

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВОЛНЫ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

© 2015 А.Д. Саратовский*

Ключевые слова: слияния и поглощения, конгломерат, финансовый кризис, глобализация.

Представлены теоретические аспекты осуществления сделок слияний и поглощений, проведен анализ основных исторических этапов реализации таких сделок, раскрыты характерные черты и особенности каждого из этих этапов, а также текущие тенденции и глобальные тренды дальнейшего развития в области корпоративных сделок слияний и поглощений.

У компании есть два основных способа для роста: либо органический, либо за счет приобретения или поглощения других компаний. Хотя число и объем сделок слияний и поглощений (M&A, от англ. mergers and acquisitions) побили рекорды в первой декаде XXI в., данное явление не стало феноменом. В этой связи рассмотрение исторических периодов, которые характеризовались высоким уровнем активности в данной сфере, стало особенно актуальной задачей.

В ходе исследования автором были определены и структурированы 6 завершенных волн сделок слияний и поглощений. Для каждой из этих волн были выявлены характерные особенности, отличающие данный исторический этап от других. Рассмотрены статистические данные в сфере сделок слияний и поглощений, которые позволили дать количественную и качественную характеристики текущим глобальным трендам, главным из которых является постепенное смещение акцента в области корпоративных сделок слияний и поглощений в Азиатско-Тихоокеанский регион.

В то время как нет никаких сомнений, что деятельность компаний в сфере сделок слияний и поглощений будет продолжаться, отражая современные тенденции, связанные с процессами глобализации, международной конкуренцией и постоянно меняющимся нормативно правовым регулированием, очень важным аспектом остается изучение уже накопленного опыта. Проведение параллелей с прошлым должно нам помочь понять те идеи, которые лежат в основе данной деятельности, а также дать ответ на вопросы, когда стоит осуществлять приобретение, каким наилучшим об-

разом структурировать и как финансировать будущую сделку слияния и поглощения. В связи с этим ретроспективный анализ и изучение так называемых волн M&A представляются особенно актуальной задачей.

Существуют две конкурирующие теории, которые пытаются объяснить феномен волнообразной активности осуществления сделок слияний и поглощений. Первая утверждает, что волны сделок M&A возникают тогда, когда компании из различных индустрий реагируют на шок, или, другими словами, на качественное изменение в их операционной среде. К таким резким изменениям можно отнести: процесс дерегулирования, разработку новых технологий, возникновение новых каналов поставок и распределения, появление товаров-субститутов, устойчивый рост цен на сырьевые товары. Размер и длина волны зависят от того, как много отраслей подвержены данным шокам, а также от того, насколько сильное влияние они имеют на ту или иную индустрию. В ответ на данное обстоятельство многие фирмы внутри своей отрасли (или необязательно своей) поглощают всю или часть другой фирмы.

Аргументы второй теории основываются на идее неправильной оценки стоимости компаний. Предполагается, что менеджеры используют акции переоцененных компаний с тем, чтобы приобрести активы недооцененных. При сделках M&A условно простым и быстрым способом оценки является сравнение рыночных мультипликаторов: цена акции к доходам на собственный капитал (P/E, от англ. Price to Earnings) или рыночная стоимость собственного капитала к его балансовой стоимости (MV/BV, от англ. Market value to Book value)

* Саратовский Артем Дмитриевич, аспирант Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. E-mail: saratovskiy_artem@mail.ru.

с мультипликаторами других компаний и среднеотраслевыми значениями. При этом, как правило, методом платежа выступают сами акции компании, которые, по оценкам менеджеров, в настоящий момент являются переоцененными. Значительное количество эмпирических исследований подтвердило, что долгосрочный процесс колебаний в рыночных оценках и число осуществленных в этот период сделок M&A имеют положительную корреляцию.

1-я волна (1890-е - 1904 гг.). Данный период можно охарактеризовать как период горизонтальных сделок слияний и поглощений. Горизонтальная сделка M&A представляет собой бизнес-консолидацию фирм, которые оперируют внутри одной индустрии и зачастую являются конкурентами. Ключевыми факторами, способствующими осуществлению множества сделок M&A в данный период, являются борьба за эффективность, технологические изменения, отсутствие четкого правового регулирования в области антимонопольного законодательства и ряд других. В результате это привело к концентрации капитала в таких отраслях, как угольная, металлообрабатывающая, нефтяная промышленность, транспорт и др.

Так, в 1901 г. J.P. Morgan и Elbert H. Gary создали первую американскую миллиардную компанию U.S. Steel. Согласно данным Международной ассоциации стали в 2013 г. компания заняла 13-е место среди крупнейших в мире производителей стали¹. U.S. Steel была основана благодаря объединению Carnegie Steel Company, Federal Steel Company и National Steel Company. В дальнейшем компания поглотила еще порядка 785 различных компаний из данной отрасли. Другими гигантами, основанными в тот же период, были Standard Oil, Eastman Kodak, American Tobacco, General Electric.

Однако паника 1904 и 1907 гг. на финансовых рынках, принятие антимонопольных законов, которые ограничивали горизонтальные сделки слияний и поглощений, а также начавшаяся Первая мировая война явились основными причинами завершения данного бума сделок M&A.

2-я волна (1918 - 1929 гг.) Активность заключения сделок слияний и поглощений была обусловлена прежде всего завершени-

ем Первой мировой войны и начавшимся экономическим ростом (в первую очередь, в США). В этот период наблюдается дальнейшая консолидация внутри индустрий, которая была характерна первой волне, но при этом значительно возросло количество вертикальных сделок M&A. Вертикальной называется сделка, при которой осуществляется бизнес-консолидация компаний, производящих различные товары и услуги, но при этом данные компании оперируют на различных уровнях общей технологической цепочки поставок внутри конкретной отрасли. Примером может служить компания Ford, которая интегрировала в себе различные направления бизнеса от производства автомобилей и возведения сталелитейных заводов до строительства железных дорог и угольных шахт. По данным на июль 2014 г., компания занимает 26-е место среди крупнейших компаний мира в рейтинге Fortune Global 500 с выручкой в 146,92 млрд долл. США².

Завершилась 2-я волна крахом финансового рынка, который привел к Великой депрессии 1929 - 1933 гг. в США.

3-я волна (1955 - 1969 гг.). Это эра конгломератов. Конгломерат представляет собой объединение двух или более компаний из абсолютно разных отраслей в одну группу; зачастую целью подобного решения является желание диверсифицировать бизнес. Данный период характеризуется высокими значениями мультипликатора Price-to-Earnings многих компаний и показателя "доход на акцию" (EPS, от англ. earnings per share). Компании с высоким значением P/E часто приобретали компании, у которых данный показатель был на существенно низких уровнях, увеличивали EPS объединенной компании, что, в свою очередь, уже вело к росту цены акции конгломерата. Для того чтобы поддерживать данный пирамидальный эффект, целевые компании должны иметь достаточные темпы роста прибыли, чтобы оставаться привлекательными для приобретения инвесторами по значительно большему рыночному мультипликаторам. Со временем количество компаний с высокими темпами роста по отношению к компаниям с низким значением мультипликатора P/E уменьшилось, конгломераты приобретали компании-цели по завышенным ценам, в дополнение возросшая долго-

вая нагрузка вызвала коллапс данной схемы и привела к кризису. Среди образованных в этот период конгломератов можно назвать IT&T (Harold Geneen), LTV (Jimmy Ling), Teledyne (Henry Singleton) и др.

Кроме кризиса 1968 - 1969 гг., на завершение третьей волны сделок M&A повлияли крушение Бреттон-Вудской валютной системы, нефтяной кризис 1971 г. и ряд других событий. Так, в 1973 г. Германия впервые ввела надзор за сделками слияний и поглощений, а США усилили законодательство в этой сфере принятием закона Харта - Скотта - Родино, который уточнял предварительную процедуру контроля над осуществлением сделок M&A.

4-я волна (1974 - 1989 гг.). Этот период характеризуется распадом большинства конгломератов, распространением корпоративного рейдерства и недружественных поглощений, ростом числа LBO (от англ. leverage buy out; рус. "финансируемый выкуп") как преобладающей стратегии рейдерского приобретения. Финансируемый выкуп, или LBO, подразумевает под собой такой вид деятельности, при котором компания выкупается за счет заемных средств.

В 1974 г. было успешно проведено первое крупное враждебное приобретение. Крупнейший инвестиционный банк Morgan Stanley от имени компании INCO (International Nickel Company) осуществил поглощение компании ESB (Electric Storage Battery Company), открыв тем самым остальным глобальным инвестиционным банкам двери для осуществления враждебных поглощений от имени рейдерских компаний. Ранее крупнейшие инвестиционные институты отказывались от осуществления враждебных поглощений, данной деятельностью занимались мелкие компании.

С ростом числа сделок LBO главным источником финансирования стали высокодоходные, но и в то же время имеющие высокий риск дефолта инструменты, в частности junk bonds (рус. "мусорные облигации"). Последующий коллапс рынка данных облигаций, наряду с замедлившимся ростом экономики, а также нарастающими финансово-кредитными проблемами коммерческих банков, привел к завершению четвертой волны сделок слияний и поглощений.

5-я волна (1992 - 2000 гг.). Период можно назвать временем мегасделок. Во время

пятой волны многие компании достигли беспрецедентного размера и глобального размаха. Основными катализаторами подобной активности стали: небывалая экономическая экспансия; рост числа и объемов долларовых сделок; подъем рынка акций США, не прерывающийся на спады или рецессию; начавшаяся информационно-технологическая революция; усиливающиеся процессы дерегулирования; снятие торговых барьеров (в 1992 г. государства, входившие в Европейское Сообщество, подписали Маастрихтский договор о создании Европейского союза, заложивший основу экономического и валютного союза, общей внешней политики и политики безопасности, а также политики в области внутренних дел и юстиции); глобальный тренд приватизации. Кроме того, нельзя не отметить тот факт, что данный период экономического процветания и всеобщей мировой экономической и политической либерализации совпал с крушением СССР и последующим глубоким всесторонним кризисом как в России, так и во многих других странах социалистического блока.

Глобальная конкуренция, в которой действовали многие компании, побуждала их осуществлять сделки M&A, становясь все больше, чтобы поддерживать впечатляющие достигнутые уровни рыночных мультипликаторов, по которым торговались эти компании, а также, таким образом, противостоять нарастающей конкуренции. К мегасделкам M&A этого периода можно отнести такие, как Citibank и Travelers, Chrysler и Daimler Benz, Exxon и Mobil, Boeing и McDonnell Douglas, AOL и Time Warner, Vodafone и Mannesmann. Если в 1992 г. суммарный мировой объем сделок слияний и поглощений составлял порядка 342 млрд долл. США, то к 2000 г. этот показатель достиг значения 3,3 трлн долл. США (увеличение объема более чем в 9,5 раза за 8 лет)³.

С анонсирования одной из рекордных сделок M&A на 186,2 млрд долл. США между Time Warner (медиагигант) и AOL (America Online Inc. - компания интернет-услуг) начался 2000 г. Однако после пятилетнего непрерывного роста в сфере телекоммуникаций, медиа и технологий наметилось замедление в данной отрасли. Всеобщее падение активности сделок M&A началось с финансовых

проблем телекоммуникационных компаний и последующего коллапса и схлопывания пузыря на рынке интернет-компаний. Произошел так называемый dot-com bubble, когда акции технологических, интернет- и других сопряженных компаний обрушились до минимальных значений. Индекс NASDAQ упал на 50% (NASDAQ - биржа, специализирующаяся на торговле акциями высокотехнологических компаний), многие компании потеряли также порядка 50% рыночной капитализации, а некоторые из них - 98%. Кроме того, практически полностью прекратил свое существование рынок junk bonds, а коммерческие банки серьезно ужесточили требования к выдаче кредитов.

6-я волна (2003 - 2007 гг.). Ко всеобщему удивлению, 6-я волна сделок слияний и поглощений началась всего через три года после данного кризиса. Среди принципиальных факторов, которые послужили началом роста количества и объемов сделок M&A в этот период, можно отметить следующие: процесс глобализации; поощрение государствами таких стран, как Франция, Италия, Россия, создания крупных компаний-чемпионов; рост цен на сырьевые товары; доступность низкопроцентного финансирования, активизирующаяся деятельность хедж-фондов, огромный рост фондов частных инвестиций, основной целью которых является инвестирование в акции компаний, не котирующихся на фондовой бирже. К 2006 г. мировой объем сделок слияний и поглощений достиг значений 3,4 трлн долл. США по сравнению с 1,2 трлн долл США в 2002 г.⁴

Однако политика поощрения кредитования по низким процентным ставкам и снижение требований для их получения привели к тому, что многие кредитные организации нарастили громадный портфель высокорискованных, слабо обеспеченных кредитов (в основном, ипотечных), в результате увеличилось количество невыплат по ипотечным кредитам и участились случаи отчуждения банкам заложенного имущества. В дополнение к этому резкое падение цен на недвижимость, несмотря на тщетные попытки финансовых институтов реструктуризировать свои долги, привело в 2008 г. к ипотечному кризису в США, к банкротству ряда финансово-инвестиционных институтов и к падению цен на

ценные бумаги, обеспеченные субстандартными закладными. Результатом данного ипотечного кризиса стало его перерастание в мировой финансовый кризис, активность на рынке слияний и поглощений завершилась.

Настоящее время. Сейчас, на наш взгляд, еще рано говорить о новой волне сделок слияний и поглощений, ее временном горизонте и отличительных чертах, однако уже можно охарактеризовать сложившуюся ситуацию и проанализировать тенденции, которые наметились с оживлением активности в данной сфере.

Согласно данным Clifford Chance, наблюдается восходящий тренд в глобальной активности сделок слияний и поглощений, что может свидетельствовать о предварительном восстановлении доверия к осуществлению данных сделок после острой фазы мирового финансового кризиса. По итогам 2013 г., глобальное количество сделок составило порядка 6500, а их суммарный объем достиг 2100 млрд долл. (для сравнения: 2009 г. - около 5400 сделок, их суммарный объем порядка 1720 млрд долл)⁵.

В секторальной разбивке объем сделок слияний и поглощений в 2013 г. выглядит следующим образом.

1. Телекоммуникации, медиа и технологии - 505 млрд долл. (рост на 8,5% к 2012 г.).
2. Энергетика и добывающая промышленность - 425 млрд долл. (падение на 6,1% к 2012 г.).
3. Ритейл и сектор потребительских товаров - 285 млрд долл. (падение на 1,4% к 2012 г.).
4. Финансовые услуги - 240 млрд долл. (падение на 2% к 2012 г.).
5. Химическая промышленность - 220 млрд долл. (падение 2,6% к 2012 г.).
6. Недвижимость и строительство - 180 млрд долл. (рост на 2,8% к 2012 г.).
7. Здравоохранение - 175 млрд долл. (рост на 0,1% к 2012 г.).
8. Транспорт - 70 млрд долл. (рост на 0,4% к 2012 г.).

Таким образом, наибольшая доля в структуре сделок M&A принадлежит сектору телекоммуникаций, медиа и технологий, который продемонстрировал значительный рост в 2013 г. Во многом такому результату способствовала сделка Verizon и Vodafone -

третья по величине транзакция в корпоративной истории - 130 млрд долл. США.

Региональные тренды по итогам 2-го полугодия 2013 г. были следующими.

1. Северная Америка - 977 млрд долл. (рост на 57% по сравнению с 1-м полугодием 2013 г.).

2. Европа - 631 млрд долл. (падение на 9% по сравнению с 1-м полугодием 2013 г.).

3. Азиатско-Тихоокеанский регион - 414 млрд долл. (рост на 36% по сравнению с 1-м полугодием 2013 г.).

4. Латинская Америка - 95 млрд долл. (рост на 7% по сравнению с 1-м полугодием 2013 г.).

5. Африка - 64 млрд долл. (падение на 11% по сравнению с 1-м полугодием 2013 г.).

Как видим, наблюдается разнонаправленная региональная динамика в глобальной активности осуществления сделок слияний и поглощений. Несмотря на стремительный рост сделок M&A в Азиатско-Тихоокеанском регионе, на текущий момент США остаются лидерами в данной сфере.

Таким образом, можно сделать вывод, что модели сделок слияний и поглощений, а также их эффективность значительно отлича-

ются друг от друга при переходе от одного исторического этапа к другому, при этом остаются общие элементы, присущие каждой из этих волн. Сделки M&A имеют тенденцию к росту как в количественном, так и в объемном выражении в периоды высоких темпов экономического роста, низких процентных ставок, подъема рынка акций, технологических изменений и изменений в нормативно-правовом регулировании.

¹ World Steel Association: 2013 Top Steelmakers in the World (Top 50). URL: <http://www.worldsteel.org/dms/internetDocumentList/downloads/statistics/2012-2013-Top-50-steel-producing-companies-and-rank/document/2012-2013%20Top%2050%20steel-producing%20companies%20and%20rank.pdf>.

² Fortune Global 500. URL: <http://fortune.com/global500/ford-motor-26>.

³ Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances: The Top Deals (Largest M&A Transactions). URL: <http://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>.

⁴ Там же.

⁵ Clifford Chance: Insight into M&A trends 2014. URL: <http://globalmandatoolkit.cliffordchance.com/downloads/CC-MandA-Trends-July-2014.pdf>.

Поступила в редакцию 10.11.2014 г.