

УДК 336.714

Дун И.В., начальник управления структурирования ООО «RDI Group»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ БАНКИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ M&A

В развитой рыночной экономике у хозяйствующих субъектов время от времени возникают кризисные ситуации, связанные с несоответствием размера и структуры компании требованиям рынка. В этом случае владельцы могут принять решение либо об уходе с определенного рынка, либо об усилении своего присутствия за счет соединения своего капитала с другим капиталом, либо за счет приобретения компании, которая или является их конкурентом, или производит необходимую им продукцию. В статье проводится анализ рынка слияний и поглощений Центральной, Восточной Европы и России: выявляются тенденции их развития, основные отрасли, вовлеченные в процесс слияний и поглощений, анализируются трансграничные сделки. Исследуются инвестиционные услуги банков по организации слияний и поглощений, а также причины возникновения спроса на эти услуги, развитие рынка M&A в России в последние годы и роль банков в этом процессе.

Введение

В настоящее время в России наблюдается рост активности на рынке слияний и поглощений в классическом его понимании. Отличительным признаком рынка слияний и поглощений является направленная деятельность по реструктуризации бизнеса, с целью приведения его в оптимальное соответствие постоянно меняющимся рыночным условиям. Немалую роль в этом процессе играют инвестиционные банки, обеспечивающие необходимую корпорациям поддержку принятия решений о необходимости сделок по слиянию или поглощению (M&A). Необходимо подчеркнуть повышение роли российских инвестиционных банков в этом процессе, в соответствии с необходимостью удовлетворения растущих объемов и потребностей бурно развивающегося российского рынка M&A.

Кроме того, следует отметить увеличивающийся объем слияний и поглоще-

ний в самой финансовой сфере. Бурный рост российской экономики в последние годы, сопровождающийся повышением благосостояния населения и увеличением кредитоспособности как частных, так и корпоративных заемщиков вызвал значительное увеличение притока в страну иностранного банковского капитала. Это нашло свое отражение в росте количества сделок по покупке иностранными банками крупных пакетов акций российских финансовых институтов. С другой стороны, существенное влияние на ускорение процессов слияний и поглощений оказывает продолжающееся снижение маржи в банковском секторе, особенно усилившееся в 2005-2006 годы, что связано в первую очередь с усилением конкуренции в банковском секторе и активизацией деятельности банков-нерезидентов на российском рынке. Процесс консолидации банковских бизнесов дает возможность оптимизации получаемых от них прибыли и снижения издержек.

При этом следует отметить положительное отношение регулирующих органов к этому процессу — Банк России принял ряд положений, существенно упрощающих порядок слияний и поглощений в банковском секторе и уменьшающих временные затраты на этот процесс. В Стратегии развития банковского сектора Банк России выделил значимость процесса укрупнения банков в целях повышения их финансовой устойчивости, в реальности же этот процесс идет недостаточно быстрыми темпами: M&A сделки затронули лишь небольшое количество средних по размеру банков, работающих преимущественно в секторе розничных финансовых услуг. Как среди крупнейших банков, так и среди небольших региональных кредитных организаций слияния/поглощения происходят относительно редко.

Также следует выделить наметившуюся в 2005-2006 годах тенденцию по поглощению/покупке существенных пакетов акций иностранных компаний крупнейшими российскими корпорациями — лидерами в своих секторах. Это обуславливается как появившимися в распоряжении таких компаний значительными объемами свободных финансовых ресурсов, так и стремлением к страновой диверсификации бизне-

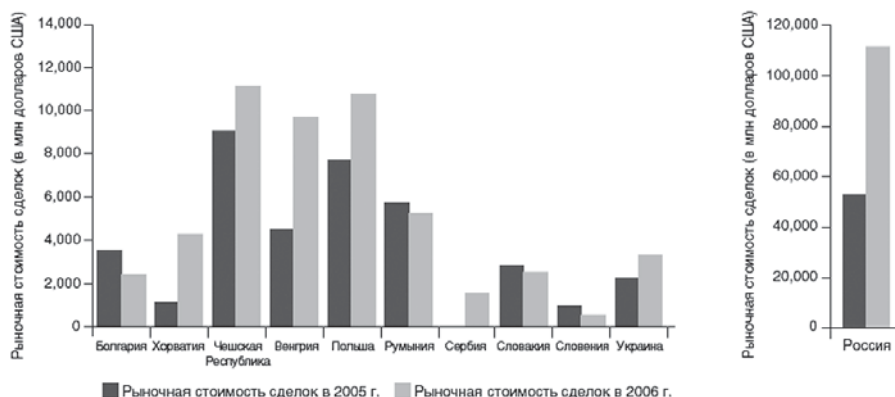
са и хеджированию рисков, связанных с сосредоточением бизнеса исключительно в России.

Анализ развития рынка M&A в Центральной, Восточной Европе и России

Общее состояние и динамика рынка M&A в CEE в 2005-2006 гг.

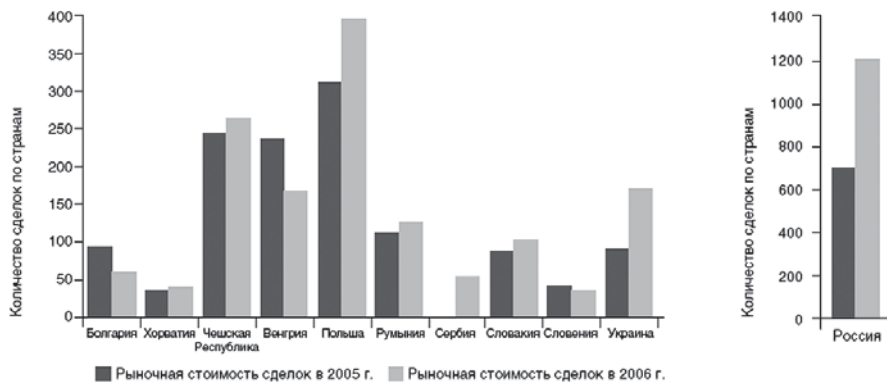
С 2004 года рынок слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе (CEE) вырос в три раза. На нем прослеживается та же тенденция, что и на рынке Великобритании и континентальной Европы, где в 2006 году было зарегистрировано максимальное количество слияний и поглощений. Рынок слияний и поглощений в странах CEE составляет примерно 12% от общеевропейского рынка (включая Россию), в 2005 году этот показатель составлял 9%. В 2006 году доля региона на общеевропейском рынке существенно увеличилась, что в значительной степени было обусловлено тенденцией роста рыночной стоимости сделок (диаграмма 1). Общая стоимость десяти крупнейших сделок в регионе увеличилась с 26 801 млн. долл. в 2005 году до 29 931 млн долл. в 2006 году.

Диаграмма 1. Рыночная стоимость сделок M&A в CEE в 2005-2006 гг.



Источник: данные PricewaterhouseCoopers

Диаграмма 2. Количество сделок M&A в CEE в 2005-2006 гг.



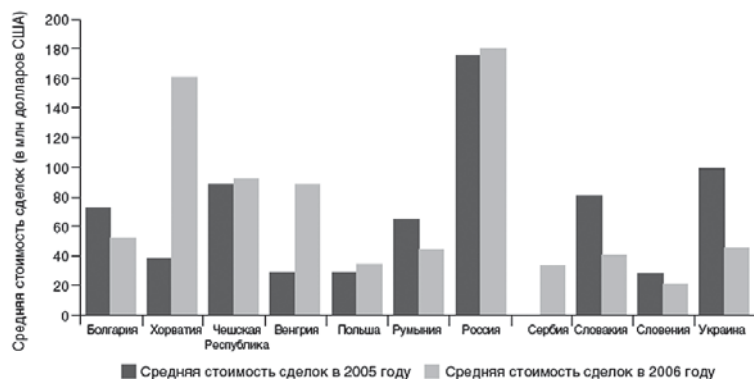
Источник: данные PricewaterhouseCoopers

В 2006 году в 11 странах CEE было совершено 2527 частных сделок с капиталом, информация о которых была представлена в открытых источниках (диаграмма 2). В целом количество сделок увеличилось на 37% по сравнению с 2005 годом, а их общая стоимость выросла на 79% и достигла рекордного уровня — 163 млрд долл. (в 2005 году этот показатель составил 91 млрд долларов). Устойчивый рост на рынке CEE привел к тому, что совокупная стоимость сделок, совершенных на

этом рынке, удвоилась по сравнению с 2005 годом и утроилась по сравнению с 2004 годом. Этот рост был достигнут в значительной степени благодаря показателям российского рынка, где в 2006 году было зарегистрировано 1210 сделок общей стоимостью 111 млрд долл.

Остановившись более подробно на российском рынке необходимо отметить, что в 2006 году рост российского рынка слияний и поглощений составил 111% — с 53 млрд долл. в 2005 году

Диаграмма 3. Средняя стоимость сделок по слияниям и поглощениям в 2005-2006 гг.



Источник: данные PricewaterhouseCoopers

Диаграмма 4. Крупнейшие сделки M&A в CEE в 2006 году

Место в рейтинге	Инвестор	Объект сделки	Страна инвестора	Страна объекта сделки	Примерная стоимость (в млн долларов США)
1	ОАО «Роснефтегаз»	ОАО «Юганскнефтегаз» (23,21%)	Российская Федерация	Российская Федерация	6 597
2	China Petroleum & Chemical Corp – SINOPEC	ОАО «Удмуртнефть» (99,49%)	Китай	Российская Федерация	3 500
3	ОАО «Лукойл»	ООО «Лукойл-Пермь» (100%)	Российская Федерация	Российская Федерация	3 347
4	Millhouse Capital UK Ltd	Группа «Евраз» (Lanebrook Ltd) (50%)	Российская Федерация	Российская Федерация	3 117
5	ОАО «Газпром» («Зарубежгаз»)	ОАО «Новатек» (19,4%)	Российская Федерация	Российская Федерация	2 567
6	ОАО «Газпром»	ОАО «Роснефть» (3,13%)	Российская Федерация	Российская Федерация	2 500
7	Barr Pharmaceuticals	Pliva dd (91,74%)	США	Хорватия	2 449
8	PKN Orlen	Mazeikiu Nafta (84,36%)	Польша	Литва	2 344
9	Росбанк	ОАО «Полюс Голд» (24,05%)	Российская Федерация	Российская Федерация	1 974
10	Lehman Brothers, Mid Europa Partners AI / Bateen Investmant	Radiokomunikace a.s. (100%)	США	Чешская Республика	1 536

Источник: данные PricewaterhouseCoopers

до 111 млрд долл. в 2006 году, таким образом, российский рынок составляет почти 70% рынка слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе. При этом количество сделок увеличилось с 706 в 2005 году до 1210 в 2006, причем 922 из этих сделок были совершены российскими компаниями. Рост количества сделок составил 71%, что ставит Россию на второе место в этой категории. В прошлом году в России было совершено 142 сделки, стоимость которых составила более 100 млн долл. Совокупная средняя стоимость сделки составила 181 млн долл.

(диаграмма 3), что позволило России сохранить 1 место по среднему объему сделок среди стран CEE.

Количество сделок, осуществляемых на внутренних рынках, увеличилось в 2006 году на 5% — с 56 до 61% от общего количества слияний и поглощений. Наибольшая доля сделок с капиталом, осуществляемых на внутренних рынках, зарегистрирована в России и Польше, где в среднем этот показатель составил 70%. При этом 6 из 10 крупнейших сделок по M&A в CEE были совершены на российском внутреннем рынке (диаграмма 4).

Диаграмма 5. Направления трансграничных инвестиций в СЕЕ



Источник: данные PricewaterhouseCoopers

Трансграничные сделки М&А в СЕЕ в 2005-2006 гг.

Общий объем иностранных инвестиций в страны Центральной и Восточной Европы составил в истекшем году около 46 млрд долл., что на 20% ниже уровня 2005 года. При этом количество сделок с привлечением иностранных инвестиций снизилось на 6% — с 40 до 34% от общего объема сделок (до 866 сделок). Это отражает тот факт, что отечественные компании заняли место иностранных инвесторов и благодаря этому уменьшили свою зависимость от иностранного капитала. В настоящее время отечественные компании демонстрируют значительные возможности и высокую конкурентоспособность в сфере осуществления слияний и поглощений на внутренних рынках.

Список наиболее привлекательных стран для осуществления иностранных инвестиций не изменился по сравнению с прошлым годом. Лидером являлась Россия, где было осуществлено 186 сделок, за ко-

торой следовали Чешская Республика (127 сделок) и Польша (121 сделка). В прошлом году наиболее активными иностранными инвесторами в Центральной и Восточной Европе оставались инвесторы из Великобритании (13%), Германии (11%), США (11%) и Австрии (8%).

С другой стороны, в 2006 году компании СЕЕ совершили 248 сделок на зарубежных рынках. Этот показатель увеличился почти на 33% по сравнению с 2005 годом, когда было зафиксировано 187 международных сделок. Как и в 2005 году, наиболее активно международные инвестиции осуществляли Россия (102 сделки), Чешская Республика (44 сделки), Польша (29 сделок) и Венгрия (28 сделок). На Россию, Чешскую Республику, Польшу и Венгрию приходится 82% общего числа всех сделок, связанных с зарубежными инвестициями (в 2005 году этот показатель составил 74%).

Рост числа сделок и их концентрации показывает, где расположены основные центры влияния на рынок слияний и по-

Диаграмма 6. Доля отраслей в общем объеме сделок M&A в СЕЕ в 2006 году.

Источник: данные PricewaterhouseCoopers

глощений в Центральной и Восточной Европе. По-прежнему сильные позиции занимает Россия, которая приобрела объекты в таких прилежащих государствах, как Армения, Беларусь, Прибалтийские государства, Казахстан и Узбекистан. Россия расширила географические масштабы деятельности, осуществив приобретения в таких странах дальнего зарубежья, как Великобритания, США, ЮАР, Канада и др.

В целом, успешное осуществление M&A сделок с активами, расположенными на более удаленных рынках, может рассматриваться как явный признак повышения уровня развития и конкурентоспособности стран Центральной и Восточной Европы. Основные направления трансграничных инвестиций приведены на диаграмме 5.

Отраслевой анализ сделок M&A в СЕЕ в 2005-2006 гг.

Лидером по уровню активности в сфере слияний и поглощений по-прежнему является производственный сектор, где количество сделок достигло 499 (384 в 2005 году), что составляет 20 и 21% соответственно от общего количества сделок. На втором месте — сектор финансовых услуг (16% от общего числа сделок по сравнению с 13% в 2005 году), за ним следует пищевая промышленность — 10% (9% в 2005 году) и предприятия нефтегазового и энергетического сектора — 9% (10% в 2005 году) (диаграмма 6). В прошлом году на эти четыре сектора экономики приходилось 54% всех сделок (в объемном выражении), что соответствует уровню 2005 года. Однако, если говорить о ежегодном приросте объема сделок, здесь наивысшие результаты в истекшем году продемонстрировали предприятия строительного, транспортного и финансового секторов.

Крупные сделки — сделки стоимостью 100 млн долл. и более — являются еще одним показателем повышения внимания к отдельным секторам экономики, причем лидерами по этому показателю являются электроэнергетика, промышленное производство и сектор финансовых услуг. В электроэнергетическом секторе средняя стоимость сделок составила в 2006 году примерно 76 млн долл. по сравнению с 29 млн долл. в 2005 году. В связи с осуществлением относительно большого числа крупных сделок в сфере промышленного производства, средняя стоимость таких сделок в странах Центральной и Восточной Европы в прошлом году практически утроилась и достигла 41 млн долл. Аналогичный рост наблюдался в секторе финансовых услуг, где средняя стоимость сделки достигла 106 млн долл.

Почти три четверти всех сделок, совершенных в секторе финансовых услуг (397

сделок) в странах Центральной и Восточной Европы в 2006 году, приходится на четыре страны: Россию (225 сделок), Украину (42 сделки), Сербию (16 сделок) и Болгарию (11 сделок). Такое значительное количество сделок в финансовом секторе обусловлено следующими факторами:

- иностранные банки демонстрировали значительный интерес к рынку розничного банковского обслуживания. Этот интерес привел к ряду значительных поглощений, осуществленных крупными европейскими банками;

- фрагментированный характер рынка с низким охватом клиентской базы банковскими услугами и относительно большой численностью населения, а также растущие доходы населения стали дополнительными мотивами для осуществления инвестиций в этом регионе;

- остальные сегменты рынка финансовых услуг остаются практически нетронутыми или значительно менее привлекательными для иностранных компаний, которые ограничили свою деятельность поглощениями средних по размеру финансовых организаций, которые будут использоваться в качестве платформы для дальнейшего расширения бизнеса.

Можно ожидать, что рост количества сделок в секторе финансовых услуг сохранится и в 2007 году. Дальнейшая консолидация активов на внутренних рынках может стать основным двигателем слияний и поглощений, поскольку мелким банкам с более высокими капитальными затратами становится труднее конкурировать с международными гигантами.

В качестве примеров крупных *M&A* сделок в российском секторе финансовых услуг можно отметить следующие операции:

- поглощение Объединенной финансовой группы банком *Deutsche Bank* (Германия);

- поглощение Импэксбанка банком *Raiffeisen Zentralbank Oesterreich* (Австрия);

- поглощение Инвестсбербанка банком *OTP Bank* (Венгрия);

- поглощение Московского международного банка банком *Unicredito Italiano* (Италия).

В 2006 году в топливно-энергетическом комплексе всех стран Центральной и Восточной Европы наблюдался рост и увеличение активности по сравнению с 2005 годом. Наибольшая активность наблюдалась в России, Чешской Республике, Венгрии и Польше. В России продолжилась консолидация основных нефтегазовых активов крупными компаниями, значительные доли в капитале которых принадлежат государству. Это происходило на фоне ограничений со стороны государства доступа иностранных компаний к стратегическим ресурсам. В то же время за счет высоких цен на нефть российские компании топливно-энергетического сектора стремятся развивать свои производственные мощности и приобретают зарубежные активы. Такое расширение масштабов деятельности, вероятно, сохранится и в будущем.

На сделки, осуществленные в секторе промышленного производства, пришлось в 2006 году более 70% слияний и поглощений. В российской металлургической отрасли наблюдался значительный рост слияний и поглощений, приблизивший эту отрасль к топливно-энергетическому сектору. Этот рост был обусловлен, главным образом, увеличением количества сделок. Волна консолидации охватила активы по производству недргоценных цветных металлов, а также активы черной металлургии, причем российские металлургические компании стремились приобретать высокотехнологичные зарубежные производственные мощности.

Быстрый рост строительной индустрии наблюдался во всех странах Центральной и Восточной Европы. За прошедший год количество сделок практически удвоилось — с 52 сделок в 2005 году до 102 сделок в 2006 году. Наиболее замет-

ный рост наблюдался в России, Польше, Чешской Республике и Венгрии. Средняя стоимость сделок, совершаемых в этом секторе в Центральной и Восточной Европе, увеличилась за последний год в десять раз — с 3 млн долл. в 2005 году до 31 млн долл. в 2006 году. По истечении ставшего рекордным года инвесторы с оптимизмом относятся к инвестициям в сектор недвижимости в странах Центральной и Восточной Европы. Снижение доходности заставляет инвесторов изменять направления капиталовложений и ориентироваться на инвестиционные возможности с более высоким уровнем прибыльности, обеспечиваемым участием в девелоперской деятельности: в целях повышения прибыльности инвесторы стремятся войти в инвестиционные проекты на раннем этапе и принимают на себя риск застройщика.

Представляется, что из всех стран Центральной и Восточной Европы в будущем наиболее значительные возможности на рынке слияний и поглощений возникнут в России. Однако абсолютно очевидно, что произойдет усиление конкуренции за выгодные сделки, причем ошибки в определении основных условий сделок станут практически недопустимыми.

Анализ деятельности инвестиционных банков на российском рынке слияний и поглощений

Следует отметить, что масштаб сделок по слиянию и поглощению в России значительно превышает масштаб аналогичных сделок в Центральной и Восточной Европе в целом. Россия постепенно преодолевает «дефицит доверия», который ранее отмечался со стороны инвесторов. Также можно наблюдать практическое исчезновение «скидки (дисконта) на Россию» в ценообразовании в сделках по слиянию и поглощению, более того, в 2006 году мож-

но было даже говорить о появлении понятия «премия на Россию».

В этих условиях, которые можно охарактеризовать как переходный период для российского рынка *M&A*, возрастает роль компаний-посредников, обеспечивающих подготовку российских компаний к выходу на рынок слияний и поглощений. С одной стороны, эти компании сопровождают сделку на уровне международных стандартов: в это понятие входит подготовка и правильная презентация необходимой финансовой отчетности компании по *IAS/GAAP*, *Due Diligence*, оценка стоимости компании по международным стандартам, четкое юридическое оформление сделки. С другой стороны, инвестиционный консультант дает возможность как одной, так и другой стороне в сделке слияния/поглощения, найти подходящего партнера для сделки:

- для компании, желающей привлечь инвестиции, посредник, задействуя широкий круг своих связей среди потенциальных инвесторов для нахождения партнера по сделке, находит возможность получить справедливую цену при продаже пакета акций компании;

- для компании, ищущей привлекательный объект для вложения собственных ресурсов, посредник, используя хорошее знание местного рынка и владение технологиями оценки стоимости компании по международным стандартам, находит объект для вложений, максимально отвечающий целям компании-инвестора и обеспечивающий требуемую отдачу на вложенные ресурсы.

На международном рынке роль посредников в большинстве случаев выполняют специализированные инвестиционные банки. Они обладают как большим опытом в проведении сделок такого рода (что дает возможность обеспечить сопровождение сделки на уровне международных стандартов), так и высоким уровнем доверия к ним со стороны участников рынка; кроме того, они обладают обширными контактами в

Диаграмма 7. Рейтинг финансовых консультантов по стоимости и количеству сделок M&A за 2006 год

№ п/п	2006 год		2006 год	
	Компания	Сумма сделок \$ млрд.	Компания	Сумма сделок \$ млрд.
1	Duetsche UFG	16,77	Duetsche UFG	11
2	JP Morgan	14,00	Aquila Capital Group	9
3	Morgan Stanley	12,65	Morgan Stanley	7
4	UBS	7,35	Ренессанс Капитал	7
5	Dresdner Kleinwort	5,50	UBS	6
6	Credit Suisse First Boston	3,79	«Тройка-Диалог»	6
7	HSBC	1,67	JP Morgan	4
8	Ренессанс Капитал	1,08	Dresdner Kleinwort	3
9	«Тройка-Диалог»	0,90	Credit Suisse First Boston	3
10	Aquila Capital Group	0,54	HSBC	2

Источник: данные группы M&A Intelligence, журнал «Слияния и поглощения»

их среде. Эти факторы дают возможность посреднику быстро и качественно выполнить задачу нахождения подходящего партнера для сделки слияния/поглощения.

К сожалению, присутствующие в настоящее время на российском рынке инвестиционные банки зачастую не обладают вышеприведенными качествами. В первую очередь, им, безусловно, не хватает доверия со стороны потенциальных участников сделок (в особенности зарубежных). Однако, кроме этого, российские инвестиционные банки испытывают недостаток технологий, необходимых для проведения M&A сделок. И если первый недостаток обусловлен, по большей части, молодостью российских банков и отсутствием у них брэнда, признанного на международном уровне, то во втором случае сказывается высокая степень универсализации большинства российских инвестиционных банков, снижающая возможности для качественной проработки технологий по основному направлению их деятельности.

Следует, однако, отметить положительные сдвиги, наблюдающиеся в последние годы на российском рынке инвестицион-

но-банковских услуг. Они в первую очередь были связаны с постепенным накоплением российскими инвестиционными банками опыта и технологий, необходимых для проведения M&A сделок. И хотя международно-признанный бренд и репутацию эти факторы вряд ли могут заменить, они, помноженные на лучшие знания российскими игроками специфики местного рынка, дают им возможность составить конкуренцию ведущим глобальным инвестиционным банкам.

Вышеназванные обстоятельства находят свое подтверждение при анализе рейтинга финансовых консультантов M&A сделок (диаграмма 7). С одной стороны, первые 7 строчек рейтинга по объему сделок прочно удерживают зарубежные инвестиционные банки. Однако, с другой стороны, в рейтинге по количеству организованных сделок российские инвестиционные банки присутствуют в верхней половине рейтинга (*Aquila Capital Group* и Ренессанс Капитал). Такая ситуация отражает увеличение активности и опыта реализации сделок российскими инвестиционными банками, но при этом показывает, что крупные сделки по-прежнему доверяются ведущим

международным инвестиционно-банковским домам, имеющим многолетнюю репутацию и признанный брэнд.

Заключение

Проведенный нами анализ свидетельствует об общем росте возможностей для осуществления инвестиционной деятельности банков на российском рынке (а также в регионах Центральной и Восточной Европы) и об увеличении реальной активности на рынке услуг по слиянию и поглощению. При этом российский сегмент рынка слияний и поглощений развивается опережающими темпами, становясь фактором ускорения для рынков остальных стран региона.

С другой стороны, необходимо отметить недостаточно высокий уровень участия российских инвестиционных банков в процессах слияний/поглощений, происходящих на российских рынках. Это обуславливается в первую очередь отсутствием у них серьезных контактов в международном инвестиционном бизнесе и короткой историей работы на рынке, что приводит к недостатку доверия со стороны инвесторов. Однако следует признать, что качество технологических наработок по реализации M&A сделок и соответствующий опыт постепенно нарабатывается россий-

скими инвестиционными банками, что приводит к соответствующему увеличению количества реализуемых ими сделок.

Важно подчеркнуть существенно увеличившийся уровень активности по слияниям/поглощениям в российском финансовом секторе, что во многом было обусловлено интересом международных финансовых институтов к российскому банковскому сектору. Однако уровень консолидации в банковском секторе по-прежнему остается недостаточным, несмотря на предпринимаемые регулятором (Банком России) усилия для ускорения этого процесса.

В завершении следует отметить тенденцию, появившуюся на российском рынке в 2006 году, и состоящую в значительном увеличении количества и объема сделок по поглощению крупнейшими российскими корпорациями зарубежных активов, что проявилось в росте трансграничных сделок типа *in-out*. Эта тенденция обуславливается как стремлением российских компаний к расширению бизнеса за счет освоения новых рынков и соответствующему повышению капитализации, так и наличием свободных денежных ресурсов, помноженным на желание диверсифицировать страновые риски ведения бизнеса

Статья поступила в редакцию 20.08.2007

I. Dun, Structuring Department Head, OOO RDI Group

INVESTMENT BANKING ON THE RUSSIAN M&A MARKET

The businesses operating in the developed market economies sometimes find themselves in a critical situation. The crisis could be the consequence of the fact that the company does not meet the market demand in terms of its size or management type choice. The business owners in this case could either refuse to keep operating in a certain market sector or reinforce their positions by purchasing other company's capital or by purchasing the competitor's company or by purchasing a company that produces the "lacking" product. The author of the article analyzes the M&A market in the Central and Eastern European countries and Russia. He shows the market development trends and identifies the main sectors where the M&A processes are most active. He also shows the trans-border transactions case studies. The author identifies the M&A-promoting investment-related bank services, analyzes the reasons why the services are in such a demand, shows the recent development trends in the M&A Russian market and the role the banks play in the development.