

УДК 334.758

РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КАНАДЫ: ТЕНДЕНЦИИ ПОСТКРИЗИСНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ

© 2012 г. **Е.Н. Григорьева***
МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва

Статья посвящена анализу процессов слияний и поглощений в Канаде в период мирового экономического кризиса и на этапе посткризисного восстановления. Рассмотрены количественные и качественные изменения на рынке слияний и поглощений, основные факторы, влияющие на процесс консолидации активов, особенности этого рынка в Канаде и возможные тенденции его дальнейшего развития.

Ключевые слова: слияния и поглощения, Канада, США, консолидация, мировой экономический кризис, посткризисное восстановление экономики, трансграничные сделки, финансовый кризис, финансовый сектор.

На протяжении долгих лет канадский рынок слияний и поглощений (*mergers and acquisitions, M&A*) демонстрировал стабильный рост и по количеству, и по сумме сделок. Даже относительное снижение активности на рынке корпоративного контроля в некоторые периоды было явлением временным, так как слияния и поглощения стали неотъемлемой частью стратегического развития компаний. Но ситуация изменилась в связи с наступлением сначала кризиса ликвидности, а затем и мирового финансового кризиса. И хотя Канада не пострадала от них в такой же степени, как другие развитые страны, продемонстрировав высокую степень устойчивости [1, 2], признаки экономического спада проявились и тут, что не преминуло отразиться на динамике рынка слияний и поглощений.

Канадский рынок слияний и поглощений в период кризиса

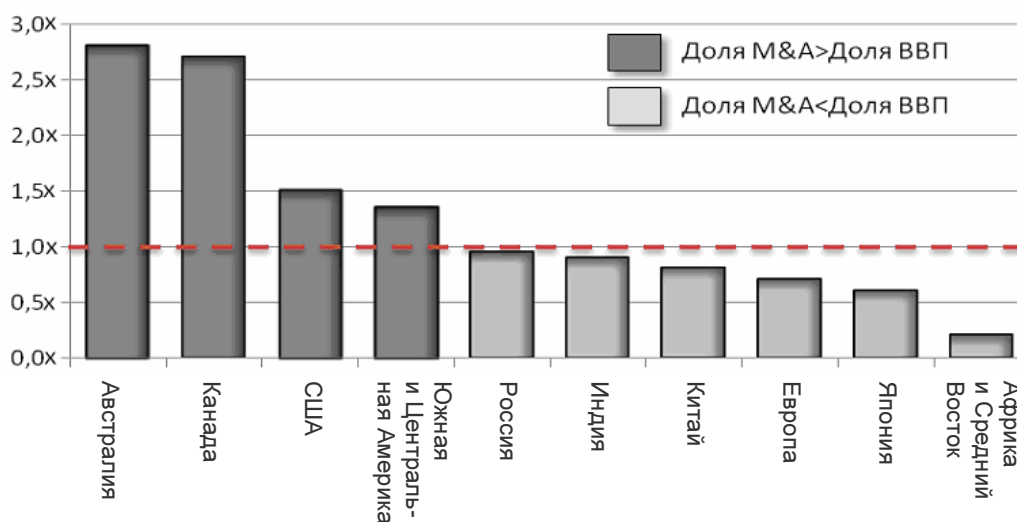
Количественные изменения. В течение длительного периода на канадском рынке слияний и поглощений, как и на большинстве мировых рынков слияний и поглощений, наблюдался стабильный и устойчивый рост. С каждым годом заключалось всё больше и больше сделок, а ёмкость рынка увеличивалась достаточно быстрыми темпами. Доля канадских слияний и поглощений в об-

* ГРИГОРЬЕВА Екатерина Николаевна – аспирантка экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. E-mail: kate.grigorieva@gmail.com

щемировом объёме слияний и поглощений в среднем составляет 4–6%. Это более чем в 2,5 раза превышает долю ВВП Канады в мировом ВВП (см. диаграмму 1). Для сравнения: у Европы, России, Индии, Китая, Японии, стран Африки и Дальнего Востока доля слияний и поглощений в общемировом объёме слияний и поглощений меньше доли их ВВП в мировом ВВП.

Диаграмма 1

Отношение доли национального объёма слияний и поглощений в общем мировом объёме слияний и поглощений к доле национального ВВП в мировом объёме ВВП в 2010 г.



IMF (www.imf.org), Bloomberg (www.bloomberg.com).

Согласно данным аналитической компании «Диалоджик» (*Dealogic*), среднегодовой суммарный объём сделок в период наиболее интенсивного роста рынка в 2000–2007 гг. составлял примерно 98,2 млрд. долл. [14]. До начала кризиса показатели января–июня 2007 г. заметно превосходили показатели I полугодия 2006 г.: 173 млрд. долл. против 93 млрд. долларов**.

Несмотря на начавшуюся во второй половине 2007 г. панику на мировых рынках, активность рынка слияний и поглощений, поддерживаемого сильной канадской экономикой, низкими процентными ставками и высокими ценами на энергоносители и сырьевые товары, оставалась достаточно высокой.

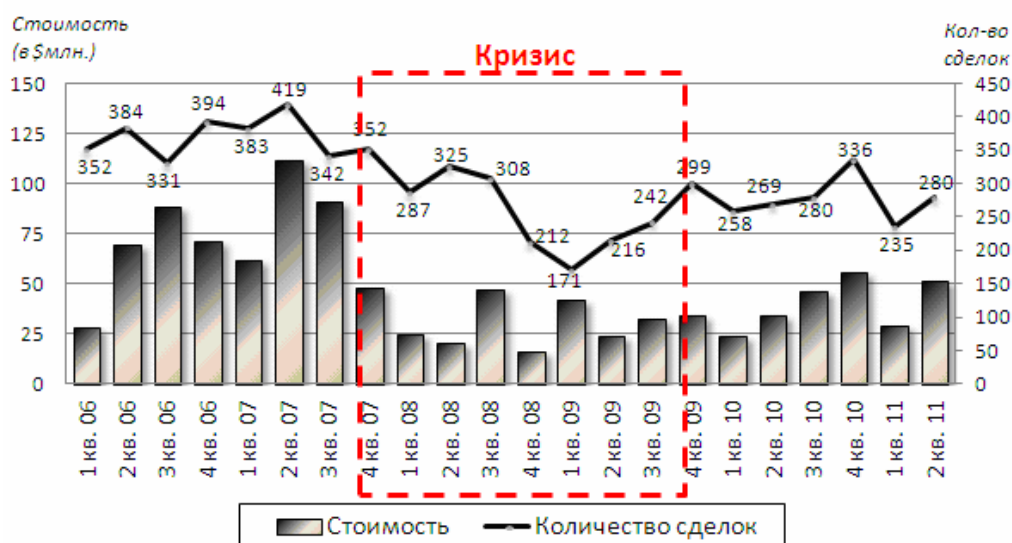
Сокращение ёмкости рынка во II полугодии 2007 г. более чем на 20% по сравнению с I полугодием не помешало установлению нового рекорда: количество объявленных в течение 2007 г. сделок превысило 1500, а общая сумма всех транзакций составила 315 млрд. долл. Среди них следует выделить следующие сделки (объявленные или завершённые в 2007 г.):

* Здесь и далее, если не указано иное, имеются в виду доллары США. – *Ред.*

** Если не указано иное, источником статистических данных о канадском рынке слияний и поглощений во всей статье являются публикации канадского инвестиционного банка Кросби (*Crosbie*) (<http://www.crosbieco.com>), который на протяжении многих лет выпускает детальные ежеквартальные статистические и аналитические отчёты.

График 1

**Динамика канадского рынка слияний и поглощений
(количество и стоимость объявленных сделок)**



Crosbie (www.crosbieco.com).

- объявленная во II квартале 2007 г. сделка по приобретению крупнейшей на канадском рынке телекоммуникаций компании «Би-си-и» (*BCE*) за 51,7 млрд. долл. консорциумом, в который вошли фонд «Пенсионный план учителей Онтарио» (*Ontario Teachers' Pension Plan*) и две инвестиционные компании: «Мэдисон Дирборн партнерс» (*Madison Dearborn Partners, LLC*) и «Провиденс эквити партнерс» (*Providence Equity Partners Inc.*);
- поглощение канадской металлургической компании «Алкан» (*Alcan Inc.*) австралийско-британским концерном «Рио тинто групп» (*Rio Tinto Group*) (сделка оценивается в 38,1 млрд.), которое последовало после отклонения компанией «Алкан» предложения о поглощении от её главного конкурента на рынке производства алюминия – американской «Алкоа» (*Alcoa Inc.*);
- слияние канадской компании «Томсон» (*Thomson Corp.*) и британской «Рейтер групп» (*Reuters Group*). Сделку оценили в 17,6 млрд. долл. Объединённое информагентство получило 34%-ную долю на рынке финансовой информации, обогнав лидера – компанию «Блумберг» (*Bloomberg LP*);
- выкуп компанией «Роял Датч шелл» (*Royal Dutch Shell*) доли, принадлежавшей миноритарным акционерам в её канадском филиале «Шелл Канада» (*Shell Canada*), за 8,7 млрд. долларов;
- приобретение нефтегазовой канадской компании «Праймвест энерджи траст» (*PrimeWest Energy Trust*) электроэнергетической и нефтедобывающей компанией «Абу-Даби нэшнл энерджи» (*Abu Dhabi National Energy Co.*), контролируемой правительством ОАЭ, за 5 млрд. долл. Арабская компания получила в итоге активы предприятий в Канаде и США, на которых добывается ежедневно более 61 тыс. баррелей нефти и газа в нефтяном эквиваленте;

- поглощение канадской сети отелей «Фор сизонс хотелс» (*Four Seasons Hotels*) консорциумом «Киндом хотелс интернэшнл» (*Kingdom Hotels International*), «Каскейд инвестмент» (*Cascade Investment*) и «Трайплз холдингз» (*Triples Holdings*) (стоимость сделки 3,8 млрд. долларов).

Если в 2007 г. в условиях растущей деловой активности многие аналитики прогнозировали устойчивое увеличение объёмов рынка слияний, то, вопреки их прогнозам, уже в I квартале 2008 г. канадский рынок «просел» ещё на 50% относительно IV квартала 2007 г., опустившись до отметки в 24,5 млрд. долл., и окончательно рухнул в IV квартале, достигнув минимального за последние годы значения в 16,2 млрд. долл. В то время как ёмкость мирового рынка слияний и поглощений в 2008 г. сократилась примерно на 30%, рынок слияний и поглощений Канады потерял приблизительно 65% своего объёма по сравнению с предыдущим, весьма успешным, годом. За тот же период количество сделок сократилось на 25%.

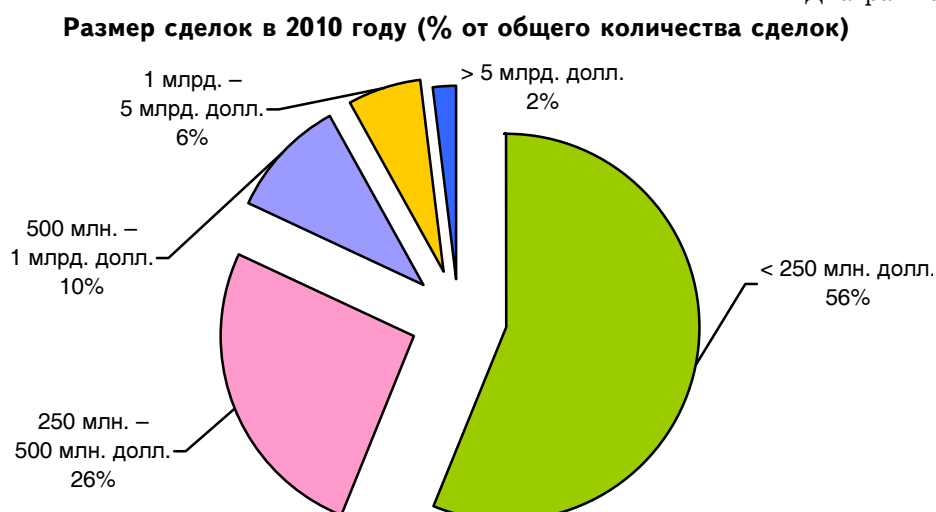
Следующий год был отмечен самым низким уровнем деловой активности в Канаде за последние пять лет – количество поглощений в I квартале 2009 г. оказалось минимальным с начала 2003 г. – всего 171 объявленная сделка. Но, достигнув дна, как по стоимостному объёму, так и по количеству сделок, рынок начал восстанавливаться, о чём свидетельствует устойчивая тенденция к росту в течение последующих двух лет: количество объявленных сделок увеличивалось со 171 в I квартале 2009 г. до 336 в IV квартале 2010 года. В 2009–2010 гг. наблюдалось незначительное снижение активности, например, в I квартале 2010 г. было зафиксировано уменьшение числа заключаемых сделок по сравнению с предыдущим кварталом. Тем не менее, в целом тренд остаётся повышательным, и канадский рынок имеет потенциал к дальнейшему росту.

В период кризиса сократились не только ёмкость рынка и количество совершаемых сделок, но и их средняя стоимость. Слияния и поглощения в 2008–2010 гг. – это в основном небольшие сделки стоимостью меньше 500 млн. долл., осуществляемые по большей части в целях снижения доли заёмных средств, укрепления баланса и элементарного выживания. Кроме того, кризис способствовал значительному росту предложения недооценённых активов малого и среднего бизнеса Канады, что дало возможность инвесторам извлечь из сложившейся ситуации выгоду. В 2008 г. на долю сделок стоимостью менее 500 млн. пришлось около 34% всех заключённых сделок, в 2009 г. этот показатель вырос до 70%, а в 2010 г. достиг 82%.

Самое существенное изменение коснулось сегмента мегасделок стоимостью более 1 млрд. долл., где произошло радикальное падение: 60 сделок в 2007 г., 21 сделка в 2008 г., 18 сделок в 2009 г. и 30 сделок в 2010 году.

Причиной такого спада деловой активности в Канаде стал кризис ликвидности, который оказал существенное влияние на финансирование сделок по слиянию и поглощению. Если раньше для их финансирования использовался по большей части заёмный капитал, который можно было считать относительно дешёвым и легкодоступным, то в период кризиса возможности для получения заёмного финансирования резко сократились, а собственного капитала многим компаниям было недостаточно.

Диаграмма 2



Сделки стоимостью <500 млн. долл.: 2010 г. – 82%; 2009 г. – 72%; 2008 г. – 34%.

Crosbie (www.crosbieco.com).

Несмотря на то что банковская система Канады незначительно пострадала в период кризиса, канадские банки и пенсионные фонды (которые также относятся к основным поставщикам финансирования в Канаде) были достаточно осторожными и придирчивыми кредиторами, компании же по мере сил пытались бороться с навалившимся на них долговым бременем. Неликвидные кредитные рынки и ограниченность доступа к капиталу определили развитие рынка слияний и поглощений Канады в период кризиса.

Это стало и основной причиной снижения доли мегасделок в общем объёме заключённых сделок. Невозможность рассчитывать на все источники привлечения средств способствовала тому, что значительное число ранее запланированных сделок по слиянию и поглощению так и не было осуществлено или было отложено на неопределённый срок.

Заинтересованность ряда владельцев в продаже своих активов стала обратной стороной отсутствия доступа к источникам финансирования. Речь идёт в первую очередь о владельцах компаний, испытывавших проблемы с растущей кредиторской задолженностью и недостатком средств. Борющимся за выживание и опасавшимся банкротства компаниям ничего не оставалось, как продать часть своих активов. Прежде всего собственники пытались избавиться от непрофильных активов и дочерних компаний, в том числе и за рубежом, с целью высвободить средства для основного бизнеса, рефинансирования банковской задолженности и осуществления регулярных платежей. Особенно характерным это было для крупных, в том числе транснациональных, корпораций.

Однако не все предприятия стремились избавиться от своих активов в период кризиса. Некоторые, напротив, предпринимали все возможные попытки спасти свой бизнес от поглощения более крупным игроком и от банкротства путём слияния. По большей части такие слияния происходили среди компаний

малого и среднего бизнеса, что подтверждается данными о росте доли сделок стоимостью менее 250 млн. долл. в общем объеме сделок.

Отраслевые тенденции. Тенденции кризисного периода характеризуют не только количественные изменения на рынке слияний и поглощений, но и сдвиги в отраслевой структуре сделок. Ухудшение финансовых условий и экономическая неопределённость привели к тому, что в одних отраслях процесс консолидации усилился, а в других, напротив, затормозился.

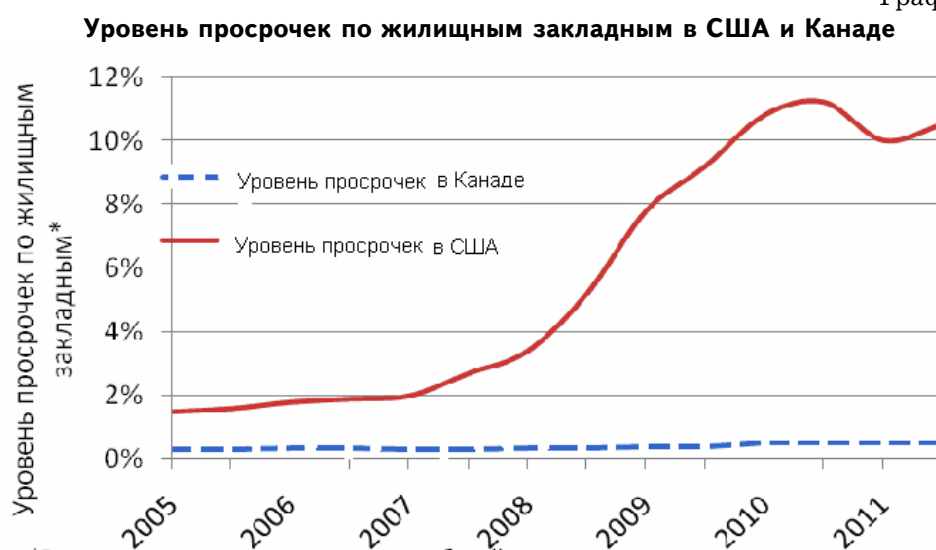
Канада располагает большими и разнообразными запасами полезных ископаемых: цветными металлами (в частности железо, медь, цинк, никель), драгоценными металлами (золото, серебро, платина), ураном, алмазами, углем, нефтью и газом, которые пользуются спросом на мировых рынках. Канадские компании, ведущие разработку этих месторождений, в свою очередь, постоянно нуждаются в больших объемах капитала, поэтому они открыты для инвестиций, в том числе иностранных, и охотно идут на слияние, поглощение или участие в совместных предприятиях. Поэтому традиционно лидерами по темпам роста инвестиций и объёму заключаемых сделок по слиянию и поглощению в Канаде выступают предприятия нефтегазовой отрасли, а также чёрной и цветной металлургии. На их долю в среднем приходится не менее 50% стоимостного объёма всех совершаемых в Канаде сделок. Неудивительно, что волатильность цен на нефть и металлы, нестабильность финансовых рынков и общий спад мировой экономики самым серьёзным образом сказались на процессах консолидации в сырьевых отраслях. Перманентный рост рынка слияний и поглощений в нефтегазовой и металлургической промышленности Канады в 2003–2007 гг. сменился резким его падением в первый год кризиса. Но если 2009 г. ознаменовался для металлургического сектора дальнейшим спадом активности на рынке корпоративного контроля, то нефтегазовая отрасль, напротив, консолидировалась с завидной регулярностью. Приблизительно 46% всех совершённых за этот год сделок были заключены при участии компаний нефтяной и газовой отрасли, они же оказались в числе крупнейших по стоимости: например, поглощение канадской «Санкор энерджи» (*Suncor Energy Inc.*) крупнейшей интегрированной нефтегазовой компании «Петро-Канада» (*Petro-Canada*) (19,2 млрд. долл.); покупка активов канадской «Аддакс петролеум» (*Addax Petroleum Corp.*) китайским гигантом «Синопек» (*Sinopec*) за 8,3 млрд. долларов [16, p. 112].

Стоит также отметить ещё одну специфическую особенность канадского рынка слияний и поглощений. Во всём мире в период экономического кризиса в худшем положении оказались компании финансового сектора, и консолидация стала для многих из них единственным выходом. Финансовый сектор лидировал по объёмам сделок в США, Центральной и Восточной Европе, России, составив в 2008 г. около 25% всего мирового стоимостного объёма сделок по слиянию и поглощению. Количество таких сделок с участием канадских финансовых институтов в этот период также увеличилось, но в гораздо меньшей степени. Кроме того, это были в большей степени не сделки с целью спасения, а, напротив, поглощение канадскими банками активов находящихся в сложном положении зарубежных финансовых корпораций.

Устойчивость финансового сектора. Эффективность канадских банков в условиях финансового кризиса оказалась гораздо выше, чем у их американ-

ских и европейских коллег [2]. Это кажется немного странным, учитывая тот факт, что источником кризиса стали США, которые не только имеют с Канадой общую границу, но и являются её главным торговым и инвестиционным партнёром. Такая устойчивость финансовой системы Канады связана с жёстким государственным регулированием и более высокими требованиями к объёму собственного капитала банков.

График 2



*Рассчитывается путем деления общей суммы просроченных выплат на средний баланс активных займов

Bank of Canada (www.bank-banque-canada.ca).

Система финансового регулирования Канады требует, чтобы отношение активов к собственному капиталу не превышало 20 (этот показатель характеризует уровень долговой нагрузки банка и степень его подверженности финансовым рискам). У большинства канадских банков этот коэффициент в среднем равняется 18, у американских — чуть больше 25, у европейских около 30, а у крупнейших банков в мире — более 40. Благодаря таким требованиям к банкам, а также более строгим стандартам регулирования финансовой системы, ни один канадский банк не объявил себя банкротом в период кризиса [11].

Кроме того, канадская банковская система оказалась в гораздо меньшей степени подвержена влиянию рынка субстандартных ипотечных кредитов, чем финансовые институты США и Европы. Основная проблема банков США — высокий объём вложений в рынок субстандартной ипотеки в условиях масштабного падения цен на недвижимость — практически отсутствует в Канаде: схема субстандартных ипотечных кредитов здесь широкого распространения не получила и соответственно уровень просрочек по жилищным закладным минимален.

Ситуация на рынке жилищного строительства и недвижимости Канады также кардинально отличается от ситуации в США. В то время как американский рынок переживал значительное снижение цен, во многих городах Канады наблюдался даже умеренный рост цен на недвижимость.

Причиной стабильности финансового сектора в период кризиса также стала высокая концентрация канадской банковской системы по сравнению с аналогичными системами промышленно развитых государств мира: активы 6 крупнейших банков Канады составляют 90% общего объёма активов банковской индустрии страны, на их долю приходится более 70% всех депозитов.

Трансграничная активность. В 1999–2006 гг. в среднем около 50% общего количества сделок по слиянию и поглощению в Канаде приходилось на сделки с участием иностранных инвесторов. В стоимостном выражении этот процент в некоторые годы достигал даже 80%. В 2006–2011 гг. на трансграничные сделки приходилось приблизительно 64% всего стоимостного объёма этого рынка в Канаде. Как правило, именно иностранные инвесторы становились основными субъектами крупнейших сделок.

К основным факторам, стимулирующим активность трансграничных процессов в сфере слияний и поглощений в Канаде, можно отнести:

- желание инвесторов диверсифицировать активы за рубежом;
- наличие в Канаде больших запасов природных ресурсов;
- высокие цены на энергоносители и металлы;
- низкие процентные ставки в Канаде;
- активность финансовых групп, в том числе фондов прямых инвестиций и пенсионных фондов;
- относительная устойчивость канадского доллара;
- большая роль США как основного инвестиционного партнёра Канады.

В период кризиса в Канаде сохранялись относительно благоприятные условия для иностранных покупателей канадских активов, даже несмотря на общее снижение объёма сделок по слиянию и поглощению. Основным покупателем продолжали оставаться США, на их долю пришлось в среднем около 40% всех сделок по покупке канадских активов. Несмотря на высокую долю американских инвестиций, важной тенденцией кризисного периода стало снижение доли США в общем количестве сделок и рост доли компаний из других стран. Если в 2007 г. на долю США приходилось около 56% всех сделок, то в 2009 г. – 33%. В свою очередь, в 2009 г. процент неамериканских покупателей канадских компаний стал выше, чем в предыдущие годы, и значительно выше аналогичного среднего показателя в долгосрочном периоде [5, 6]. Это говорит о растущем интересе широкого круга международных покупателей к канадским запасам природных ресурсов, в частности к активам нефтяных, газовых и металлургических компаний. На их долю пришлось в среднем около 60% всех приобретённых иностранными инвесторами компаний.

Стоит также отметить рост интереса китайских и южнокорейских инвесторов. Колоссальный спрос на сырьевые товары со стороны азиатского региона – общеизвестный во всем мире факт, который подтверждается динамичным увеличением активности азиатских инвесторов в Бразилии, Индии, России и в ещё большей степени в Канаде. В отличие от инвесторов из США, которые покупают канадские компании, имеющие разную отраслевую принадлежность, азиатских инвесторов интересуют активы в трёх отраслях – нефтегазовой (около 77% всех сделок), металлургической (16%) и в сфере недвижимости (7%). При этом участниками сделок со стороны азиатских стран в основном

Диаграмма 3

Динамика трансграничных слияний и поглощений в Канаде

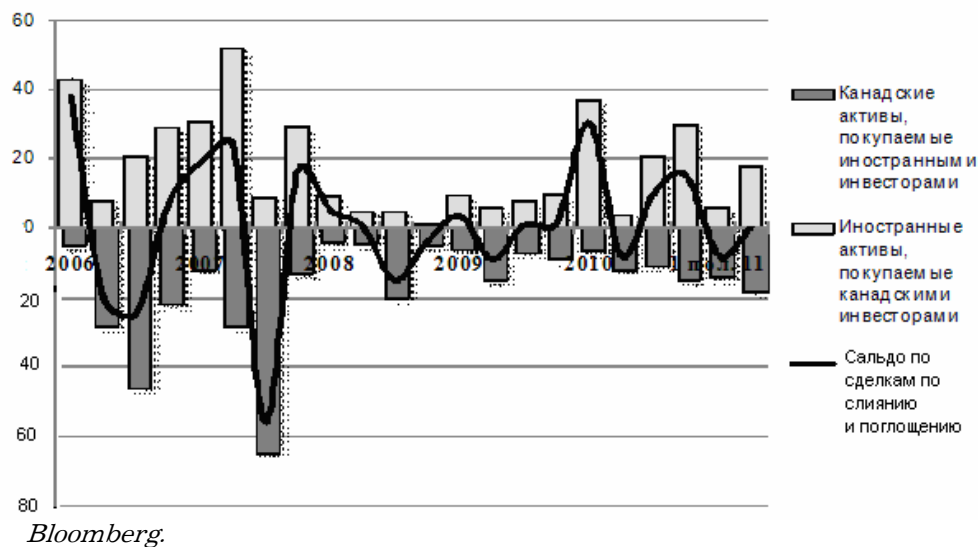
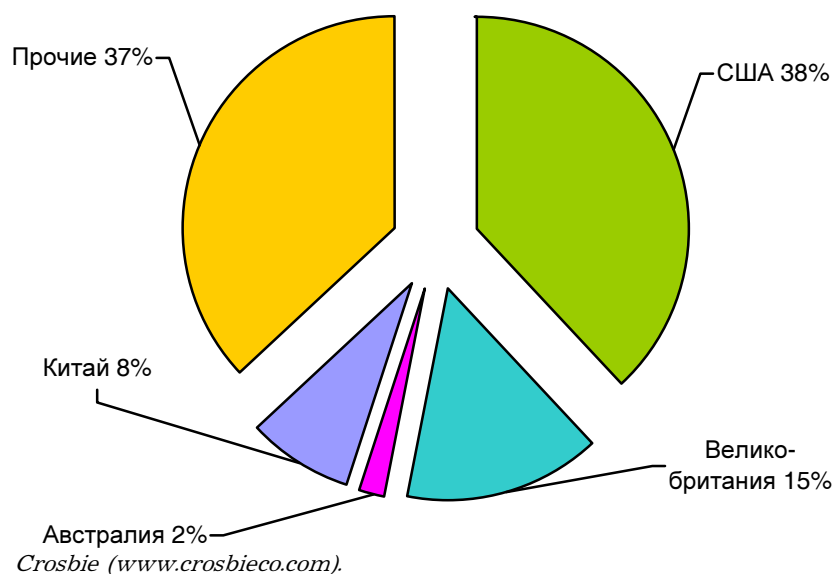


Диаграмма 4

**Страны-покупатели канадских активов в 2008 г.
(% общего количества сделок)**



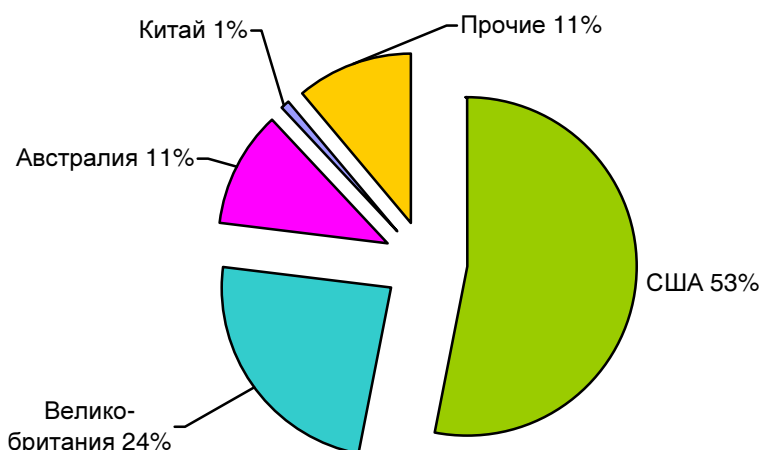
выступают государственные компании и компании с государственным участием: покупка китайской компанией с государственным участием «Синопек» 9% крупнейшей канадской нефтедобывающей компании «Синкруд» (*Synchrude*) за 4,6 млрд. долл. и компании «Аддакс петролеум»; поглощение канадской нефтяной компании «Харвест энерджи траст» (*Harvest Energy Trust*) государст-

венной «Корея нэшнл ойл» (*Korea National Oil Corp.*) (стоимость сделки оценивается в 4,1 млрд.); покупка китайской «Чайна петрокемикл» (*China Petrochemical Corp.*) активов канадской «Танганьика ойл» (*Tanganyika Oil Company Ltd.*) за 2 млрд. долл. и другие. Ожидается, что подобная ситуация сохранится и в ближайшие годы.

Канадские корпорации также не отставали и участвовали в приобретении бизнеса за пределами страны. Основные активы покупались в США – примерно 53% всех сделок по приобретению иностранных компаний, Великобритании – 24% и Австралии – 11%.

Диаграмма 5

**Канадские инвестиции в иностранные компании в 2008 г.
(% общего количества сделок)**



Crosbie (www.crosbieco.com).

В период кризиса количество трансграничных приобретений канадскими компаниями продолжало соответствовать тенденции последних лет – было примерно в 2 раза больше числа приобретений канадских активов иностранными инвесторами. К тому же, в 2009 г. при сохранившемся количественном соотношении общая стоимость трансграничных поглощений, осуществлённых канадскими компаниями, впервые за пять лет превысила общую стоимость приобретённых канадских активов. Это говорит о растущих аппетитах канадских компаний за пределами страны, устойчивости канадского доллара, амбициях крупнейших канадских банков и относительной слабости компаний из США и Европы.

Активными канадскими участниками трансграничных слияний и поглощений были пенсионные фонды, которых привлекали вложения в промышленность и недвижимость, а также банки. Хотя слияния в банковском секторе в период кризиса не лидировали по количеству и объёму сделок, как во многих других странах мира, это не означало, что канадские банки бездействовали. Все крупнейшие банки Канады в период мирового экономического кризиса приобрели

активы финансовых институтов в США. Особенно отличился четвёртый по величине банк Канады – «Бэнк оф Монреаль» (*Bank of Montreal*), приобретший у «Ситибэнка» (*Citibank*) его швейцарское и германское отделения, выпускающие кредитные карты «Дайнерс клуб» (*Diners Club*), а также ряд американских банковских активов, фонды кредитования ценными бумагами и бизнес по управлению активами. Стоит также отметить крупную сделку по приобретению канадским «Торонто-Доминион бэнк» (*Toronto-Dominion Bank*) американского «Коммерс банкорп» (*Commerce Bancorp*) в 2008 г. за 8,5 млрд. долл. Некоторые банки приобретали активы финансовых институтов не только в США, но и в других странах. Например, «Бэнк оф Нова Скошиа» (*Bank of Nova Scotia*) в качестве объектов для поглощения выбрал финансовые институты в Пуэрто-Рико, Китае, Таиланде, Колумбии и на Каймановых островах.

Высокая активность пенсионных фондов. Влиятельными игроками рынка слияний и поглощений в Канаде, как во время кризиса, так и в период восстановления экономики были пенсионные фонды. Получая из года в год стабильный поток доходов, пенсионные фонды постоянно находятся в состоянии поиска объектов выгодного инвестирования в различных отраслях и регионах.

Ведущие канадские пенсионные фонды имеют репутацию взыскательных инвесторов, которую они приобрели ещё в докризисный период. В 2007 г. они предприняли очередную попытку укрепить свои позиции: консорциум в составе фонда «Пенсионный план учителей Онтарио» и двух инвестиционных компаний из США нацелился на покупку гиганта канадского рынка телекоммуникаций – компании «Би-си-и» (*BCE*). Данная покупка, оцениваемая в 51,7 млрд. долл., должна была стать самой крупной в истории канадской экономики и крупнейшей в мире в сфере телекоммуникаций [7]. Но сделка не состоялась из-за того, что компания КПМГ (*KPMG*), проводившая аудит, заявила о значительном увеличении долга «Би-си-и» и её потенциальной неплатёжеспособности.

Несмотря на отменённые сделки, кризис всё же в меньшей степени повлиял на возможность пенсионных фондов покупать заинтересовавшие их активы. И если в 2008 г. можно было говорить об их умеренной активности, то в 2009 г. пенсионные фонды можно было смело отнести к институтам, способствовавшим возрождению канадского рынка слияний и поглощений.

В качестве примера можно привести сделки фонда «Канадский пенсионный план» (*Canada Pension Plan's*), приобретшего в 2008–2009 гг. активы «Маккуари коммьюникейшнс инфраструкча групп» (*Macquarie Communications Infrastructure Group*) за 7,3 млрд. долл., а также «Трансурбан» (*Transurban Limited*), «Ай-эм-эс хелс кэр» (*IMS Health Care*) и «Скайп технолоджис» (*Skype Technologies SA*) плюс значительные активы в недвижимость на Манхэттене. «Пенсионный фонд учителей Онтарио» также не остался в стороне и успешно осуществил сделки по покупке активов таких компаний, как «Острэлиас маккуари коммьюникейшнс инфраструкча групп» (*Australia's Macquarie Communications Infrastructure Group*), «Ютилитис инком фанд» (*Utilities Income Fund*), «Эс-эй-и-эс-эй групп» (*SAESA Group*), «Манчкин» (*Munchkin, Inc.*), «Эксал групп» (*Exal Group*), «Камелот групп» (*Camelot Group*), «Акорн кэр энд эдьюкейшн» (*Acorn Care and Education Ltd*), «Эй-ай-джи» (*AIG*) и «Симмонс беддинг кампани» (*Simmons Bedding Company*).

Активное участие государственных предприятий и государственных инвестиционных фондов. Поскольку финансовые институты и частные инвестиционные компании ушли в тень, сосредоточившись на восстановлении после финансового кризиса, роль ведущих игроков мирового рынка слияний и поглощений взяли на себя государственные инвестиционные фонды и государственные компании. Государственные инвестиционные фонды в последнее время часто привлекают внимание своим быстрым ростом и активным поведением: согласно недавним оценкам, стоимость активов, принадлежащих им, к 2015 г. может достигнуть 12 трлн. долл. Кроме того, они планомерно переходят от тактики инвестирования в низкодоходные активы к покупке ключевых стратегических активов. В связи с этим активы крупных канадских предприятий, особенно в ключевых отраслях экономики, становятся всё более привлекательными для государственных инвестиционных фондов, ищущих потенциальных партнёров среди частных акционерных компаний, пенсионных фондов и прочих владельцев капитала.

Активность государственных компаний в сделках по слиянию и поглощению в период кризиса оставалась значительной, в частности, в нефтегазовом секторе. Выше уже упоминались поглощения «Аддакс петролеум» и «Синкруд» китайской государственной компанией «Синопек». К этому можно добавить несколько сделок, произошедших в 2008–2009 гг.: поглощение «Харвест энерджи траст» (*Harvest Energy Trust*) «Корея нэшнл ойл корпорейшн» (*Korea National Oil Corporation*), покупка активов «Веренекс энерджи» (*Verenex Energy Inc.*) китайской «Чайна нэшнл петролеум корпорейшн» (*China National Petroleum Corporation*), а также консолидация «Петро Чайна» (*Petro China*) и канадской «Атабаска ойл сэндз корп.» (*Athabaska Oil Sands Corp.*).

Большую часть активов, приобретённых государственными компаниями в период кризиса, нельзя отнести к категории крупных. Кроме того, многие приобретённые компании, хоть и зарегистрированы на территории Канады, физически находятся за её пределами, например, в Северной Африке, на Среднем Востоке или в Центральной Азии. Возможно поэтому такая перманентная экспансия со стороны иностранных государственных компаний пока не вызвала достаточного резонанса в Канаде. Тем не менее, такие инвестиции, особенно в нефтегазовом секторе, требуют пристального внимания и контроля со стороны канадского правительства, которое ещё недостаточно чётко определило вероятные границы экспансии иностранных госпредприятий.

Посткризисное восстановление канадского рынка слияний и поглощений

После почти двух лет относительного бездействия, в конце 2009 г., на канадском рынке слияний и поглощений появились первые признаки улучшения, а 2010 г. ознаменовался ростом активности на рынке корпоративного контроля в различных отраслях во всём мире. Скопившие в 2008–2009 гг. достаточное количество наличных денег и воодушевлённые рекордно низкими процентными и кредитными ставками, компании вновь стали изъявлять желание приобретать активы [9]. И канадский рынок слияний и поглощений ожил, от-

метившись в 2010 г. 20%-ным ростом по количеству сделок и 7%-ным ростом по стоимости. Количество мегасделок выросло на 50% по сравнению с 2009 г., но этого ещё недостаточно, чтобы повторить рекордный уровень 2007 года. Несмотря на растущий интерес к крупным активам, сделки стоимостью более 10 млрд. долл., характерные для бума слияний и поглощений в 2006–2007 гг., отсутствовали на канадском рынке в принципе.

В 2010 г. рынок слияний и поглощений в Канаде во многом продолжил тенденции предыдущих лет. Во-первых, отраслевая сегментация канадской активности на рынке корпоративного контроля в 2010 г. не принесла сюрпризов: около 50% всех сделок было заключено в нефтегазовой и металлургической отрасли [15]. Во-вторых, продолжилась скупка канадских активов азиатскими инвесторами. При этом рост масштабов этих сделок можно назвать внушительным: общая стоимость активов, приобретённых инвесторами из Азии, выросла в 2010 г. на 39% по сравнению с 2007 годом. В-третьих, не остались в стороне пенсионные фонды и фонды прямых инвестиций [8]. Четыре таких фонда – «Си-пи-пи-ай-би» (*CPPIB*), «Тичерс пэншн» (*Teachers Pension*), «Онекс» (*Onex*) и «ОМЕРС» (*OMERS*) – в 2010 г. в общей сложности осуществили сделки на 28 млрд. долларов [3].

В 2010 г. сформировались условия, способствовавшие возвращению игроков на рынок слияний и поглощений Канады. Среди них можно выделить основные:

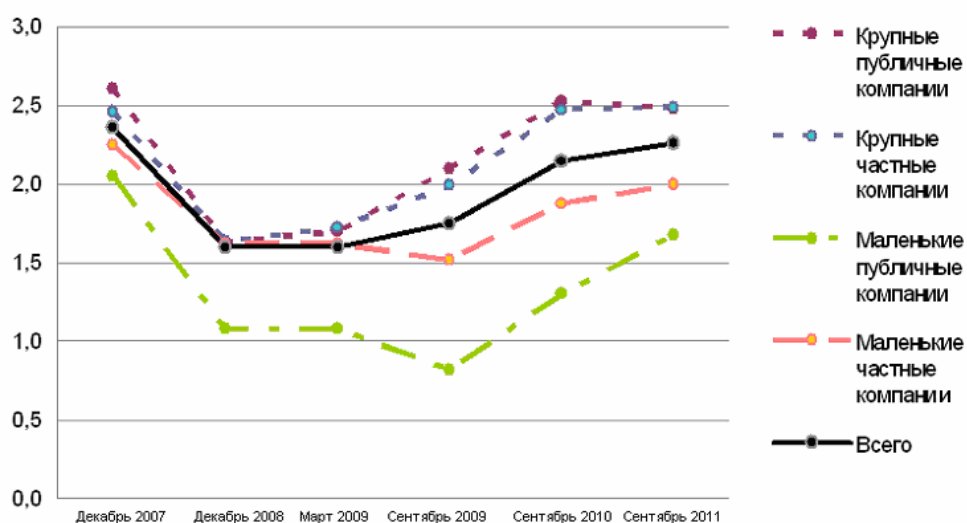
- *Постепенное восстановление экономики после кризиса.* Во время кризиса многие компании были вынуждены отказаться от слияний и поглощений из-за растущей кредиторской задолженности, нехватки собственных средств и невозможности рассчитывать на ранее доступные источники их привлечения. Но, пережив этот сложный период, компании вновь могут обратиться к стратегии слияний и поглощений. Они ориентируются на происходящие позитивные изменения – рост экономических индикаторов, в том числе цен на сырьё, отражающих восстановление национальных экономик и во многих случаях укрепление мировой экономики в целом. Инвесторы ощущают, что риски стали ниже, чем во время кризиса, их доверие растёт и они покупают и продают активы с большей охотой.
- *Улучшение ситуации на кредитных рынках.* В основе мирового финансового кризиса в значительной степени лежал перегрев кредитного рынка. И, хотя канадские банки и справлялись с ним относительно неплохо по сравнению со своими зарубежными коллегами, в период кризиса доступ к источникам финансирования заметно сократился, стоимость кредитов выросла, а процесс их получения усложнился.

А так как компании при осуществлении сделок по слиянию и поглощению сильно зависят от доступности заёмного финансирования, то объём этого рынка в период кризиса значительно снизился. В 2010 г., когда процентные кредитные ставки упали до рекордно низкого уровня, а финансовые институты стремились к расширению своих кредитных портфелей, у инвесторов, напротив, вновь появилась возможность осуществлять сделки с использованием заёмных средств.

- *Возвращение коэффициента $EV/EBITDA^*$ к докризисному уровню.* В то время, когда мировая экономика достигла дна, акции компаний, которые входят в расчёт индекса Стэндард энд Пурс 500, торговались в среднем с коэффициентом $6x EV/EBITDA$, что на 40% ниже, чем в предыдущие пять лет, когда коэффициент оставался примерно на уровне $10x$. Из-за низкой стоимости активов многие компании в тот момент стали лакомым кусочком для покупателей, но большинство владельцев не испытывали большого желания расставаться со своим бизнесом на таких условиях. В середине 2011 г. коэффициент $EV/EBITDA$ достиг уровня $9x$, что дало возможность и покупателям, и продавцам заключать сделки на разумных и взаимовыгодных условиях [3]. Рост коэффициента способствовал увеличению и средней стоимости сделки в Канаде в 2010 г. на 27% (до 93 млн. долл.).

График 3

Доступность источников долгосрочного финансирования в Канаде



Credit availability in Canada. Ernst & Young, 2011

([http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/CFERF_Credit_Availability_in_Canada_2011/\\$FILE/CFERF_Credit_Availability_in_Canada_2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/CFERF_Credit_Availability_in_Canada_2011/$FILE/CFERF_Credit_Availability_in_Canada_2011.pdf)).

- *Стремление к росту.* Компании, включённые в список Стэндард энд Пурс 500, ожидают к концу 2012 г. увеличения операционной прибыли на 15% в расчёте на акцию. Стратегия роста стоимости компаний путём слияний и поглощений является неотъемлемой составляющей этой оценки.

Скорее всего, канадский рынок слияний и поглощений продолжит свой рост. 2012 год обещает дальнейшее восстановление экономики и постепенное наращивание процесса консолидации активов. Несмотря на то, что глобальная экономика, вероятно, продолжит демонстрировать возможности ограниченного

* $EV/EBITDA$ (*Enterprise Value/EBITDA*) – аналитический коэффициент, используемый в фундаментальном анализе и показывающий соотношение рыночной стоимости компании к прибыли до вычета процентов, налогов, износа и амортизации.

роста, компании, аккумулировавшие на своём балансе уже достаточное количество средств, будут вновь возвращаться к стратегии поглощений [17]. И хотя на рынке, скорее всего, будут по-прежнему доминировать небольшие сделки средней стоимостью менее 500 млн. долл., ожидается, что количество заключаемых мегасделок будет иметь тенденцию к увеличению. Несмотря на наличие позитивных факторов, ряд покупателей будет вести себя осмотрительно, опасаясь очередной рецессии в связи с волнениями на Ближнем Востоке, растущим госдолгом США и неопределённостью в экономике стран Европы.

Канадские компании сфокусируются на международных поглощениях.

В последние годы количество иностранных компаний, приобретённых резидентами Канады, и количество канадских компаний, приобретённых иностранными инвесторами, составляло примерно два к одному. Но из-за колебаний курса канадского доллара на одном уровне с курсом доллара США и низких процентных ставок общая стоимость приобретённых канадскими компаниями иностранных активов в 2010 г. в 4 раза превысила общую стоимость приобретённых иностранными компаниями канадских активов. Несмотря на то, что канадские предприятия стремятся расширить своё влияние за пределы Северной Америки, большой процент компаний-целей – это всё ещё американские компании, и эта тенденция вряд ли изменится. Особенно активными участниками рынка трансграничных слияний и поглощений будут канадские финансовые институты и пенсионные фонды. Будучи относительно стабильными и устойчивыми и обладая большим объёмом средств, они имеют возможность расширять свою деятельность, приобретая интересные их активы и в Канаде, и в других странах.

Круг стран, вовлекаемых в сделки по слиянию и поглощению с Канадой, будет расширяться. США были и остаются главным торговым партнёром Канады, крупнейшим покупателем канадских активов, а также основным реципиентом канадских инвестиций. Но, как было показано ранее, стремление канадских компаний диверсифицировать свою деятельность, привлечь как можно больший объём капитала, минимизировать расходы приведёт к расширению списка стран – участниц сделок по слиянию и поглощению. Ряд фактов свидетельствует о растущем интересе Канады к развитию инвестиционных отношений с Китаем, Южной Кореей, Россией, Индией, Европейским Союзом, Бразилией, Украиной. Крупные сырьевые компании (частные и государственные) стран БРИКС – наиболее вероятные претенденты на покупку активов более мелких компаний Канады.

Приток инвестиций в Канаду со стороны азиатских стран будет увеличиваться. Азиатские инвесторы будут по-прежнему заинтересованы в покупке активов канадских сырьевых компаний. Эксперты предсказывают, что наиболее вероятными претендентами на приобретение ряда активов в нефтегазовой и сельскохозяйственной отраслях Канады в ближайшие несколько лет станут китайский Фонд национального благосостояния (*China Investment Corp, CIC*) и многочисленные государственные компании Китая, которые заявили о себе в последние годы [13]. Такая мощная экспансия иностранного капитала в стратегические отрасли вызывает беспокойство у правительства Канады, вынуждая его принимать сложные решения по вопросам регулирования иностранных инве-

стиций. В попытке обойти запреты, избежать ограничений со стороны канадских властей и снизить риски владения иностранные инвесторы будут стремиться творчески подходить к выбору структуры сделки. Поэтому процент сделок, осуществляемых в форме партнёрств, совместных предприятий, миноритарных инвестиций и соглашений о долгосрочных поставках, будет расти.

Наибольший интерес для инвесторов будут по-прежнему представлять активы нефтегазовых, металлургических и горнорудных компаний Канады. Глобальный спрос на сырьевые товары со стороны развитых и особенно развивающихся экономик будет расширяться в 2012 и последующих годах на фоне роста населения, увеличения государственного долга стран, девальвации валют и усиления инфляции. Ожидается дальнейшая консолидация активов нефтегазовых и металлургических компаний: по статистике, в 2010 г. 70% из 50 крупнейших дружественных слияний было совершено в этих секторах экономики [10].

Ряд юниорных производителей меди Канады станут наиболее вероятными претендентами на приобретение, поскольку растущие цены на медь, подогреваемые спросом со стороны Китая, будут подталкивать крупные горнорудные компании к приобретению мелких, чтобы получить возможность быстро расширить производство.

Ожидается рост активности компаний финансового сектора Канады. Канадские финансовые институты оказались более устойчивыми и подготовленными к мировой рецессии, чем финансовые институты большинства других стран, а на их балансах сконцентрирован значительный запас наличных средств, что ставит их в более выгодное положение, чем иностранцев. У канадских банков на данный момент есть ресурсы для поглощения конкурентов и покупки прочих интересующих их активов, что они успешно и делают. В конце 2010 г. крупнейшие канадские банки анонсировали ряд сделок:

- «Банк оф Нова Скошиа» договорился о покупке всех акций канадской компании «Данди уэлс» (*Dundee Wealth Inc.*), предоставляющей финансовые услуги, за 3,2 млрд. долларов;
- «Торонто-Доминион бэнк» объявил о поглощении кредитного подразделения американского автопроизводителя «Крайслер файнэншл» (*Chrysler Financial*); стоимость сделки оценивается в 6,3 млрд. долларов;
- «Бэнк оф Монреаль» анонсировал покупку активов американской диверсифицированной финансовой компании «Маршал энд Илсей корп.» (*Marshall & Ilsey Corp.*) за 4,1 млрд. долларов [4].

Последовать их примеру могут и остальные банки Канады. Во-первых, у них есть все шансы консолидировать достаточно раздробленный и всё ещё находящийся в тяжёлом положении банковский рынок США, поглотив небольшие или региональные банки. А во-вторых, используя тактику поглощений, канадские финансовые институты могут упрочить или ещё больше расширить своё присутствие на глобальном рынке.

Недружественные поглощения. Низкая стоимость активов и экономические противоречия способствовали развитию сильнейшего за последние десять лет рынка покупателей и привели к значительному росту количества враждебных поглощений компаний (в 2010 г. их количество превысило трехлетний макси-

мум). Недостаток компаний-целей, согласных на слияние, заставляет амбициозных инвесторов выбирать агрессивную стратегию враждебного поглощения, выходя за границы приличий и изрядно переплачивая за желанные активы. Но многие компании готовы инвестировать миллиарды в расширение своего бизнеса. В 2010 г. британский горнорудный гигант «Би-эйч-пи биллитон» (*BHP Billiton*) предпринял попытку недружественного поглощения канадского производителя удобрений «Поташ корп.» (*Potash Corp.*), который незадолго до этого отверг его же предложение о слиянии. Сумма сделки оценивалась в 39 млрд. долл. [4]. Однако правительство Канады заблокировало сделку, мотивировав это потенциальными потерями для страны. В середине 2011 г. крупнейший в Китае торговец металлами «Минметалс рिसорсиз» (*Minmetals Resources*) сделал недружественное предложение о поглощении австралийского холдинга «Эквинокс минералс» (*Equinox Minerals*), но его обошел канадский золотодобывающий гигант «Баррик голд» (*Barrick Gold*), согласившийся заплатить за активы этой компании на 20% больше своего конкурента, – 7,7 млрд. долл. Таких примеров немало и, несмотря на признаки постепенного финансового оздоровления, разница в ожиданиях продавцов и покупателей приведёт к дальнейшим незатребованным предложениям [12].

Конечно же, нельзя быть на сто процентов уверенным, что канадский рынок слияний и поглощений будет двигаться в соответствии со сложившимся повышательным трендом. Несмотря на вполне обнадеживающие перспективы, экономика часто непредсказуема, и существует вероятность спада на этом рынке из-за слухов о возможной второй волне кризиса, подкрепляемой фактами о пугающей долговой нагрузке ряда европейских экономик и пессимистичными оценками финансовых показателей США. Тем не менее, хочется надеяться, что в ближайшей перспективе мировая экономика избежит глобальных потрясений и рынки, в том числе слияний и поглощений, устремятся к докризисным уровням.

Список литературы

1. Немова Л.А. Экономика Канады в 2010–2011 гг. и экономическая политика правительства // Россия и Америка в XXI веке. Электронный журнал. 2011. № 1 (<http://www.rusus.ru/?act=read&id=242>).
2. Хорошилов Е.Е. Финансовый сектор Канады и мировой экономический кризис // США ♦ Канада: экономика, политика, культура. 2010. № 7. С. 67–82.
3. 2010 Canadian M&A at Five-year High; 2011 a Perfect Storm: PwC. The Manitoba Chambers of Commerce. 21.01.2011 (<http://www.mbchamber.mb.ca/2011/01/2010-canadian-m-2011-a-perfect-storm-pwc/>).
4. 2011 Mergers & Acquisitions Outlook and 2010 Summary. The Investment Blog. 17.01.2011 (<http://theinvestmentblog.net/2011/01/17/2011-mergers-and-acquisitions-outlook-2010-year-end-summary-review/>).
5. Blakes Canadian Public M&A Deal Study. 2008. Fall/Winter (http://www.blakes.com/mergersandacquisitionsdealstudy/MA_Deal_Study_Fall_2008.pdf).

6. Blakes Canadian Public M&A Deal Study. 2009/2010. Winter
(http://www.blakes.com/english/legal_updates/reference_guides/M&A_Deal_Study_2009.pdf).
7. *Braithwaite W.* Canada's M&A Landscape. Stikeman Elliott, February 2008
(http://www.stikeman.com/en/pdf/MP_CanadaReport_Feb08.pdf).
8. *Burns T.* Pension Funds Lead M&A Activity. Benefits Canada. 12.08.2011
(<http://www.benefitscanada.com/news/pension-funds-lead-ma-activity-19467>).
9. Canadian Oil and Gas Insight. An Industry Perception Study by Blakes in Association with Mergermarket. June 2008
(<http://www.blakes.com/pdf/CAN%20oil%20and%20gas.pdf>).
10. Current Trends in Canadian Mergers and Acquisitions. Blake's Bulletin Mergers & Acquisitions. March 2011
(http://www.blakes.com/english/legal_updates/mergers_aquisitions/mar_2011/Trends.pdf).
11. *Dupuis F., Durocher B., Maurice Y.* The Impact of Financial Crisis in Canada. Desjardins Economic Studies. 14.10.2008.
12. *Langton J.* Mega Deals, Pension Funds Lift Canadian M&A Activity. Investment Executive. 11.08.2011
(<http://www.investmentexecutive.com/-/news-59209>).
13. Marketing Feature: The M&A Recovery: What is Driving It? // Financial Post. 25.03.2011
(<http://www.financialpost.com/executive/best-managed/private-business/Marketing+Feature+Recovery+What+driving/4502617/story.html>).
14. *Mehrbani M.* M&A In Canada // Financier Worldwide. August 2009
(<http://www.financierworldwide.com/article.php?id=4475&page=1>).
15. PwC Deals Annual 2010 & 2011 Forecast: A Perfect Storm
(<http://www.pwc.com/ca/en/deals/publications/canadian-quarterly-2011-01-en.pdf>).
16. *Robinson S.* The Mergers & Acquisitions Review. Fourth Edition. Law Business Research Ltd. London, 2010. 520 p.
17. *Ross E.* Canadian M&A Activity Expected to Rise, Blakes Study Finds // Pipeline News. 13.04.2011
(http://www.pipelinenewsnorth.ca/article/20110413/PIPELINE0119/304139991/-1/PIPELINE/canadian-ma-activity-expected-to-rise-blakes-study-finds?sms_ss=twitter&at_xt=4dac367270f312b6,0).