

Укрупняем бизнес

Последние тенденции и самые большие слияния и поглощения

Владислав Остапенко,
директор инвестиционно-банковского
департамента ИФГ «Софран»

Если посмотреть на карту мира, то география процессов, которые происходят в сфере слияний и поглощений (M&A), все больше расширяется. Данный рынок всегда был и остается очень динамичным в США и Европе. Сейчас активность распространяется на страны бывшего Советского Союза, азиатские государства и Китай. Ситуация в СНГ примечательна тем, что в результате проведения приватизации сформировались частные компании — объекты сделок M&A. И Украина не является исключением...

Нас видно из Европы и США

Переломным в отношении к Украине инвесторов из Центральной и Западной Европы, США, Азии стал 2004 год. Многие компании начали рассматривать наши рынки в качестве подходящих для становления своего присутствия. В результате, как количество сделок M&A, так и объемы прямых иностранных инвестиций, стали ежегодно увеличиваться. В Украине уже есть определенное число компаний, которые имеют свою историю, устойчивое финансовое положение, хорошие перспективы роста и рассматриваются как выгодные объекты для долгосрочных инвестиций. К сожалению, по-прежнему средняя украинская компания по объемам деятельности меньше российской или польской такого же уровня, но в любом случае из года в год предприятия-лидеры растут и активно ведут свою деятельность. Показательные процессы, происходящие на рынке капитала, — в ходе публичных размещений даже миноритарные пакеты акций украинских компаний становятся привлекательными для инвесторов.

Интерес к нашему рынку проявляют и международные организации, работающие в сфере слияний и поглощений. Ассоциация *Global M&A* является лидером отрасли и представлена в 35 странах мира. Для того чтобы удовлетворить сформировавшийся спрос своих клиентов — стратегических инвесторов, заинтересованных во вложении средств в Украину, — *Global M&A* заключила парт-

нерский договор с одной из украинских инвестиционных компаний. Наличие такого интереса к нашему государству со стороны инвесторов показательно и является очевидным индикатором возросшей инвестиционной привлекательности нашей страны. Еще одна ассоциация, осуществляющая свою деятельность в сфере слияний и поглощений на территории Европы, — *M&A International*, — пока еще не представлена в Украине.

Жаркий 2007 год

Общее количество сделок M&A в нашем государстве за I полугодие 2007 года составило 499 операций на сумму \$6,943 млрд, что на 63 % больше, чем за аналогичный период прошлого года.

В *табл. 1* показаны объемы рынка M&A и мультипликаторы сделок в Украине и других странах СНГ за I полугодие 2007-го. По *DV/EBITDA* украинские активы не самые дорогие (даже ниже среднего уровня). Но такое соотношение имеет позитивное влияние на интерес к нашей стране со стороны иностранных инвесторов. В то же время подобная ситуация менее благоприятна для украинских продавцов.

Лидером по слияниям можно с уверенностью назвать отечественный финансовый сегмент, где были заключены сделки на сумму более \$4 млрд. Крупнейшими стали покупка «Укрсоцбанка» бан-

ком *Austria Creditanstalt AG* и продажа «ТАС-Коммерцбанка» и «ТАС-Инвестбанка» шведскому *Swedbank*.

Второе место занимает пищевая отрасль — четыре сделки на общую сумму \$657 млн. Самая крупная — приобретение ведущего украинского производителя соков *Sandora* компаниями *PepsiAmericas* и *PepsiCo*. На третьем месте — добыча полезных ископаемых (\$370 млн), крупнейшее соглашение — переход Криворожского железорудного комбината в собственность группы *SCM*. За весь 2007 год, по предварительным оценкам, объем сделок *M&A* достиг \$8 млрд.

Как видно из диаграмм 1, 2, большинство сделок в сегменте слияний и поглощений происходит в банковском секторе и производственной сфере. Интересными для стратегов остаются также отрасли страхования, недвижимости, розничной торговли, коммунальных услуг и добывающей промышленности.

Что же касается типов сделок, то преобладающими в Украине, как и в других странах СНГ, (диаграмма 3) остаются операции поглощения.

Следует отметить и то, что к 2007-му в нашей стране практически завершились масштабные процессы консолидации мелких пакетов акций в руках отдельных владельцев. Сделок по выкупу миноритарных пакетов было относительно немного. Этому были определены предпосылки. Ранее массовая приватизация привела к тому, что у предприятия могли быть тысячи акционеров, каждый из которых обладал достаточно мелкой долей. Как следствие, длительный период продол-

Табл. 1. Объемы рынка <i>M&A</i> и мультипликаторы сделок				
Страна	Кол-во сделок	Стоимость, \$млн.	Средняя <i>DV/sales</i>	Средняя <i>DV/EBITDA</i>
Россия	937	159 932,00	2,47	15,22
Украина	499	6943,00	2,59	7,07
Казахстан	41	11 045,18	3,06	10,52
Грузия	23	637,30	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Беларусь	15	3960,72	2,03	3,65
Узбекистан	13	503,23	3,85	26,15
Армения	7	505,05	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Азербайджан	6	245,61	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Киргизстан	6	162,00	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Таджикистан	2	86,88	5,35	10,63
Всего	1402	177 229,07	2,48	14,68

Источник: *ISI Emerging markets*

жались процессы скупки небольших пакетов с целью установления контроля над предприятием. В настоящее же время его осуществляет небольшое число акционеров. Основными владельцами являются один-два-три собственника.

Особенности ситуации

Сделки приватизации хоть и занимают небольшую долю, но все же находятся на третьем месте в общем ранге. Процессы приватизации в 2007-м проходили недостаточно активно и сопровождались рядом конфликтов, спровоцировавших судебные разбирательства. Крупные объекты в прошлом году выставлены не были. Западные инвесторы из дальнего зарубежья не принимали существенного участия в приватизации.

В большей степени иностранцев привлекал вторичный рынок, на котором продавцами интересующих объектов выступают физические и юридические лица негосударственной формы собственности. В связи с этим, в прошлом году в сфере слияний и поглощений преобладали сделки прямой купли-продажи.

Операции по слияниям немногочисленны и занимают очень малую долю в общем объеме сделок *M&A*. Существующее положение дел можно объяснить тем, что такой инструмент как *M&A*, активно используется крупными международными компаниями и украинскими группами для расширения своего влияния и доли рынка. Происходит естественный процесс консолидации отраслей



и поглощения мелких игроков более крупными. Инструмент слияний будет характерен для более поздней стадии развития рынка, когда завершится начальное укрупнение отраслей. Эти процессы мы уже наблюдаем, например в металлургии. По нашим оценкам, равноценные объединения будут пользоваться спросом в 2008–2010 годах.

Табл. 2 содержит информацию о том, какие инструменты сделок слияний и поглощений пользуются наибольшей популярностью в Украине и других странах СНГ.

Анализ приведенных данных показывает, что самыми применяемыми являются инструменты портфельных и стратегических *buy-out*, приобретение активов, аукционы и выкупы долей миноритариев по рыночной цене. С другой стороны, многие инструменты еще слабо используются. Их изучение и применение предоставит значительное конкурентное преимущество участникам рынка.

На данном этапе для Украины характерно также отсутствие активности фондов *private equity*. В основном на нашем рынке присутствуют стратегические инвесторы. В то же время на рынках других стран фонды *private equity* играют достаточно весомую роль и очень часто конкурируют со стратегическими инвесторами в борьбе за тот или иной интересный актив. Указанные фонды являются финансовыми инвесторами, которые размещают средства в те отрасли, которые будут разви-

ваться наиболее быстрыми темпами и где можно получить максимальную отдачу от вложенного капитала. В отличие от «стратегов» они подразумевают вывод инвестиций через определенное время, например через три, пять, семь лет. Но и в этой ситуации объект приобретает также с целью увеличения его стоимости и перепродажи по более высокой цене. Такой тип инвесторов в достаточной мере обеспечен ресурсами — инвестиции фондов *private equity* исчисляются триллионами долларов.

Украинские инвестбанки пока очень слабо представлены на рынке M&A. Хотя лидеры ответственного инвестиционного банкинга и являются специализированными компаниями, они все же ориентируются на текущую ситуацию и запросы своих клиентов. В будущем следует ожидать ужесточения конкуренции именно в этом сегменте. Возможен вариант активного внедрения игроков на рынок слияний и поглощений и, соответственно, перераспределение ролей на нем.

Кто кого и за сколько?

К наиболее ярким примерам операций слияния и поглощения 2007 года можно отнести приобретение *PepsiCo* компании *Sandora* (занимает значительную долю рынка безалкогольных напитков

Украины). За этот актив была уплачена очень высокая цена. Данная сделка — одна из крупнейших иностранных инвестиций в экономику Украины. Стоимость ее, кроме других составляющих, включает и премию за вход на рынок. Процедура объединения была чрезвычайно важна для *PepsiCo*, так как до этого она имела очень небольшую долю на украинском рынке. В результате компания получила определенные шансы на борьбу с конкурентом — компанией *Coca-Cola* в Украине. Кстати, сделку сопровождали именитые советники в лице *Deutsche Bank AG*.

К важным событиям можно отнести также несостоявшуюся покупку «Укрсоцбанка» банком «Интеза». Соглашение о приобретении было расторгнуто в начале года в связи с окончанием срока действия предварительного договора и отсутствием единогласия в отношении новой цены на актив — за время действия договоренностей понизилась цена банков-

Табл. 2. Инструменты сделок M&A

Инструменты	Россия	Украина	Казахстан
<i>Asset purchase</i>	100	29	16
<i>Auction</i>	104	29	22
<i>Bankruptcy buy-out</i>	23	1	3
<i>Buy-back of shares</i>	10	5	0
<i>Cash contribution to capital</i>	2	0	0
<i>Debt bail-out</i>	7	2	2
<i>Debt-to-equity swap</i>	4	0	2
<i>EBO</i>	6	0	0
<i>LBO</i>	12	0	0
<i>MBI</i>	0	2	0
<i>MBO</i>	11	2	0
<i>New shares issue</i>	59	8	0
<i>Open market purchase</i>	26	4	1
<i>Private share placement</i>	5	8	1
<i>Portfolio buy-out</i>	181	148	19
<i>Squeeze-out</i>	142	63	10
<i>Stock swap</i>	20	1	0
<i>Strategic buy-out</i>	526	313	58

Источник: *ISI Emerging markets*



ского капитала. По нашему мнению, в данной ситуации не совпали субъективные оценки стоимости банка, учитывающие перспективы развития рынка.

При продаже «ТАС-Коммерцбанка» и «ТАС-Инвестбанка» инвесторов долгое время отпугивала высокая цена, установленная на эти активы. Соглашение с *Swedbank* было достигнуто в результате длительных переговоров.

Примечательна также сделка по приобретению блокирующего пакета акций страховой компании «Оранта». В этом случае инвестор — «Банк ТуранАлем» — заплатил за 25 % + 1 акцию больше, чем ранее за установление контроля над более чем 60 % акций страховщика. Высокая цена сделки объясняется желанием не допустить других инвесторов на предприятие. Соперником БТА в отношении блокирующего пакета «Оранты» выступал «Альфа-банк», также интересующийся страховыми активами. Он был заинтересован в приобретении достаточно весомой доли в компании конкурента. В результате борьбы между инвесторами за время проведения приватизационного конкурса цена на акции выросла более чем в два раза. Итоговую цену не смогли спрогнозировать большинство аналитиков.

Взгляд в будущее

Приватизационные процессы постепенно подходят к концу. Больших государственных объектов для продажи уже почти не осталось. Вместе с тем, в 2008 году ожидается приватизация таких крупных активов, как «Укртелеком» и Одесский припортовый завод.

Основная черта украинского рынка — покупка предприятий стратегическими инвесторами, которые хотят расширять географию своего присутствия. Наиболее популярными отраслями остаются аграрный сектор, переработка сельхозпродукции и изготовление продуктов питания, строительство, производство строительных материалов. В дальнейшем привлекательность этих сфер

будет увеличиваться еще больше, повышенный спрос на активы в банковском секторе — уменьшаться. Интересных объектов для приобретения в этой сфере становится все меньше. Стоит отметить, что ожидаемый бум слияний и поглощений в страховании пока не начался. Хотя ряд сделок произошел и в этом сегменте, их нельзя назвать массовыми. Пока отечественные СК относительно не велики для лидеров зарубежного страхового рынка.

По поводу юридических аспектов отечественной сферы M&A необходимо отметить, что при наличии частых нареканий на недостаточную защищенность прав миноритарных акционеров, права мажоритарных в Украине защищены в достаточной мере. Иностранные инвесторы не испытывают существенных затруднений при вложении средств. Таким образом, законодательное поле позволяет активно развивать M&A в Украине. За исключением редких инцидентов, права новых собственников на приобретенные активы не оспариваются.

Инвестор под микроскопом

Клиентами украинских инвесткомпаний, заинтересованными в приобретении объектов бизнеса, как правило, становятся инвесторы-иностранцы. Они достаточно хорошо информированы о возможностях нашего государства и испытывают целенаправленный интерес к ведению деятельности именно здесь. Инвестиционный климат в стране оценивают положительно и на протяжении 2007 года, несмотря на перестановки в высших эшелонах власти, заявки на приобретение активов в Украине не приостанавливали.

Украинские инвесторы, к сожалению, не торопятся выходить на западные рынки с целью расширения географии своего присутствия. Основные причины этого: недостаток информации об активах за рубежом, условиях осуществления сделок, ведении деятельности в западной юрисдикции. В ряде случаев собственники просто не задумываются о том, что кроме Украины существуют другие страны, в которых также можно приобретать объекты бизнеса. Кроме этого, в нашем государстве далеко не во всех отраслях произошло распределение активов. Еще есть значительное поле деятельности для приобретений внутри государства. Поэтому с украинскими инвесткомпаниями на данном этапе развития рынка M&A, как правило, работают отечественные акционеры, стремящиеся продать свои пакеты акций. |