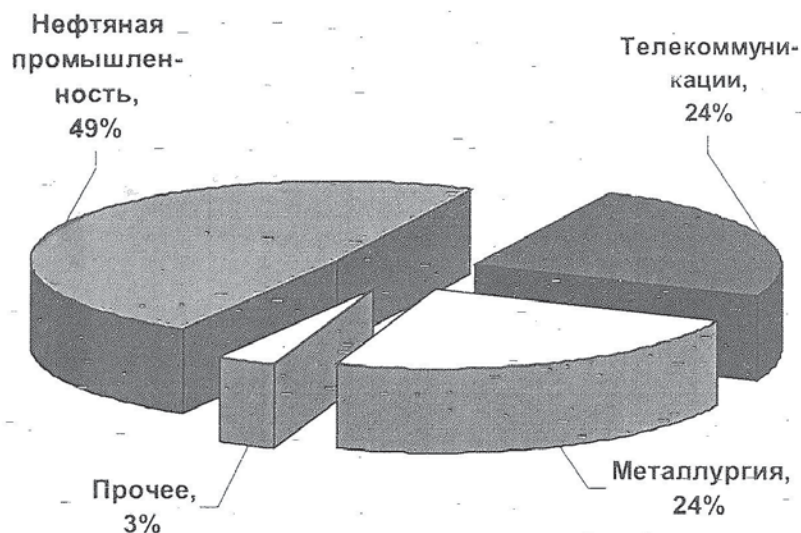


Рис. 5. Отраслевая структура российских сделок М&А за рубежом, (1998—2002 гг., %)¹

Объем сделок во всех остальных отраслях, к которым относятся химическая, пищевая и др., не превышает 3% рынка.

В трех лидирующих сегментах существуют предпосылки, описанные выше: технологическая зависимость, необходимость ухода от внешнеторговых ограничений, барьеры на вход в отрасль. Кроме того, указанные три сегмента российской экономики являются наиболее устойчивыми в финансовом отношении, достаточно прозрачными и управляются эффективными собственниками, о чем говорит величина их вклада в общую капитализацию российского фондового рынка (табл. 1.).

Таблица 1

Сведения о капитализации российского фондового рынка лидерами М&А сделок²

Эмитент	Средняя капитализация в первом полугодии 2003 г., млрд. \$	Объем сделок за 1998-2002 гг., млн. \$
ЮКОС	24,3	>400
«ЛУКОЙЛ»	13,5	>300
«Сургутнефтегаз»	12,7	—
«Сибнефть»	10,6	207
РАО «ЕЭС России»	6,6	—
«Норильский никель»	5,6	280

¹ Источник: Bloomberg, оценка ОАО «Русские инвесторы».

² Источник: РТС, данные компаний.

Характерно, что лидеры биржи РТС по капитализации — российские «голубые фишки» — являются лидерами российского сегмента рынка международных поглощений. Крупные игроки рынка и некоторые непубличные компании: «Русал», МТС.

Для оценки эффективности отобрано несколько наиболее известных в инвестиционном сообществе сделок (табл. 2.).

Таблица 2

Примеры крупных успешных и неудачных сделок на М&А рынке

Успешные сделки	Неуспешные сделки
СНГ и Восточная Европа	
<ul style="list-style-type: none"> • Mazeiriu Nafta (ЮКОС) • Neftochim (ЛУКОЙЛ) 	<ul style="list-style-type: none"> • Borsodchem (Газпром / СИБУР) • Rafineri Gdanska (ЛУКОЙЛ)
Западная Европа и США	
<ul style="list-style-type: none"> • Stillwater Mining Company (Норильский никель) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kvaerner ASA (ЮКОС) • Getty Petroleum (ЛУКОЙЛ)

Эффективной признается сделка, приводящая к увеличению стоимости для инвестора, что может выражаться в росте капитализации акций компании и / или повышение эффективности бизнеса.

К наиболее успешным сделкам в области естественных поглощений можно отнести сделки в нефтяной промышленности, осуществленные компаниями «ЛУКОЙЛ» и ЮКОС, и крупнейшее поглощение американской компании «Норильским никелем».

Болгарский НПЗ Neftochim, поглощенный «ЛУКОЙЛом» в 1999 г., принес компании более 15% существующих мощностей по переработке нефти и упрочил ее позиции на рынках Европы. Поглощение ЮКОСом литовского НПЗ Mazeiriu Nafta позволило компании получить дополнительные гарантии сбыта продукции. Сделка по приобретению «Норильским никелем» Stillwater Mining Company позволила компании приблизиться к крупнейшим потенциальным потребителям палладия в мире — американским автомобильным компаниям, использующим металлы платиновой группы для производства каталитических нейтрализаторов выхлопных газов.

Причины неуспешности заключенных сделок по времени возникновения подразделяются на категории «до заключения сделки» и «после заключения сделки». Немало исследований сводятся к утверждению о том, что самое интересное в сфере М&А начинается после заключения сделки, ведь успех слияния или поглощения определяется не только параметрами сделки, но и качественными изменениями бизнес-процессов объединившихся компаний (рис. 6.).

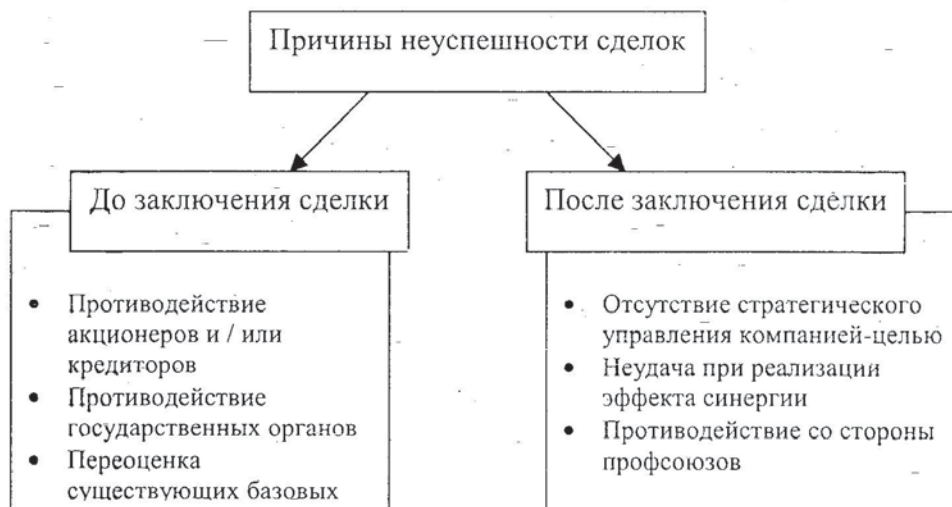


Рис. 6. Причины неуспешных сделок

К неудачным сделкам можно отнести попытку поглощения нефтехимическим холдингом «СИБУР» крупнейшего в Венгрии химического комбината Borsodchem. В процессе возврата «Газпромом» контроля над активами «СИБУРа», своего дочернего предприятия, стратегическое управление международными активами предприятия не осуществлялось, что привело к их потере.

Противодействие государственных органов стало причиной неудачи «ЛУКОЙЛа» при покупке польской холдинговой компании Rafineri Gdanska, основным активом которой является Гданьский НПЗ. Отличительной чертой международных сделок M&A является наличие геополитических предпосылок при выборе покупателя, особенно если речь идет о приватизации государственной собственности в странах Восточной Европы в пользу России.

Покупка ЮКОСом ряда подразделений норвежской сервисной компании Kvaerner ASA выглядела логично, если учесть высокую долю нефтяной компании (порядка 40%) в портфеле заказов этих подразделений. Однако данная сделка противоречила стратегии фокусировки на основной деятельности, которой придерживаются ведущие мировые нефтегазовые корпорации.

Сделку по приобретению компанией «ЛУКОЙЛ» сети АЗС в США Getty Petroleum можно отнести к разряду неудачных, поскольку данная сделка не привела к синергетическому эффекту — у «ЛУКОЙЛа» нет и не предвидится НПЗ в США. Помимо того, велика вероятность переоценки существующих базовых активов компании-цели при подготовке к сделке. Дело в том, что компания Getty Petroleum, по сути, является лишь арендатором бензоколонок и обязана платить арендные платежи за пользование имуществом.

В слияниях и поглощениях на рынке США и Западной Европы большую роль играют профсоюзы, что выражается, например, в фиксации на уровне официальных договоров определенного уровня заработной платы на период в несколько лет после завершения сделки, а также ограничения по сокращению рабочих мест. В результате уменьшаются выгоды, извлекаемые из сделки. Если в будущем присутствие российских компаний на рынке M&A США станет более заметным, им придется адаптироваться к реалиям развитых экономических рынков, к числу которых относятся и профсоюзы. Впрочем, вышедшая на американский рынок компания «Норильс-

кий никель» уже имеет опыт урегулирования вопросов с профсоюзами внутри России.

Характеризуя участие России в международных интеграционных процессах, можно констатировать, что пока оно незначительно, особенно в сравнении с рынками экономически развитых стран. Во-первых, внутренние активы пока еще предпочтительнее для поглощений с точки зрения стоимости. Во-вторых, за рубежом невозможно в той же мере использовать административный ресурс, как он используется в России, заменяя собой крупные денежные суммы. В-третьих, недостаток прозрачности и низкий уровень корпоративного управления наших компаний препятствует их выходу на международный рынок.

Тем не менее все большее количество российских компаний нуждается в «визитной карточке» за рубежом, что повышает имидж на внутреннем рынке и придает им статус международных.

Российская экономика, пройдя основную фазу приватизации, подходит к фазе консолидации, т. е. внутренних активов становится недостаточно, что приводит к росту их стоимости. Помимо этого, некоторые российские компании уже сейчас аккумулируют объем наличности, превышающий инвестиционные потребности своих отраслей.

Однако самыми важными предпосылками развития российского участия в международных интеграционных процессах будут дальнейшее проведение структурных реформ, либерализация финансового сектора и другие преобразования, от которых зависит улучшение инвестиционного климата в России.