

Уроки кризиса и стратегия М&А при переходе на траекторию роста

© 2010 г. Т.Б. Рубинштейн, Чуанчунь Ли *

Основная задача послекризисного периода – это не только восстановление и рост объемных показателей, но и обеспечение структурных сдвигов в экономике.

Действительно, экономический рост в современных условиях имеет смысл, если он осуществляется на инновационной основе и в результате структурных сдвигов.

Между тем доля инновационно активных предприятий РФ в докризисный период не превышала 10 % (в ЕС–50 %, в США–70 %).

Несмотря на значение малого и среднего бизнеса, не распыление, а интеграция бизнес-структур представляет эффективный путь развития базовых отраслей, поскольку крупные корпорации имеют большую возможность выравнивать свои показатели во время экономических перепадов за счет диверсификации производства. В то же время колебания показателей крупных холдингов, концернов, ФПГ оказывают определяющее влияние на мировую экономику, ускоряя или замедляя переход от одной фазы к другой.

Однако надо учитывать уроки кризиса, в частности те, которые связаны с финансированием М&А. В докризисный период, особенно в высшей точке подъема, примерно 60–65 % средств на М&А инвестировались за счет кредитов иностранных банков. Корпорациям было выгодно прибегать к иностранным заимствованиям и получать маржу за счет разницы в процентах (4–5 % против 15–20 %). Но по мере выравнивания ставок этот спекулятивный мотив отпадает, в связи с чем надо менять стратегию.

1. Амортизационные отчисления надо рассматривать как источник М&А

Инвестиционные сделки М&А следует ориентировать на собственные источники корпорации, в первую очередь задействовать такой источник, как накопленная амортизация. Необходимо предпринимать действенные меры. Предлагается установить порядок, при котором амортизационные накопления корпораций и фирм должны быть изъяты из текущего обращения. Вся начисленная амортизация должна концентрироваться на особом инновационном счете в Банке разви-

тия, списание с которого (счета) разрешается только на инновационные и инвестиционные проекты.

2. От кредитов к IPO

Ориентируясь в основном на кредиты, в том числе синдицированные, были упущены возможности IPO. Кризис нанес ощутимый удар по рынку IPO, он сократился в 3 раза (в том числе рынок российских IPO упал в 7,3 раза). Обращает на себя внимание не только темп падения, но и крайне скромное место российских компаний на этом рынке.

Изменение рынка IPO		
Год	IPO, млрд долл. США	
	российских компаний	компаний других стран
2006	17,5	247
2007	9,4	255
2008	4,0	77
2009	0,3	48

(9 месяцев) Источник: Слияния и поглощения, №12, 2009.

Прорывом в этом вопросе можно считать размещение акций РУСАЛа на Гонконгской фондовой бирже по цене 10,8 гонконгского доллара за акцию¹, которое состоялось 27 января 2010 г. Алюминиевый гигант разместил 10,64 % акций (1,610 млрд штук) на более чем 2 млрд долл. США. По итогам размещения доля En+ Олега Дерипаски и составила 47,59 %, доля «Онэксима» Михаила Прохорова – 17,09 %, SUAL Partner – 15,86 %. Это действительно одно из самых крупных IPO, проведенных российской компанией уже в период кризиса, но по сравнению с китайскими выглядит весьма скромно.

В конце апреля 2009 г. Комиссия по фондовому рынку и финансовому регулированию Китая сняла девятимесячный мораторий на проведение первичного размещения акций (IPO) на биржах материковой части страны. Более 30-ти национальных компаний, включая крупнейшую строительную корпорацию China State Construction Engineering, почти год ждут очереди на проведение первичного листинга или допэмиссии акций. Вместе с тем власти не будут торопиться выдавать окончательные разрешения всем желающим из-за опасений нового «перегрева» фондового рынка, который серьезно обрушился в

* Рубинштейн Т.Б. – д. т. н., профессор кафедры «Промышленный менеджмент» НИТУ «МИСиС».

Ли Чуанчунь – аспирант института ЭУПП НИТУ «МИСиС».

¹ Далее, если это отдельно не указано, приводятся доллары США.

2008 г. По мнению экспертов, первыми предложат инвесторам свои акции небольшие компании.

В течение одного года после восстановления IPO в Китае всего 281 компания разместила акции на биржах, среди них 168 – малого и среднего бизнеса, 91 инновационная компания, 22 крупных государственных компаний. Общая сумма сделок составила 405,2 млрд юаней.

В 2008–2009 гг. из 10-ти самых крупных сделок (речь идет о IPO) 5 – были осуществлены компаниями КНР, 3 – компаниями США. Но между ними существуют серьезные различия. Американские эмитенты – игроки финансового сектора, китайские – реального не финансового сектора экономики.

Так, одна из этих пяти компаний Metalurgical Corpotion China (добыча полезных ископаемых, металлургия, строительство) разместила на Шанхайской бирже IPO на 5,1 млрд долл., т.е. на сумму в 2 раза больше РУСАЛа на Гонконгской площадке.

Из данных, приведенных в таблице, видно, что рынок IPO как источник средств, в том числе и для M&A, нашими компаниями пока освоен крайне слабо.

На волне повышения цен на сырьевые ресурсы крупными игроками на рынке IPO могли бы стать Металлинвест, Мечел и другие компании реального сектора экономики, что исключило бы необходимость сверхкрупных заимствований у иностранных банков, которые провоцируют кризисы и осложняют их течение.

3. Стратегия на развивающихся рынках

В предкризисный период была замечена особая агрессивность российских компаний в части приобретения активов за границей. В острый период кризиса часть приобретенных активов пришлось перепродать или заморозить. Так, Норникель законсервировал рудники Waterloo и Silver Swan в Западной Австралии, приостановил строительство низкорентабельного завода в Ботсване на месторождении Tati Nickel.

Как быть в период смены фаз делового цикла?

Целесообразность приобретения корпорациями зарубежных активов (так или иначе – это отток капитала) надо рассматривать конкретно в каждом отдельном случае. Но вырисовываются некоторые общие принципы. В частности, в период общего кризиса на мировом рынке при наличии собственных средств следует покупать дешевые и проблемные активы в развивающихся странах. Но не ограничиваться только этим. Период острой фазы кризиса – благоприятный момент для приобретения высокотехнологичных активов именно в развитых странах. Этим путем может быть достигнут доступ к передовым технологиям.

Такой разнонаправленной стратегии придерживается Китай. Так, в 2008 г. компаниями КНР были куплены сырьевые активы в Перу почти за 1 млрд долл. (цветные металлы), нефтяные активы в Нигерии за 2,3 млрд долл.

В 2009 г., когда развитые страны еще сотрясал кризис, Китай устремился на приобретение инновационных технологий в развитых странах. Например, в

этой связи стоит упомянуть неоднократные попытки китайской корпорацией Beijing Automotive Industry Corp купить Opel у General Motors, приобретение Hummer китайской фирмой Tengzhou у той же General Motors. В марте 2010 г. китайская компания Geely официально объявила о приобретении шведского бренда Volvo за 1,8 млрд долл. С 1999 г. права на Volvo принадлежали американскому автоконцерну Ford, который приобрел шведскую марку за 6,4 млрд долл. В последнее время из-за мирового экономического кризиса компания испытывала финансовые затруднения, Volvo стал убыточным брендом для Ford, поэтому было решено подобрать для него нового инвестора. А для китайского автопроизводителя это шанс приобрести технологию по заниженной цене.

4. Конкуренция и премия

В предкризисные годы конкуренция на рынке M&A была высокой. В острой фазе рецессии сократилось количество сделок M&A, но есть все основания считать, что в посткризисный период и в период выхода из него конкурентная борьба разгорится с новой силой. В связи с этим необходимо обратить внимание на роль так называемых премий.

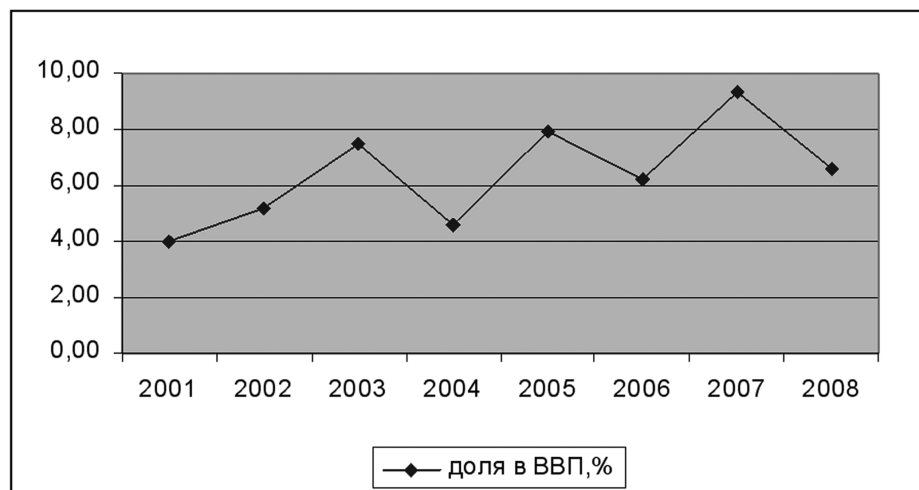
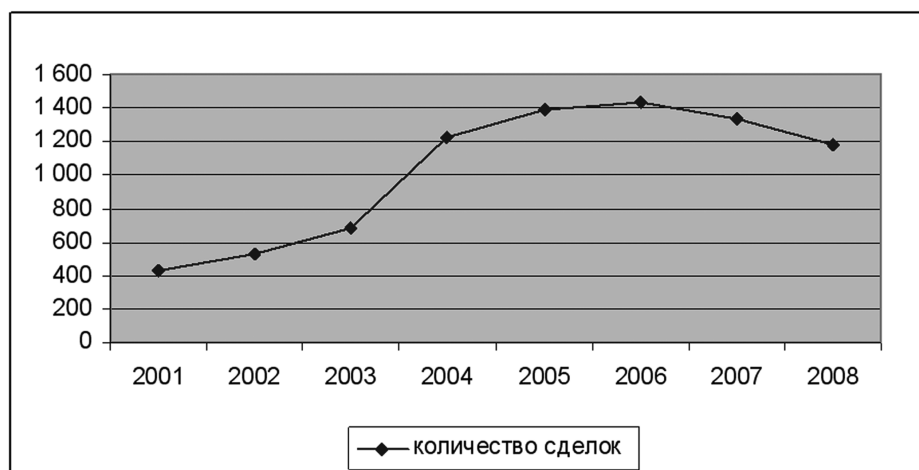
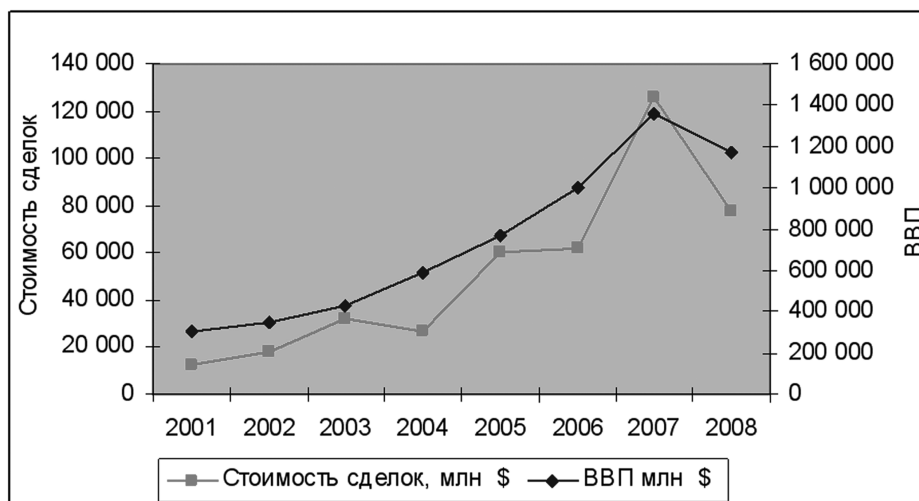
В этом отношении существует положительный опыт борьбы лидирующих компаний мира в области металлургии.

Как известно, особенно остро проходила сделка между российской Северсталью и индийской Mettal Steel за обладание компанией Arcelor. Mettal Steel почти вдвое увеличила премию (+80 %) и выиграла сделку, ранее считавшуюся проигранной.

В соревновании за активы Lion Ore премия, предложенная ГМК Норильский никель, оказалась в три раза выше, чем надбавка Xstrata. Естественно, активы Lion Ore были приобретены российской компанией. Опыт показывает, что размер премии в условиях конкурентной борьбы становится важным ориентиром для претендентов на слияния и поглощения.

В мае–июле 2008 г. шла борьба между ОАО Северсталь и индийской Essar Steel за обладание очередным для Северстали активом – сталелитейной компанией Esmark inc. Вначале совет директоров Esmark принял более выгодное предложение индийской компании, однако Северсталь повысила цену приобретения с 17 долл. до 19,25 долл. за акцию Esmark, в результате чего совет директоров согласился на сделку с российской компанией. В дополнение к соглашению о поглощении Северсталь взяла на себя обязательство по погашению задолженности в 110 млн долл. (Esmark – известный производитель плоского проката и другой стальной продукции, входит в число десяти крупнейших сталелитейных компаний США. В 2007 г. чистый убыток компании составил 9 млн долл.).

Конечно, не каждое увеличение размера премии дает эффект, но, безусловно, является весомым фактором выигрыша сделок M&A. Обычно скидки и премии к средней цене акций колеблются в диапазоне –30+30, в зависимости от фаз долевого кризиса.



Движение российского рынка M&A и их доли в ВВП. Источник: Журнал «M&A»

Можно отметить еще немало факторов, которые содействовали бы победе российских компаний на рынке M&A и способствовали бы повышению эффективности M&A.

В частности, при разработке стратегии M&A следует учитывать движение ВВП в прогнозируемом периоде. Данные за восьмилетний период (2001–

2008) показывают наличие определенной связи между суммой сделок M&A и изменением ВВП (**см. рисунок**).

Мировой и национальные ВВП могут стать индикатором изменения рынка M&A в ту или иную сторону, и это следует учитывать при оценках заключенных сделок и прогнозировании рынка.

5. Глобализация процесса M&A

Глобальный процесс M&A происходит одновременно с глобализацией всей мировой экономики. Однако в этой сфере стало закономерностью слияние крупных компаний. Достаточно напомнить переговоры о слиянии Alco и Alcan.

Развитие алюминиевых холдингов в сторону энергетики очевидно. Практически создаются новые структуры – вертикально-горизонтальные холдинги конгломератного типа.

Исследования американского института World Steel Dynamics показывают, что на мировом рынке производителей стали существует 45 потенциальных «жертв» и 11 «хищников», которые в итоге смогут контролировать около 60 % мирового объема производства стали. В число «жертв» возможных поглощений входят такие компании, как Thyssen Krupp, Corus и Riva. Потенциальным покупателем являются Mittal, южнокорейская Posco. По прогнозу ОЭСР, Mittal удержит лидирующие позиции среди производителей стали, объединившись с китайской Wuhan, индийской Sail, бразильским Usinmaz, российским Евразхолдингом.

Приведенные соображения о закономерностях дают основания считать, что стратегия развития холдингов должна ориентироваться не только на учет рыночной конъюнктуры, но и базироваться на закономерностях внутренних тенденций крупных бизнес-структур и их эволюции с учетом мировых тенденций, в частности цикличности глобальной экономики, перманентности процесса слияний и поглощений, перерастания сырьевых вертикально-интегрированных холдингов в конгломераты, глобализации сделок M&A.

Все это имеет не только теоретическое, но и практическое значение. Так, учитывая продолжительность цикла в 5–6 лет, следует в настоящее время подготовить дополнительные мощности к 2015 г., чтобы захватить новые сегменты на мировом рынке товаров и услуг.

Перманентность процесса M&A внутри и вне холдингов требует готовности менеджеров к переменам, а перерастание сырьевых мегахолдингов в конгломераты – необходимости постоянного взаимодействия профильных и непрофильных подразделений.

Развитие и углубление процесса слияний и поглощений, усиление конкуренции на рынке M&A делает целесообразным и, возможно, необходимым проведение ряда мероприятий, в том числе:

- гармонизацию законодательной базы различных стран в области проведения сделок слияний и поглощений, как это имеет место в лизинговых операциях (Оттавская конвенция), обращение векселей (Женевская конвенция) и др.; инициатором должна стать Россия как занимающая ведущее место в процессах M&A;
- введение общих принципов и норм борьбы с рейдерством;

– признание рынка слияний и поглощений как части мирового финансового рынка наряду с денежным рынком, кредитным рынком и т.д.

Следует также обратить внимание на возможность более широкого применения сетей как одной из организационных форм корпоративного бизнеса будущего.

Большинство корпоративных структур выстроено по иерархическому принципу, отсюда и деление на материнские и дочерние компании. Как уже упоминалось, само название «холдинг» происходит от английского слова hold – держать.

Такая организационная структура традиционна и соответствует самой иерархии технологического процесса, например в металлургии: сырье, обогащение, металл, прокат.

Однако в последнее время появились сетевые структуры (сети), которые представляют корпорацию, где все звенья самостоятельны и при наличии кооперации могут тем не менее конкурировать между собой. Естественно, что при этом происходит отмирание многих управляющих компаний. В сетях единство компании обеспечивается организацией-лидером. Лидерство возникает на основе успешности на рынке, наиболее современной информационной технологии и других реальных преимуществ. Лидерство может переходить от одной входящей в корпорацию компании к другой, обостряя таким образом внутрисетевую конкуренцию.

Сетевые принципы в практике корпоративного управления целесообразно применять там, где существует «плоская» взаимосвязь отдельных бизнес-единиц, входящих в систему. Это бы исключило в некоторых случаях отрицательный эффект «домино» в трудных экономических ситуациях.

Библиографический список

1. Черезов А.В., Рубинштейн Т.Б. «Корпорации. Корпоративное управление» ISBN 5-282-02612-0.
2. Роменец В.А., Ильичев И.П. Экономические закономерности, стратегии и проблемы развития черной металлургии // Экономика в промышленности. 2008. № 1. С. 2–12.
3. «Мониторинг СМИ на тему: враждебные поглощения, слияние компаний, скупка акций, корпоративные конфликты с 1 по 31 августа». Компания Р-техно. <http://r-techno.com/files/ma0808.pdf>.
4. <http://www.bfm.ru/articles/2010/03/29/ford-peredal-volvo.html>.
5. «IPO опять в законе, Китай предложит инвесторам акции небольших компаний». Газета «China security daily» /2009.06.08.
6. «Годовщина восстановления IPO: результаты и вопросы» Газета «Финасы и экономика в Китае» / 2010.06.21.