

DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2410-7395-2019-3-83-102>

ОСОБЕННОСТИ РЫНКОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ НА ПРИМЕРЕ РОССИИ И КИТАЯ

Л. С. Овчинникова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Россия

Страны с формирующимися рынками находятся в центре внимания иностранных инвесторов ввиду их бурных темпов экономического роста и возникающих в связи с этим возможностей для извлечения прибыли. Одним из основных способов осуществления инвестиций являются сделки M&A. В статье рассматриваются рынки сделок слияний и поглощений Китая и России как основных представителей стран с формирующимися рынками, дана оценка их состояния, показана динамика их развития, выявлены основные типы покупателей, виды сделок, сектора экономики, в которых наиболее активно осуществляются сделки. В статье проанализированы особенности механизмов проведения сделок, изучены сопровождающие их законодательные ограничения. На основе сравнительной характеристики рынков M&A в России и Китае в статье сделан вывод о том, что рынки этих стран имеют много общего ввиду институциональных особенностей, выраженных в чрезмерном государственном вмешательстве и несовершенстве законодательства. Показано, что китайский рынок существенно опережает по своим объемам российский, в целом это связано с уровнем экономического развития и динамикой основных макроэкономических показателей.

Ключевые слова: проблемы реализации M&A сделок, инновации, иностранные инвестиции, локализация, антимонопольное законодательство, офшорные юрисдикции.

PECULARITIES OF M&A PROCESS IN EMERGING MARKETS: EVIDENCE FROM RUSSIA AND CHINA

Liudmila S. Ovchinnikova

Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia

Emerging markets remain attractive for foreign investors due to their rapid economic growth rates and possibilities for profit-making. One of the methods to make investments into foreign countries are the M&A deals. The article discusses the M&A markets of China and Russia as the key representatives of emerging markets. In the article condition and development dynamics are analyzed. The author exposes main investor and deal types and key sectors that are the most attractive for participants of M&A deals. The article also reveals features of M&A deals realizations and legislative limitations for such deals in Russia and China. The author makes comparison between Chinese and Russian M&A markets and draws conclusion that M&A markets of these countries have much in common because of institutional peculiarities

expressed in excessive government interference and imperfect legislation. At the same time the author outlines that Chinese M&A market surpasses the Russian one, that is connected with the economic development level and dynamics of the key macroeconomic indicators of China that also outstrip the Russian ones.

Keywords: problems of M&A transactions implementation, innovations, foreign investments, localization, antimonopoly legislation, offshore jurisdictions.

В условиях процессов глобализации, а также экономических и стратегических барьеров для органического роста сделки по слиянию и поглощению становятся одним из основных способов расширения деятельности компании, завоевания новых рынков сбыта, приобретения контроля над технологиями конкурентов. Компании стран с формирующимися рынками на протяжении последних 20 лет являются привлекательными объектами для инвесторов при реализации сделок слияния и поглощения, что обусловлено темпами их экономического роста и возможностями извлечения высокой прибыли. Поскольку страны с формирующимися рынками движутся по пути догоняющего развития, их рыночные механизмы окончательно не сложились, а государственные и законодательные институты работают не так эффективно. В связи с этим актуальным является изучение особенностей рынков слияний и поглощений и механизмов их проведения в странах с формирующимися рынками. Среди стран с формирующимися рынками для анализа помимо России был выбран Китай как государство, развивающееся наиболее быстрыми темпами.

Анализ особенностей рынка и механизмов проведения слияний и поглощений в Китае.

Экономика Китая является одной из самых быстрорастущих в мире. Ежегодно экономика Китая растет темпами, существенно опережающими среднемировые. К 2018 г. доля Китая в мировом ВВП по паритету покупательской способности увеличилась практически в 2,5 раза в сравнении с 2000 г. и составила 18,7% [3]. Страна занимает первое место в мире по объему ВВП по ППС с 2014 г. и второе – по номинальному ВВП, уступая лишь США. Вместе с тем Китай до сих пор не входит в перечень развитых стран наравне с со странами Западной Европы и США. Его, так же как и Россию, относят к странам с формирующимися рынками (emerging markets).

Экономически Китай является наиболее успешной страной из группы стран с формирующимися рынками. Рынок слияний и поглощений Китая на протяжении последних 10 лет показывал в среднем рост на 9–10% [15]. По итогам 2018 г. на китайском рынке слияний и поглощений наблюдалось незначительное снижение стоимости сделок. По сравнению с 2017 г. сумма сделок в стоимостном выражении уменьшилась на 1%, составив 654,4 млрд долларов. При этом количество сделок по сравнению с

2017 г. увеличилось на 11% и составило 10 660. Достигнув пика в 2016 г. по сумме сделок в стоимостном выражении и их количеству (736 млрд долл. и 11 125 соответственно), китайский рынок слияний и поглощений начал терять свои позиции. По сравнению с 2016 г. в 2017 г. сумма сделок уменьшилась на 10% (рис. 1).

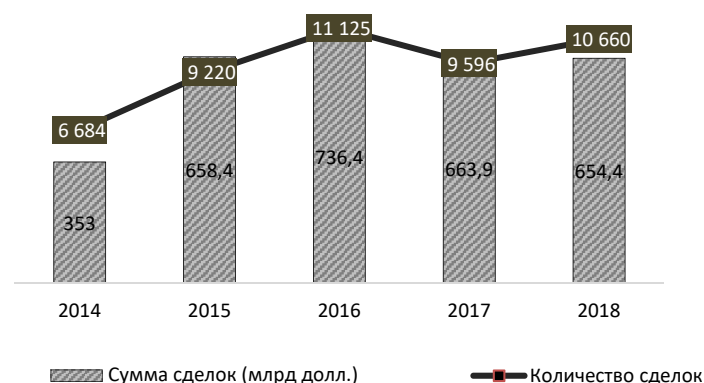


Рис. 1. Китайский рынок слияний и поглощений в период 2014–2018 гг. [16]

В 2016 г. существенное влияние на рынок M&A оказала сделка по приобретению китайской государственной химической корпорацией ChemChina 94,7% акций швейцарского концерна Syngenta. В настоящее время эта сделка является самым крупным поглощением европейского бизнеса китайской корпорацией (стоимость сделки составила 43 млрд долл.). После ее завершения была создана компания с капитализацией более 100 млрд долларов и самым большим в мире бизнесом в агрохимической отрасли [9].

Снижение показателей рынка M&A в Китае связано с уменьшением сделок по покупке китайскими инвесторами иностранных активов. До 2016 г. доля сделок росла беспрецедентными темпами. В сравнении с 2015 г. в 2016 г. сумма подобных сделок увеличилась более чем в три раза. В 2017 г. произошло падение размера таких сделок на 42% по сравнению с 2016 г. Уменьшение таких сделок в свою очередь связано с новой политикой китайских властей по контролю зарубежных инвестиций со стороны китайских компаний.

В отношении сделок по покупке китайскими компаниями иностранных компаний с 1 марта 2018 г. вступил в силу Циркуляр по внешним инвестициям, содержащий в себе административные меры по регулированию инвестиций в зарубежные экономики со стороны китайских инвесторов. В соответствии с данным документом китайские компании должны получать разрешение на осуществление иностранных инвестиций. Получение такого разрешения зависит от типа проекта, чувстви-

тельности информации, передаваемой в рамках такого проекта, и ее важности для национальной безопасности Китая. Тем не менее несмотря на снижение трансграничных сделок со стороны китайских компаний, Китай продолжает занимать лидирующие позиции по количеству инвестиций в зарубежные экономики, при реализации которых сделки M&A являются основным инструментом. Согласно Докладу о мировых инвестициях, Китай в 2017 г. был третьим по величине источником прямых иностранных инвестиций вслед за США и Японией [4]. Такой уровень иностранных инвестиций за рубеж со стороны Китая можно объяснить проводимой правительством КНР политикой «идти вовне» по стимулированию и поддержке компаний, желающих расширять свой бизнес в других странах.

Сектор инноваций, а также потребительский сектор пользуются у китайских инвесторов наибольшей популярностью при вложении средств в зарубежные экономики, так как своей первостепенной целью китайские компании видят получение доступа к современным технологиям и успешным торговым брендам. В связи с этим наиболее популярным направлением для иностранных инвестиций со стороны китайских компаний являются европейские страны, США и некоторые страны Азии.

В 2018 г. в европейские страны через сделки слияний и поглощений было вложено суммарно 50,9 млрд долларов. Если рассматривать инвесторов, наиболее часто осуществляющих заграничные сделки M&A с точки зрения прав собственности, то начиная с 2016 г. частные китайские компании по количеству и размеру заграничных сделок обходят государственные практически в два раза [15].

В целом на китайском рынке слияний и поглощений преобладают внутренние сделки, когда покупатель и продавец являются китайскими резидентами. В среднем их доля в общей сумме сделок в стоимостном выражении за период 2015–2018 гг. составила около 80%. В связи с ужесточением регулирования трансграничных сделок, можно ожидать их дальнейшего увеличения, так как китайские инвесторы вероятно начнут вкладывать больше во внутренний рынок (рис. 2).

После существенного снижения в 2016 г. размер сделок в стоимостном выражении по покупке иностранными компаниями китайских активов за последние два года стал увеличиваться. По сравнению с 2016 г. сумма таких сделок к 2018 г. увеличилась практически в три раза, составив 20,6 млрд долларов.

Что касается отраслевой структуры сделок слияний и поглощений в Китае, то стратегические инвесторы (как внутренние, так и иностранные) наибольшие вложения осуществляют в промышленность, строительство и недвижимость, а также в инновационный сектор. Причем инвестиции в сектор инноваций поступательно растут последние три года, достигнув в 2018 г. 49,4 млрд долларов [15] (рис. 2).

Фонды прямых инвестиций и венчурные фонды инвестируют средства преимущественно в сектор инноваций, финансовый сектор и потребительский сектор. В 2018 г. вложения финансовых инвесторов в инновационный сектор составили 60,4 млрд долларов, по сравнению с 2017 г. они увеличились на 32,1%. (рис. 3).



Рис. 2. Китайский рынок M&A по типам сделок в 2014–2018 гг. (в млрд долл.) [16]

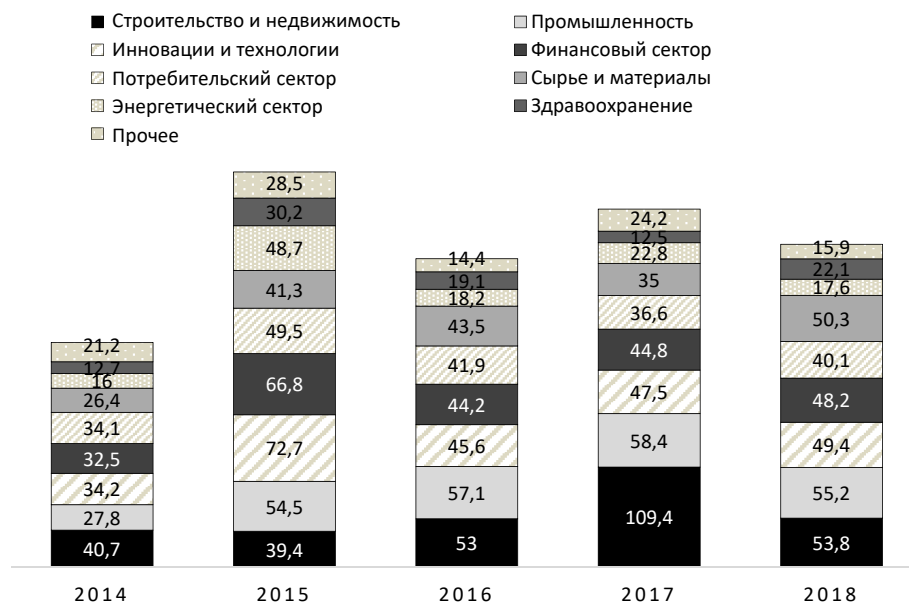


Рис. 3. Отраслевая структура сделок M&A в Китае в 2014–2018 гг. – стратегические инвесторы (в млрд долл.) [16]

В 2018 г. произошел существенный прирост сделок со стороны финансовых инвесторов. В 2018 г. стоимость сделок со стороны финансовых инвесторов по сравнению с 2017 г. увеличилась на 22%, достигнув в стоимостном выражении 221,8 млрд долл. США [15] (рис. 4).

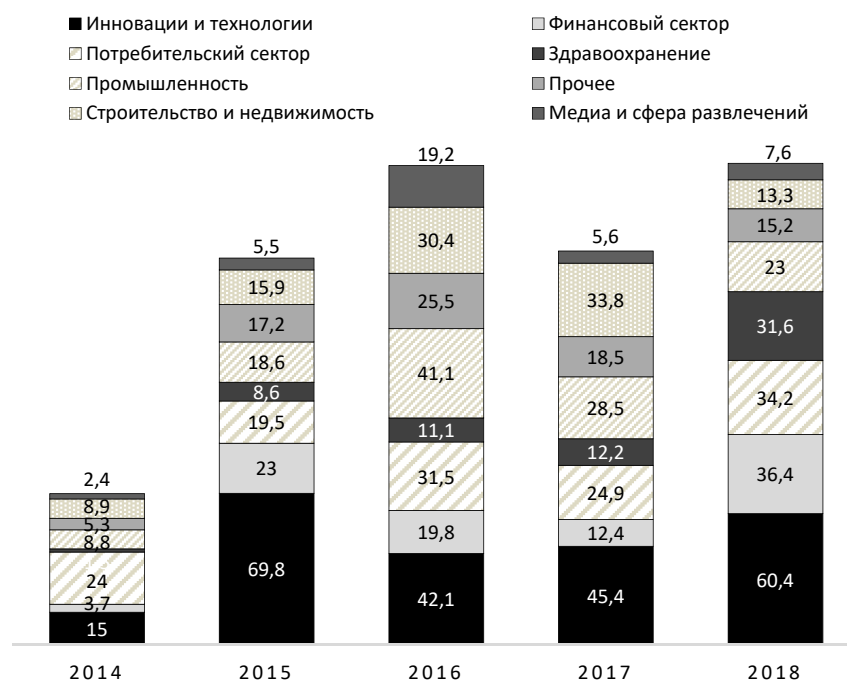


Рис. 4. Отраслевая структура сделок M&A в Китае в 2014-2018 гг. – финансовые инвесторы (в млрд долл.) [16]

Китайское правительство видит в качестве приоритета развитие инновационных технологий. Во многих регионах Китая созданы научные технопарки и зоны высоких технологий, которые предлагают инвесторам различные налоговые и неналоговые льготы. Данные зоны успешно функционируют и вносят существенный вклад в ВВП Китая. Общий объем производства в зонах высоких технологий составил в 2017 г. около 10% от ВВП Китая [10].

Кроме того, в настоящее время в Китае внедрена программа «Сделано в Китае – 2025», основная цель которой состоит в модернизации обрабатывающей промышленности страны и трансформации Китая из «мировой фабрики» в глобального генератора инновационных технологий. Для реализации данного проекта созданы специальные показательные зоны, которые предлагают льготные режимы как для китайских, так и для иностранных инвесторов.

Вместе с тем в Китае отсутствует единое законодательство, регулирующее сделки по слиянию и поглощению компаний. Однако существует большое количество законов и постановлений, регулирующих такие сделки в зависимости от типа покупателя, цели компании и отрасли, в которую осуществляются инвестиции. При этом осуществление сделок слияний и поглощений на внутреннем рынке Китая требует подтверждения со стороны органов власти.

Внутренние сделки регулируются в первую очередь Законом КНР о компаниях и Законом КНР о контрактах. В отношении M&A сделок, в том случае когда иностранные инвесторы покупают китайские активы к ним применяется закон о прямых иностранных инвестициях. Все сделки (как внутренние, так и трансграничные) регулируются антимонопольным законодательством. Для крупных сделок требуется получение специальных разрешений со стороны антимонопольной службы.

Правительство КНР ведет протекционистскую политику и пытается защитить местные предприятия от чрезмерного притока иностранных конкурентов и ограничить количество сделок со стороны иностранных инвесторов. В то же время китайское правительство заинтересовано в получении китайскими компаниями посредством сделок слияний и поглощений новых технологий.

Основным административным барьером для участия иностранных инвесторов в сделках по приобретению китайских активов является Каталог отраслей, открытых для иностранных инвесторов. Данный документ делит отрасли Китая на три основные группы: рекомендованные, ограниченные и запрещенные. К ограниченным группам относятся сектора, связанные с оказанием финансовых услуг, добычей полезных ископаемых, транспортной промышленностью, отдельными сферами сельскохозяйственной отрасли, а также телекоммуникациями и сферой развлечений. Ограничения касаются доли иностранных инвесторов в компаниях. Так, доля зарубежных финансовых компаний не может составлять более 20–25% в китайских банках, более 51% в страховых компаниях, в остальных секторах доля иностранных инвесторов фактически ограничена 49% [6].

К запрещенным индустриям относятся издательское дело, добыча редкоземельных металлов, атомная энергетика, службы доставки и почтовые услуги, а также другие отрасли, которые могут нанести ущерб национальной безопасности страны. Кроме того, постановление КНР, разработанное Министерством коммерции КНР, регулирует слияния и поглощения со стороны иностранных инвесторов (M&A Regulations). Данное постановление устанавливает подробные процедуры и правила в отношении приобретения китайских компаний со стороны иностранных инвесторов (одобрение сделок, установление цен в сделках и способы оплаты).

Иностранные инвесторы обязаны получать разрешение на покупку китайских активов или долей участия в китайских компаниях в Министерстве коммерции или его региональных подразделениях. При осуществлении сделки, относимой китайскими нормативно-правовыми актами к ограниченному, требуется разрешение Национальной комиссии по развитию и реформам КНР (NDRC).

Как и во многих других странах, иностранным инвесторам разрешено структурировать сделки в Китае либо как сделки по приобретению отдельных активов (*asset deal*), либо как сделки по приобретению доли участия в китайской компании (*share deal*). Иностранный инвестор, покупая компанию в Китае, должен поменять ее статус на организацию с иностранным участием. Иностранный инвестор может приобрести отдельные активы в Китае только при наличии зарегистрированной компании в Китае.

При установлении цены сделки по покупке активов или долей участия в компании иностранные инвесторы обязаны привлекать независимых оценщиков, зарегистрированных в соответствии с китайским законодательством. Активы и доли участия не могут продаваться по стоимости существенно ниже стоимости, определенной независимым оценщиком [16].

Для иностранных инвесторов на государственном уровне установлены сроки осуществления оплаты по сделке иностранными инвесторами. Такие инвесторы обязаны произвести оплату в течение трех месяцев с момента получения лицензии компании с иностранным участием. При особых обстоятельствах и только с одобрения Министерства иностранной торговли иностранный инвестор может произвести 60% стоимости купленных активов в течение 6 месяцев, а оставшуюся сумму доплатить в течение одного года [16].

Для сделок по покупке иностранными компаниями государственных китайских компаний необходимо получать специальное разрешение от Комиссии по контролю и администрированию компаний с государственным участием. Приобретаемая доля в государственных компаниях обязательно должна оцениваться независимым оценщиком, и сумма сделки должна составлять не менее 90% стоимости, определенной оценщиком [16].

По данным аналитического агентства *Getting the Deal Through*, оплата по сделкам производится в основном денежными средствами. На внутреннем рынке иногда в сделках применяется оплата акциями, особенно акциями публичных компаний. Для сделок, в которых применяется такой способ оплаты, обычно требуется получение дополнительных разрешений со стороны государственного регулятора по ценным бу-

магам. Несмотря на то, что на практике это не так распространено, иногда сами продавцы активов могут оказывать финансовую помощь покупателям в форме отложенного платежа или доверительного займа.

Сделки слияния и поглощения финансируются в основном за счет собственных средств покупателя. Однако банковские кредиты под сделки M&A доступны немногим китайским частным компаниям. Для получения такого отчета компания помимо соответствия требованиям финансовой устойчивости обязана предоставить должное обеспечение по такому займу. Если сделка финансируется за счет банковских займов или займов от третьих лиц, покупатель может потребовать подтверждение согласия банка или третьей стороны, предоставивший заем на осуществление такой сделки.

Таким образом, высокие темпы роста экономики Китая на протяжении более 5 лет обусловили увеличение числа сделок слияний и поглощений. Китайский рынок отличается существенная доля трансграничных сделок, среди которых преобладают сделки в промышленной отрасли. В последние годы существенная доля сделок приходится на сектор инноваций и технологий. Тем не менее основная часть сделок слияний и поглощений происходит на внутреннем рынке между национальными компаниями. Китайская практика реализации слияний и поглощений отличается активным вмешательством и регулированием со стороны государства.

Анализ особенностей рынка и механизмов проведения слияний и поглощений в России

Российский рынок слияний и поглощений начал активно развиваться в середине 1990-х гг. в период приватизации и становления рыночной экономики. Несмотря на небольшую историю, рынок слияний и поглощений развивался довольно динамично вплоть до 2013 г. и по оценке стоимости рынка признавался одним из восточноевропейских лидеров [1].

Сокращение объема российского рынка M&A обосновывается в первую очередь экономическим спадом, падением цен на нефть, введением экономических санкций в отношении России и возникшими в связи с ними затруднениями в получении доступа к финансированию.

Важно отметить, что проведение анализа российского рынка M&A затрудняется тем, что данный рынок является закрытым. Большинство малых и средних сделок осуществляются непублично, а участники крупных сделок не всегда спешат раскрывать полную информацию о сделке. Данная ситуация отрицательно влияет на проводимые независимыми агентствами исследования, поскольку позволяет лишь приблизительно оценивать стоимостные и количественные объемы рынка.

Так, по данным информационного агентства АК&М, сумма сделок M&A в 2018 г. составила 42,26 млрд долларов [5], а по данным ежегодного

исследования консалтинговой фирмы KPMG – 51,7 млрд долларов [8]. В статье мы будем ориентироваться на отчеты KPMG, так как они дают наиболее полную информацию о рынке M&A в России.

По итогам 2018 г. российский рынок слияний и поглощений в стоимостном выражении продолжает показывать падение, однако не столь существенное как в предыдущие годы. По сравнению с 2017 г. сумма сделок в 2018 г. снизилась на 7%, составив 51,7 млрд долларов.

Сумма сделок слияний и поглощений в стоимостном выражении с 2013 г. имеет снижающийся тренд, хотя и присутствует некоторая волатильность. Такой снижающийся тренд коррелирует с ухудшением ситуации в российской экономике. В 2016 г. наблюдался рост объема сделок в стоимостном выражении на 46% (до 76,1 млрд долл. в абсолютном выражении) по сравнению с 2015 г., однако в 2017 г. российский рынок M&A снова просел на 27% (до 55,3 млрд долл. в абсолютном выражении). По сравнению с 2012 г. в 2018 г. объем сделок M&A уменьшился на 62% [8]. (рис. 5).

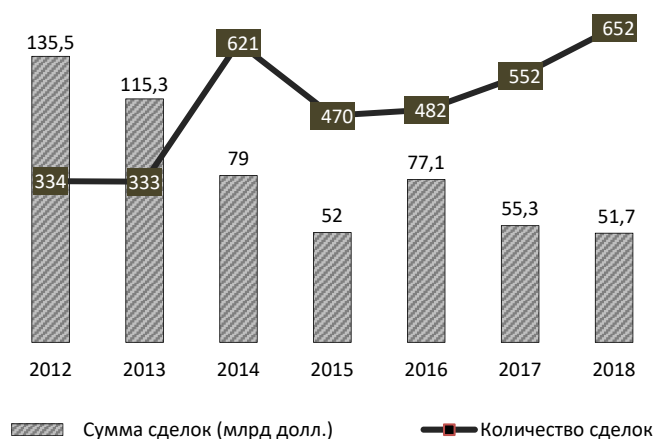


Рис. 5. Российский рынок слияний и поглощений в период 2012–2018 гг. [12]

Несмотря на снижающийся тренд объема сделок в стоимостном выражении по показателю «количество сделок» наблюдается тренд на их повышение. По сравнению с 2012 г. количество сделок в российской экономике увеличилось практически в два раза (с 334 в 2012 г. до 652 – в 2018 г.).

Если говорить об отраслевой структуре российского рынка M&A, то традиционно по количеству сделок и сумме сделок в стоимостном выражении лидирует нефтегазовый сектор (рис. 6). Однако интерес инвесторов к нефтегазовому и другим традиционным для России секторам (в частности, металлургическому сектору) постепенно снижается, в связи с чем происходит перераспределение инвестиций в другие сектора экономики, такие как потребительский сектор, инновации и технологии.

Кроме того, на протяжении 2015–2017 гг. повышенный интерес у инвесторов вызывали такие сектора, как сельское хозяйство и телекоммуникации (57 сделок на общую сумму 4,0 млрд долл. в 2017 г. по сравнению с 43 сделками на общую сумму 2,3 млрд долл. в 2016 г.) [7].

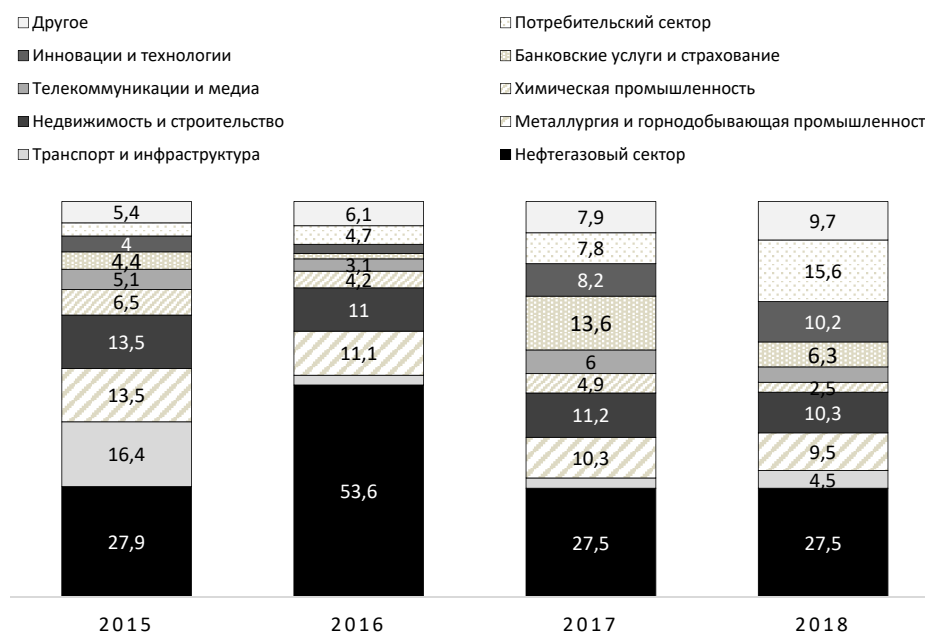


Рис. 6. Отраслевая структура сделок М&А в России в 2015–2018 гг. (в %) [12]

Такая переориентация обусловлена в первую очередь геополитической обстановкой в мире, снижением цен на нефть и введением санкций со стороны западных стран, а также реакцией государства на данные негативные события в виде разработки различных программ по развитию промышленности и стимулированию инвестиций. В частности, активно продвигаемая программа локализации промышленного производства и импортозамещения, которая нашла отражение в Федеральном законе от 31 декабря 2014 г. № 488-ФЗ «О промышленной политике в Российской Федерации», способствовала привлечению диверсификации сделок М&А за последние три года. Основными инструментами реализации такой политики являются специальный инвестиционный контракт (СПИК); региональный инвестиционный проект (РИП); промышленные кластеры, индустриальные парки.

Основная цель программы по локализации производства состоит в развитии внутреннего производства с помощью привлечения инвестиций (преимущественно иностранных), внедрении новых технологий и замещении импортных товаров. Предполагается, что в результате реализации

такой программы должна существенно увеличиться доля товаров российского производства как на внутреннем рынке, так и на зарубежных.

Российское правительство активно поддерживает развитие инноваций и технологий, в частности, в рамках Указа Президента РФ «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» (майские указы) целью ставится развитие технологий и цифровой экономики. В связи с этим ожидается внесение изменений в нормативно-правовую базу для создания более благоприятного инвестиционного климата и увеличения количества инвестиций, а соответственно и сделок M&A в данном направлении.

Уже на конец 2018 г. по темпам роста количества сделок сектор технологий и инноваций был абсолютным лидером. По сравнению с 2017 г. количество сделок увеличилось практически в три раза (до 113 сделок) [8].

Самой громкой сделкой в данном секторе стала сделка по созданию совместного предприятия компаниями Yandex и Uber, в результате которой был объединен бизнес по сервису заказа такси и доставке еды в России и СНГ. В результате сделки Yandex получил 59,3%, Uber – 36,9%, оставшиеся 3,8% были переданы работникам компании. Стоимость бизнеса, образованного в результате слияния, была оценена в 3,8 млрд долларов [11].

Еще одной крупной сделкой стала покупка компаниями «МегаФон», Mail.Ru Group и Российским фондом прямых инвестиций (РФПИ) доли участия в AliExpress Russia у Alibaba Group. Согласно условиям, в обмен на долю в AliExpress Russia Mail.Ru Group продаст Alibaba Group площадку для покупок Pandao (помимо денежных средств и коммерческих контактов), «МегаФон» продаст Alibaba Group 10% акций Mail.Ru Group, а РФПИ вложит в нее денежные средства. В результате сделки «МегаФон» приобретет долю в AliExpress Russia – 24%, Mail.Ru Group – 15%, РФПИ – 13% [12].

На протяжении 2017–2018 гг. потребительский сектор также начал показывать рост. В 2018 г. его доля увеличилась до 15,6% по сравнению с долей в 7,8% в 2017 г. При этом по сумме сделок рынок вырос практически в два раза. Такой рост был вызван существенным сокращением инфляции, а также ростом заработной платы, которые в свою очередь привели к росту потребительских расходов. Наиболее значимой сделкой в данном секторе была покупка ВТБ розничной сети «Магнит». Сумма сделки составила 2 442 млн долларов и, по данным отчета консалтинговой компании KPMG, вошла в топ самых крупных за весь 2018 г. Кроме того, в 2018 г. компания Japan Tobacco Inc. полностью приобрела компанию «Донской табак» за 1 582 млн долларов [8].

При этом нельзя сказать, что рост числа сделок связан исключительно с положительными факторами. На число сделок слияний и поглощений в России повлияло большое количество банкротств компаний и

санаций банков. Согласно данным Единого федерального реестра сведений о банкротстве, количество банкротств российских компаний в 2017 г. увеличилось по сравнению с 2016 г. на 7,7% (до 13 577 в абсолютном выражении). Наиболее негативную динамику можно наблюдать в строительстве. Однако в банковском секторе, который мог бы оказать ему поддержку, также немало проблем. Наиболее крупные сделки в финансовом секторе в 2017–2018 гг. вызваны санацией Центральным банком проблемных банков, в частности, ФК «Открытие» и Промсвязьбанка [5].

Если рассматривать структуру российского рынка M&A по типам сделок, то для него характерно значительное преобладание внутренних сделок. В 2018 г. доля таких сделок составила 65%. Стоит отметить, что несмотря на преобладание внутренних сделок в общей сумме сделок слияний и поглощений присутствует тенденция на их снижение: доля внутренних сделок на российском рынке снизилась с 2012 г. на 15 процентных пунктов к 2018 г. При этом стабилизация положения в российской экономике за последние два года способствовала росту иностранных инвестиций в российскую экономику и увеличению сделок по покупке иностранными инвесторами российских активов (рис. 7).



Рис. 7. Российский рынок M&A по типам сделок в 2012–2018 гг. (в млрд долл.) [12]

Вместе с тем политика геополитической диверсификации, проводимая правительством, способствовала росту активности иностранных инвесторов из стран Азии, на долю которых в 2017 г. пришлось свыше 47% от 11,4 млрд долларов, инвестированных иностранными компаниями в российские активы [8].

Активность российских компаний на зарубежных рынках пока не столь существенна: в 2018 г. доля сделок по приобретению российскими

компаниями иностранных активов составила 8%. Из них около 70% пришлось на покупку зарубежных компаний сектора инноваций и технологий российским венчурным фондом DST [8].

Реализация сделок M&A в России имеет свою специфику, связанную с особенностями российского законодательства. Так, при структурировании сделок необходимо согласовывать с контрагентом основные условия сделки, выбор применимого права, способы оплаты.

Преобладающей тенденцией в России при проведении сделок слияний и поглощений является использование офшорных или низконалоговых юрисдикций, что в последствии может привести к серьезным налоговым рискам. Однако при заключении контрактов стороны отдают предпочтение иностранному праву, преимущественно английскому, так как оно предоставляет большой выбор инструментов правовой защиты, прямые аналоги которых отсутствуют в действующем российском законодательстве или не до конца исследованы практикой, в связи с чем не вызывают доверия.

Кроме того, приобретение компаний в России в некоторых случаях требует получения предварительного согласия антимонопольных органов; процедура одобрения сделки часто затягивается по формальным и политическим причинам, что отталкивает многих инвесторов от участия в M&A сделках.

Российское законодательство также устанавливает определенные ограничения для иностранных инвесторов в отношении приобретения акций (долей) в российских предприятиях, имеющих стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства. С 1 января 2016 г. вступил в силу закон, запрещающий прямое участие иностранных компаний в СМИ. Закон ограничивает прямой или косвенный контроль до 20%. За 2015 г. иностранным инвесторам пришлось продать свои доли российским компаниям, либо снизить их в медиаактивах до 20%.

Помимо этого, усиливается контроль за иностранными инвестициями в стратегически важные области экономики (в сфере обороны и безопасности страны). Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (последняя редакция) устанавливает для иностранных компаний повышенные пороги, при достижении которых сделки необходимо согласовывать с российскими властями: приобретение от 25 до 50% доли в российской компании, имеющей стратегическое значение, и от 5 до 25% – в компании-недропользователе. Для других частных инвесторов такие пороги значительно ниже и составляют более 50 и более 25% соответственно.

Решение об одобрении сделки выносит правительственная комиссия, а затем Федеральная антимонопольная служба. Правительственная комиссия может выдвигать условия для совершения сделки иностран-

ными инвесторами и ее согласования. Это, например, может быть требование соблюдать государственную тайну, сохранять среднесписочную численность работников и т. д. Поэтому в каждом конкретном случае необходимо разбираться, подпадает ли совершаемая М&А сделка под законодательные ограничения.

Если говорить о способах финансирования сделок и способах их оплаты, то агрегированная информация на данную тему практически отсутствует. В целом сделки слияний и поглощений могут финансироваться различными способами: за счет собственных средств, заемного финансирования, долевого финансирования; смешанного финансирования [2].

Финансирование за счет собственных средств, а также заемное финансирование представляют собой денежные формы финансирования, в то время как долевое и смешанное виды финансирования относятся к неденежному финансированию (бумажному). Финансирование за счет собственных средств осуществляется сравнительно редко, так как стоимость сделок М&А обычно довольно высокая. Часто привлекается заемное финансирование под сделки. Однако Центральный банк Российской Федерации выступает с инициативой ограничить банки в возможности кредитования сделок М&А, обязав их увеличивать резервирование по таким кредитам. Данная мера вызвана тем, что очень большие суммы банковских средств шли именно на осуществление сделок [13].

Долевое финансирование представляет собой размещение акций, средства от которого пойдут на реализацию сделки М&А. Смешанный вид финансирования осуществляется как с помощью заемного, так и акционерного капитала. В этом случае сами сделки могут быть оплачены как денежными средствами, так и акциями. Под денежными средствами подразумеваются выплаты за счет собственных и заемных средств. До 2013 г. включительно Газпромбанк выпускал статистические отчеты по сделкам М&А.

Так, в 2013 г. 45% сделок финансировались за счет заемных средств, 51% сделок – за счет собственных средств, оставшиеся 4% – за счет государственных инвестиций, продажи активов и размещения акций. При этом большая часть сделок (около 76%) оплачивалась за счет денежных средств, оставшиеся 24% оплачивались с помощью неденежных расчетов. Доля сделок с участием государственных компаний составила 40,7%.

По состоянию на 2018 г. такая статистика отсутствует. В последние годы возникли негативные тенденции, связанные с привлечением заемного финансирования, например, увеличение процентной ставки до 14% в 2014 г., за которым последовало постепенное снижение ставок. Однако стоимость заемных ресурсов осталась высокой. Кроме того, из-за западных санкций у многих российских компаний ограничен доступ к иностранному рынку заемного капитала.

Следует подчеркнуть, что государственные компании на рынке M&A продолжают играть существенную роль. Так, из топ-10 крупнейших сделок слияний и поглощений 4 были с участием государства (НК «Роснефть», Банк ВТБ, «Новатэк», Российский фонд прямых инвестиций) [8].

В настоящее время после кризисных 2014–2015 гг. ожидается оживление рынка с 2019 г. Этому будут способствовать постепенный отказ правительства России от экономики, основанной на нефтегазовой отрасли, диверсификация экономики и отношений с иностранными партнерами. Однако все еще остаются институциональные проблемы, связанные со структурированием сделок и их законодательным оформлением.

Сравнительная характеристика особенностей проведения сделок слияний и поглощений в России и Китае

На основе анализа рынка, а также процессов реализации сделок слияний и поглощений в Китае и России, можно сделать вывод, что данные страны имеют много общего в плане тенденций и особенностей развития рынка M&A.

В первую очередь эти рынки отличает высокая доля внутренних сделок; в разные годы доля таких сделок в России и в Китае составляла 60–80%. Эту особенность можно объяснить тем, что в этих странах, несмотря на существенную роль крупных государственных предприятий, присутствуют более слабые игроки малого и среднего бизнеса, которые зачастую становятся мишенями при сделках слияний и поглощений. В России в последние годы преимущественное осуществление внутренних сделок также связано с большим количеством банкротств. Крупные игроки рынка M&A скупают активы обанкротившихся компаний.

Что касается трансграничных сделок, то в Китае сделки по покупке китайскими инвесторами иностранных активов на протяжении пяти лет превышают M&A сделки со стороны иностранных инвесторов. Это во многом является результатом китайской стратегии «идти вовне».

В России же в трансграничных сделках преобладают сделки по покупке российских активов иностранными инвесторами, что коррелирует с политикой правительства Российской Федерации по привлечению иностранных инвестиций с помощью разработки различных программ, в том числе программы по локализации промышленного производства.

В плане отраслевого распределения, как в России, так и в Китае, преобладают сделки в традиционных для этих стран отраслях. В России лидирующим является нефтегазовый рынок, в Китае наибольшей популярностью у стратегических инвесторов при реализации сделок слияний и поглощений пользуется сектор промышленности.

Обе страны видят в качестве своей приоритетной цели развитие сектора инноваций и технологий. Китай движется в данном направлении гораздо быстрее и эффективнее, чем Россия. В Китае сделки в инновационном секторе осуществляются в первую очередь со стороны финансовых инвесторов, однако и у стратегических инвесторов (как внутренних, так и иностранных) данный сектор пользуется популярностью. В 2018 г. со стороны финансовых инвесторов в секторе инноваций были куплены активы на сумму 60,4 млрд долларов, со стороны стратегических инвесторов – на сумму 49,4 млрд долларов. Для сравнения, в данном секторе на российском рынке слияний и поглощений общая сумма сделок составила 5,3 млрд долларов.

В целом китайский рынок слияний и поглощений несопоставимо больше российского. По состоянию на конец 2018 г. китайский рынок M&A превышал российский более чем в 10 раз. Это связано с тем, что рынок M&A во многом зависит от экономического состояния страны, роста ВВП, показателей прямых иностранных инвестиций и других макроэкономических показателей. По таким показателям российская экономика значительно отстает от китайской.

Для обеих стран характерна высокая доля участия государственных корпораций в сделках слияний и поглощений. Так, самая крупная сделка в 2018 г. на российском рынке была с участием ПАО «НК «Роснефть», когда Катарский суверенный фонд выкупил 9,18% государственной компании за 4,4 млрд долларов, а в Китае одной из самых крупных сделок 2018 г. была сделка по покупке китайской государственной энергетической компанией China Three Gorges Corporation доли в размере 76,73% в португальской компании Energias de Portugal SA за 27,4 млрд долларов [14].

Вместе с тем механизм реализации сделок слияний и поглощений и в России, и в Китае осложняется отсутствием сопутствующего законодательства. В Китае такие сложности обусловлены чрезмерным регулированием бизнеса со стороны государства, необходимостью получать различного рода подтверждения, непрозрачностью правительственных мер, задержкой в получении разрешения на проекты с зарубежным участием. В России доля вмешательства государства в реализацию сделок слияний и поглощений также велика. В то же время существуют проблемы, связанные с непроработанностью законодательства, регулирующего процесс слияний и поглощений, отсутствием контрактных механизмов, позволяющих защитить покупателя и продавца от последствий асимметрии информации. Отсутствие соответствующего законодательства приводит к тому, что владельцы российских компаний предпочитают оформлять сделки через офшорные компании, применяя при этом английское право в силу его прозрачности, прецедентной системы и большей гибкости.

Таким образом, российский и китайский рынки слияний и поглощений имеют много схожих характеристик, в частности, таких как существенная доля государственных компаний в сделках M&A, институциональные проблемы, вызванные непроработанностью законодательства, а также чрезмерное государственное регулирование. При этом размер рынка слияний и поглощений, темпы его роста тесно связаны с уровнем развития экономики в стране в целом. В настоящее время российский рынок M&A существенно отстает от китайского, что обусловлено неблагоприятной экономической ситуацией (кризис 2014-2015 гг.) и законодательной незащищенностью сторон сделки.

Список литературы

1. Григорян К. К. Анализ особенностей российского рынка слияний и поглощений // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2012. – № 4. – С. 59–63.
2. Папцова Л. Г. Реорганизация бизнеса: слияние и поглощение : монография. – М. : КноРус, 2018.
3. Бюллетень о текущих тенденциях мировой экономики. Замедление экономики Китая, 2019. – Февраль. – URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/20868.pdf>.
4. Доклад о мировых инвестициях, 2018 год. – URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_overview_ru.pdf.
5. Информационное агентство АК&М. Рынок слияний и поглощений в 2018 г. – URL: <http://mergers.akm.ru/stats/26>.
6. Обзор практики реализации сделок слияний и поглощений в Китае : Getting the deal through. – URL: <https://gettingthedealthrough.com/area/116/jurisdiction/27/technology-m-a-2019-china/>
7. Отчет KPMG: Рынок слияний и поглощений в России в 2017 г. – URL: <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2018/03/ru-ru-ma-survey-2017.pdf>.
8. Отчет KPMG: Рынок слияний и поглощений в России в 2018 г. – URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2019/02/ru-ru-ma-survey-feb-2018.pdf>.
9. Рекорд KHP: ChemChina-Syngenta за \$43 млрд. – URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/67002>.
10. Россия и Китай: инновации и предпринимательство 2017. – URL: <http://sk.ru/>
11. Слияние «Яндекс.Такси» и Uber – сделка года по версии Forbes // Forbes.ru. – URL: <https://www.forbes.ru/biznes/354799-sliyanie-yandekstaksi-i-uber-sdelka-goda-po-versii-forbes>.
12. Союз Alibaba, «МегаФона», Mail.ru и РФПИ претендует на лидерство в онлайн-торговле // Ведомости.ру. – URL: <https://www.vedomosti.ru/>

vedomosti.ru/business/articles/2018/09/11/780609-soyuz-alibaba-megafona-mailru-rfpi-pretenduet-rossiiskoi-onlain-torgovle.

13. ЦБ дал банкам еще одну отсрочку: ужесточение кредитования сделок M&A отложено до весны 2019 года // Ведомости. ру. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/11/01/785393-tsb-dal-bankam>.

14. Mergermarket. Global & Regional M&A Report 2018. – URL: <https://www.mergermarket.com/info/mergermarket-releases-2018-global-ma-report-league-tables> (дата обращения: 19.03.2019).

15. PwC M&A 2018 Review and 2019 Outlook. – URL: <https://www.pwc.com/ca/en/services/deals/2019-outlook.html>.

16. Understanding Mergers & Acquisitions in China // China Briefing. – 2016. – Issue 166. – June and July. P. 6. – URL: <http://www.iberchina.org/files/2016/mergers-acquisitions-in-china.pdf>.

References

1. Grigoryan K. K. Analiz osobennostey rossiyskogo rynka sliyanij i pogloshchenij [Analysis of the Features of the Russian Market of M&A], *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova*, 2012, No. 4, pp. 59–63. (In Russ.).

2. Pashtova L. G. Reorganizatsiya biznesa: sliyanie i pogloshchenie [Business Reorganization: M&A], monografiya. Moscow, KnoRus, 2018. (In Russ.).

3. Byulleten o tekushchih tendentsiyah mirovoy ekonomiki. Zamedlenie ekonomiki Kitaya [Bulletin on Current Trends in the Global Economy. Slowing Down China's economy], 2019. February. (In Russ.). Available at: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/20868.pdf>.

4. Doklad o mirovyh investitsiyah, 2018 god [World Investment Report 2018]. (In Russ.). Available at: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_overview_ru.pdf.

5. Informatsionnoe agentstvo AK&M. Rynok sliyanij i pogloshchenij v 2018 g. [Information Agency AK&M. M&A Market in 2018]. (In Russ.). Available at: <http://mergers.akm.ru/stats/26>.

6. Obzor praktiki realizatsii sdelok sliyaniya i pogloshcheniya v Kitae [Review of the Practice of M&A Implementation in China], Getting the deal through. (In Russ.). Available at: <https://gettingthedealthrough.com/area/116/jurisdiction/27/technology-m-a-2019-china/>

7. Otchet KPMG: Rynok sliyanij i pogloshchenij v Rossii v 2017 g. [KPMG Report: M&A Market in Russia in 2017]. (In Russ.). Available at: <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2018/03/ru-ru-ma-survey-2017.pdf>.

8. Otchet KPMG: Rynok sliyaniy i pogloshcheniy v Rossii v 2018 g. [KPMG Report: M&A Market in Russia in 2018]. (In Russ.). Available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2019/02/ru-ru-ma-survey-feb-2018.pdf>.

9. Rekord KNR: ChemChina-Syngenta za \$43 mlrd [China Record: ChemChina-Syngenta for \$43 billion]. (In Russ.). Available at: <https://www.vestifinance.ru/articles/67002>.

10. Rossiya i Kitay: innovatsii i predprinimatelstvo 2017 [Russia and China: Innovation and Entrepreneurship 2017]. (In Russ.). Available at: <http://sk.ru/>

11. Sliyanie «Yandeks.Taksi» i Uber – sdelka goda po versii Forbes ssiya i Kitay: innovatsii i predprinimatelstvo 2017 [The Merger of Yandex. Taxi and Uber – the Deal of the Year According to Forbes], *Forbes.ru*. (In Russ.). Available at: <https://www.forbes.ru/biznes/354799-sliyanie-yandekstaksi-i-uber-sdelka-goda-po-versii-forbes>.

12. Soyuz Alibaba, «MegaFona», Mail.ru i RFPI pretenduet na liderstvo v onlayn-torgovle [Union of Alibaba, MegaFon, Mail.ru and RDIF Claims to be the Leader in Online Trading], *Vedomosti.ru*. (In Russ.). Available at: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2018/09/11/780609-soyuz-alibaba-megafona-mailru-rfpi-pretenduet-rossiiskoi-onlain-torgovle>.

13. TSB dal bankam eshche odnu otsrochku: uzhestochenie kreditovaniya sdelok M&A otlozhenno do vesny 2019 goda [The Central Bank Gave Banks Another Delay: Tightening the Lending of M & A Transactions Was Postponed Until Spring 2019], *Vedomosti. ru*. (In Russ.). Available at: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/11/01/785393-tsb-dal-bankam>.

14. Mergermarket. Global & Regional M&A Report 2018. Available at: <https://www.mergermarket.com/info/mergermarket-releases-2018-global-ma-report-league-tables> (accessed 19.03.2019).

15. PwC M&A 2018 Review and 2019 Outlook. Available at: <https://www.pwc.com/ca/en/services/deals/2019-outlook.html>.

16. Understanding Mergers & Acquisitions in China, *China Briefing*, 2016, Issue 166, June and July, p. 6. Available at: <http://www.iberchina.org/files/2016/mergers-acquisitions-in-china.pdf>.

Сведения об авторе

Людмила Сергеевна Овчинникова
магистрант экономики, Департамент
корпоративных финансов
и корпоративного управления
Финансового университета
при Правительстве РФ.
Адрес: Финансовый Университет при
Правительстве Российской Федерации,
125993, Москва, Ленинградский
проспект, 49.
E-mail: lyudmilaovch@gmail.com

Information about the author

Liudmila S. Ovchinnikova
Master of Economics, Corporate Finance
and Corporate Governance Department
of the Financial University
under the Government
of the Russian Federation.
Address: Financial University under the
Government of the Russian Federation,
49, Leningradsky Prospekt, Moscow
125993, Russian Federation.
E-mail: lyudmilaovch@gmail.com