

УДК 339.13.017

Окончание. Начало в журнале
«Современная конкуренция» № 5**Кобызев Д.И.**,
аналитик компании *PricewaterhouseCoopers*

РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ИЗРАИЛЕ И РОССИИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Уже несколько лет Россия является одним из мировых лидеров по динамике развития рынка слияний и поглощений. Расширяется практика заключения внутренних и международных сделок слияния и поглощения в России, растет активность игроков среднего эшелона, консолидирующих небольшие активы в определенных отраслях, налицо серьезный интерес к российскому рынку со стороны западных (преимущественно европейских) компаний. В этой связи исследование российского рынка M&A и наиболее успешных практик слияний и поглощений за рубежом представляется весьма актуальным.

Сопоставление российского рынка с зарубежными рынками если и происходило, то в основном с рынками Центральной и Восточной Европы, реже с рынками Западной Европы. Сравнительный анализ рынков M&A в Израиле и в России, имевших схожие по некоторым параметрам предпосылки развития, производится впервые. В последние два года оба рынка продемонстрировали феноменальные результаты, однако пути достижения этих результатов были несколько отличными. И это является серьезным поводом для осмысления перспектив развития российского рынка M&A.

Принципиальные различия рынков M&A в России и в Израиле

Становление рынков M&A в двух странах в конце 1990-х и развитие в начале 2000-х годов, действительно, происходило по разным сценариям. Израильскому рынку свойственны черты развитых западных рынков, а модель развития очень напоминает модели новых индустриальных стран. Речь идет, прежде всего, об огромной составляющей сделок с участием иностранных компаний и превалировании сектора *hi-tech* над другими отраслями, тогда как в России наблюдается перекоп в сторону сектора энергетики и производства и преобладают внутренние сделки.

Российский рынок, действительно, отличается внутренняя направленность, что обусловлено объективными экономическими процессами внутри страны: консолидация отраслей экономики, построение крупнейшими холдингами вертикально-интегрированных структур. Отсутствие эффективной системы движения капитала, достаточно консервативное законодательство в сфере иностранных инвестиций и недостатки налогового регулирования также тормозят развитие рынка M&A и прежде всего сегмента входящих сделок (*out-in*).

Сегодня в России объем сделок, пересекающих национальную границу, сильно отстает от внутрироссийских сделок. Однако именно в сегменте международных сделок скрыт огромный потенциал. Учиты-

Таблица 1

Крупнейшие сделки в Израиле за последние три года

№	Покупатель	Израильская компания	Индустрия	Дата	Стоимость \$ млн
1	Hewlett-Packard	Mercury Interactive Corporation	IT	7.2006	4500
2	Berkshire Hathaway Inc (Warren Buffet)	Iscar (80 %)	IT	5.2006	4000
3	SanDisk	Msystems	IT	7.2006	1500
4	Apax Partners	Tnuva	Молочные продукты	11.2006	1400
5	Apax-Saban-Arkin	Bezeq	Связь	10.2005	969
6	Perrigo	Agis	Фармацевтика	11.2004	900
7	Verifone Holdings	Lipman Electronics Engineering	IT	4.2006	793
8	eBay	Shopping.com	Internet	6.2005	620
9	Aris	Terayon Communication Systems Inc.	Телеком	9.2005	345
10	PMC Sierra	Pasave	IT	4.2006	300
11	Microsemi	PowerDsine	Связь	10.2006	245
12	Hewlett-Packard	Scitex Vision Ltd.	IT	8.2005	230

Источник: www.investinisrael.gov.il/

вая устойчивые темпы роста российского рынка M&A, предпринимаемые государством усилия по устранению вышеупомянутых проблем и объявленные планы российских компаний по расширению присутствия на международных рынках, можно ожидать значительное увеличение доли международных сделок в России в будущем.

Другим важным отличием двух рынков является стабильность отраслевой структуры. Если в Израиле не наблюдается резких изменений в предпочтениях внешних и внутренних инвесторов, то в России, как было отмечено ранее, рынок постепенно меняет свою отраслевую структуру, что свидетельствует о меньшей степени развитости рынка. Плюс к этому он значительно подвержен воздействию экстернатальных факторов, таких как, например, госу-

дарственное вмешательство. На отраслевую структуру рынка, например, сильно влияют планы приватизации государственных предприятий. Так, вследствие начала реформы ПАО ЕЭС резко возросла активность по слияниям и поглощениям в секторе электроэнергетики. В 2006 году впервые нефтегазовый сектор уступил первенство по доле на рынке слияний и поглощений металлургии.

Сравнение рынков M&A в России и в Израиле по типу сделок

Основными видами сделок M&A в России и в Израиле являются поглощения, покупка миноритарного пакета акций и IPO. На остальные виды (слияния, LBO,

MDO, совместное предприятие) приходится менее 5%. Доминирующим на обоих рынках типом сделки является выкуп миноритарного пакета акций. В Израиле в 2005-2006 годах к этому типу относилось примерно 68% сделок. В России, что характерно для неразвитого рынка, этот показатель составлял более 75%, хотя в последние годы резко снизился до 70% в 2005 и до 63% в 2006 году. В России в 2005-2006 годах в 2 раза увеличилось количество *IPO*, хотя нынешняя доля в 1% от всех сделок *M&A* еще очень далека от доли *IPO* в Израиле — 5,21% в 2006 году. Причем в денежном выражении рост доли *IPO* оказался еще более существенным: с \$2,1 млрд в 2005 до \$14,2 млрд в 2006 году, т.е. почти в 7 раз. Российский рынок *IPO* будет расти стремительными темпами. Это соответствует планам все большего количества российских компаний по выходу на фондовые рынки: PTC, MMB, LSE, NYSE, NASDAQ.¹

Сравнительно низким на обоих рынках остается уровень сделок по слиянию. В Израиле он оставался в 2005-2006 годах на уровне в 0,6%. В России наблюдалось повышение с 0,58% в 2005 году до 1% в 2006. Связано это с емкостью российского рынка, который по сравнению с израильским, дает большие возможности по горизонтальным слияниям компаний, действующих на одном рынке и идущих на слияния в интересах расширения своих конкурентных преимуществ.

Уровень поглощений остается достаточно стабильным в Израиле на протяжении последних двух лет (22-23%), тогда как в России наблюдался скачок количества сделок этого типа с 26 до 32%.

Для исходящих из России сделок характерны именно поглощения, которые составили 56% всех сделок в 2005 и 67% в 2006 году (при примерно одинаковом объеме в

денежном выражении). Приобретение зарубежных активов именно с целью получения возможности участия в управлении покупаемой компанией входит в стратегические планы большинства крупных российских корпораций из секторов энергетики, металлургии и телекоммуникаций. Сделки по покупке миноритарного пакета акций составили лишь 25% в 2005 году и 17% в 2006.

Для Израиля характерен несколько другой подход к вопросу покупки зарубежных активов. Сделки по покупке миноритарного пакета акций иностранной компании лишь с целью получения дивидендов вовсе не редкость. В 2005 году количество таких сделок составило 60%, а в 2006 — 63% всех контрактов. В денежном же измерении сделки по покупке миноритарного пакета акций в 2006 году уступили первенство поглощениям, объем которых составил более \$90 млрд из примерно \$100 млрд исходящих из Израиля сделок 2006 года.

Препятствия для развития рынков M&A в России и в Израиле

Как мы выяснили из предыдущих глав, рынки *M&A* в России и в Израиле достигли рекордных показателей по объему. В случае с Россией прирост рынка за 2006 год достиг трехзначной величины. С учетом текущих тенденций прогнозы на ближайшие годы также довольно оптимистичные, хотя факторы, сдерживающие рост рынков *M&A*, также можно проанализировать уже сегодня.

В данном разделе мне бы хотелось рассмотреть проблемы, препятствующие развитию рынка слияний и поглощений. Исследования, проводившиеся на эту тему констатируют, что развитие рынков *M&A* в разных странах сдерживается одними и теми же факторами. Одним из наиболее ценных исследований явля-

¹ Пик слияний по-европейски // Эксперт. 2007. 23 апреля.

ется «Глобальное исследование руководителей крупных компаний», проведенное компанией *PricewaterhouseCoopers* на основе опроса 1054 руководителей крупнейших мировых компаний (из которых 56 российские). Помимо различных вопросов, беспокоящих представителей крупного мирового бизнеса, исследовались проблемы развития рынка *M&A*. При осуществлении сделок на мировом рынке слияний и поглощений в целом наиболее остро стоит проблема культурных различий. Кроме того, руководителей беспокоит проблема противоречивых законодательных требований. «Рейтинг» проблем, с которыми сталкиваются или ожидают столкнуться российские руководители, во многом схож с общемировым, однако мы можем констатировать, что российский рынок *M&A* больше зависит от внешних сдерживающих факторов². Несмотря на впечатляющие темпы роста, 2006 год побил рекорд по количеству несостоявшихся сделок. Действительно, российские руководители острее воспринимают ряд препятствий при заключении сделок. Прежде всего, это относится к препятствиям со стороны местных властей и противоречия с держателями акций. При осуществлении сделок также большое значение имеют культурные различия и строгость законодательства.

Росту рынка *M&A* в России мешают также ограничения на присутствие иностранного капитала в некоторых отраслях промышленности, установленные российским законодательством. Сегодня ограничения распространяются на банковский сектор, страхование, ВПК, средства массовой информации, исследование космоса, авиацию, сельское хозяйство. Недавно Государственной Думе РФ был представлен проект закона об ограничении доступа иностранных инвесторов к стратегическим

отраслям. Данные ужесточения, возможно, отрицательно скажутся на объеме будущих сделок по слиянию и поглощению в России с участием иностранных компаний. Тем не менее в лучшую сторону изменяется ситуация с организацией на территории России свободных экономических зон. Положение изменилось в лучшую сторону с принятием Федерального закона «Об особых экономических зонах в Российской Федерации»³, расширившего возможности для использования подобного экономического механизма, который должен стать основным стимулом развития наукоемких производств, внедрения передовых технологий и выпуска товаров, конкурентоспособных на мировых рынках.

Препятствия развитию рынка слияний и поглощений в Израиле носят несколько другой характер. Израиль обладает достаточно проработанной либеральной законодательной базой, способствующей свободному движению капитала как в страну, так и из нее. Ограничивается доступ иностранных инвесторов в военно-промышленный комплекс, однако либерализация (пусть частичная) ожидает даже этот сектор экономики. Основным препятствием для развития рынка является военно-политическая обстановка, что, безусловно, относится к экстерналиям факторам.

Зависимость от внешних факторов можно назвать главной особенностью рынка *M&A* в Израиле. Пожалуй ни один рынок в мире не испытывал столь резких падений и взлетов за сравнительно короткий промежуток времени. Хотя такие факторы, как интифада или война в Ливане, сказываются на всей экономике страны, рынок слияний и поглощений все же более чувствителен к их воздействию, так как сильно зависит от поведения внешних инвесторов. Так, первое из

² Глобальное исследование руководителей крупных компаний//PricewaterhouseCoopers. 2007. Март.

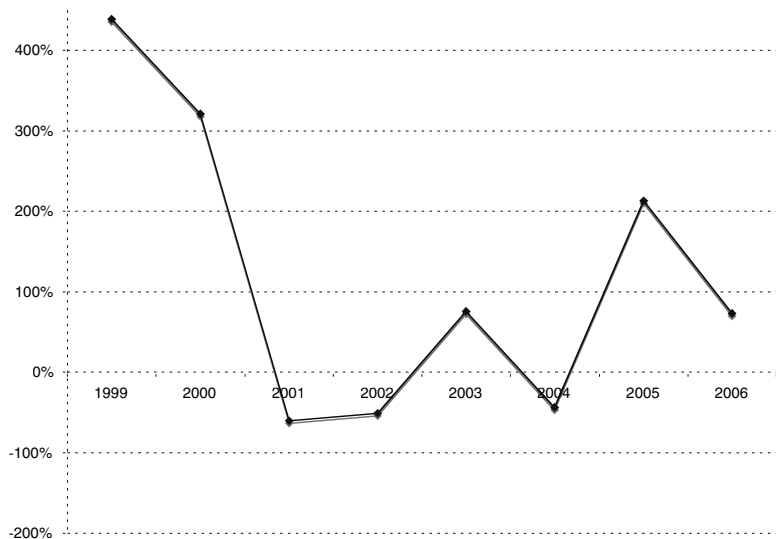
³ На половину потенциальных возможностей// Эксперт. 2007. 16 апреля.

упомянутых выше событий оказало критическое воздействие на рынок M&A. Динамику рынка слияний и поглощений можно проследить по диаграмме 10. Наивысших темпов роста рынок достиг в 1998-1999 годах. В период второй интифады темп роста приобрел отрицательное значение и снова взлетел в 2005 году, достигнув 213%. В 2006 году рынок M&A увеличился на 73%.

Итак, мы рассмотрели два рынка слияний и поглощений, имевших схожие по многим параметрам предпосылки развития. В последние два года оба рынка продемонстрировали феноменальные результаты, однако пути достижения этих результатов были несколько отличными. Несмотря на огромную разницу в совокупных объемах рынков двух стран в пользу России, в целом мы можем говорить о том, что Израиль достиг лучших результатов в построении эффективной модели рынка слияний и поглощений. Свидетельством этому являются большая заинтересованность иностранных инвесторов и сравнительно стабильная структура рынка по типу сделок и отраслевых структур, а также большая доля рынка M&A в ВВП страны.

На пути развития российского рынка стоят пока достаточно много препятствий, причем многие из них могут быть устранены усилиями государственного экономического регулирования. Это сильно сказывается на привлекательности российских компаний для зарубежных инвесторов и на отношении иностранцев к покупке сколько-нибудь значимых активов российскими компаниями. Несмотря на растущую уст-

Диаграмма 10. Темп роста израильского рынка слияний и поглощений в 1999-2006 гг.



Рассчитано по Zephyr Database, Bureau Van Dijk

ремленность отечественного бизнеса за рубежом, по разным причинам за 2006 год и январь 2007-го некоторые ведущие отечественные корпорации не смогли заключить сделок за границами России на сумму 50,2 млрд долларов. Эта сумма составляет чуть менее половины объема всего национального рынка.

Сегодня открытость российской экономики возрастает благодаря предпринимаем правительством мерам. Дальнейшая либерализация и совершенствование законодательства будут также связаны с вступлением России в ВТО. Несмотря на улучшения последних лет, очевидными остаются недостатки государственного экономического регулирования и явные перекосы в развитии страны, что отражается на несбалансированности отечественного рынка слияний и поглощений. Россия могла бы перенять удачный опыт Израиля по созданию благоприятного экономического климата и конкретные механизмы, облегчающие выход иностранных инвесторов на отечественный рынок, например создание свобод-

ных экономических зон. Также ценным для России является опыт развития сектора высоких технологий, который, как уже отмечено, привлекает львиную долю иностранных инвестиций в Израиль. Это и льготное финансирование *hi-tech*-проектов, венчурный бизнес, создание технопарков на основе привлечения частных инвесторов и продвижение продукции за рубежом. Применение этих и других методов, безусловно, сказалось бы на эффективности российской экономики и, как следствие, на сбалансированности рынка *M&A*. Если России удастся достигнуть столь же эффективного регулирования движения капитала в сочетании с грамотным использованием конкурентных преимуществ, как в Израиле, то можно с уверенностью прогнозировать значительный рост российского рынка *M&A* как по совокупному объему рынка, так и по качеству совершаемых сделок.

Литература

1. Глобальное исследование руководителей крупных компаний//PricewaterhouseCoopers. 2007. Март.
2. Стенли Фостер Рид, Александр Рид Лажу. Искусство *M&A* слияний и поглощений. — М., 2006.
3. Общество и политика современного Израиля/Под ред. Алека Д.Эпштейна, А.Федорченко//Гешарим. Мосты культуры. 2002.
4. Российский рынок слияний и поглощений (январь-сентябрь 2006)//Mergers.ru.
5. Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. — М., 2007.
6. Центральное статистическое бюро Израиля, Statistical Abstract of Israel, 2004, 2005, 2006.
7. "CEE M&A Survey 2006", PricewaterhouseCoopers.
8. Economist Intelligence Unit, Russia 5-year forecast.
9. Economist Intelligence Unit, Israel 5-year forecast.
10. Invest in Israel, *M&A* report 2005, 2006.
11. 'M&A in the Mideast', Metwalli, Ali M; Tang, Robert Y W, 1 January 2007 Journal of Corporate Accounting & Finance.
12. Zephyr Database, Bureau Van Dijk — база данных сделок слияний и поглощений и др.

Статья поступила в редакцию 25.06.2007

D. Kobzyev, analyst, PricewaterhouseCoopers

MERGERS AND ACQUISITIONS IN ISRAEL AND RUSSIA. A COMPARISON

Russia has been one of the world leaders in the *M&A* market development for a few years. The number of domestic and international *M&A* agreements concluded in Russia is constantly growing. The «SME» players become proactive. They consolidate their small assets in certain economic spheres. The Western (first of all — European) companies show their interest in coming to the Russian market. This is why we think the research into the Russian *M&A* market best practices is needed. The Russian market comparative analysis has been made when the parallels were made between Russia and (mostly) the Central and Eastern European countries. The comparisons between the Russian market and the Western European markets are rare. Our comparison of the *M&A* markets in Russia and Israel is the first analysis to be done of such kind. The development trends on both markets are similar. Those two markets have seen fantastic success in the last two years but the ways to gain the success were different in each of the two countries. This is the reason why it is necessary to analyze the potential of the Russian *M&A* market.