



o₂ consulting

Поднимайтесь выше всех
Мы будем рядом

Государство как невидимая сторона сделки: как промышленная политика меняет рынок M&A в Европе

Автор: Ольга Сорокина
Управляющий партнер O2-STREAM

Европейская экономика за последние несколько лет заметно изменила отношение к государственному вмешательству. Еще недавно конкурентоспособность европейской модели связывали прежде всего с единым рынком, свободным движением капитала, конкуренцией и технологической нейтральностью регулирования. Сегодня государство все чаще выступает не только регулятором, но и фактически одним из архитекторов инвестиционного рынка, определяя, какие отрасли должны получить капитал быстрее, дешевле и в большем объеме. Причины этого перехода вполне понятны. Энергетический кризис, необходимость технологической независимости, конкуренция с США и Китаем, перестройка цепочек поставок и задачи декарбонизации требуют инвестиций такого масштаба, который рынок далеко не всегда готов обеспечить самостоятельно. Отсюда появляются субсидии, государственные гарантии, льготное финансирование, специальные инвестиционные режимы и все более активное участие государства в крупных инфраструктурных и технологических проектах

Проблема начинается не там, где государство инвестирует. Проблема начинается тогда, когда государственное участие становится настолько значительным, что меняет относительную стоимость капитала для всей остальной экономики.

«Рост доли участия государства и вытеснение частных инвесторов может увеличивать стоимость капитала и усиливать давление на компании, не относящиеся к приоритетам доктринальной политики. Любой экономист знает: каждый дополнительный евро, направленный в одну отрасль, невозможно одновременно инвестировать в другую».

Для рынка M&A это имеет последствия, которые пока обсуждаются значительно реже, чем объемы государственных субсидий.

Капитал перестает быть нейтральным

В классической инвестиционной модели капитал должен стремиться туда, где существует оптимальное соотношение риска и доходности. В современной промышленной политике к этим двум параметрам добавляется третий - соответствие бизнеса стратегическим приоритетам государства.

Компания, работающая в области полупроводников, энергетического перехода, критической инфраструктуры или отдельных технологических направлений, может получить доступ к грантам, гарантиям, льготному финансированию и другим инструментам государственной поддержки. Компания с сопоставимым финансовым профилем, находящаяся за пределами этих приоритетов, привлекает капитал исключительно на рыночных условиях.

В результате постепенно возникает две стоимости капитала: для бизнеса, соответствующего государственной промышленной политике, и для всех остальных.

Для инвестора это меняет саму методологию оценки актива. Государственная поддержка становится фактором valuation практически наравне с прогнозируемым денежным потоком, рыночной долей или технологическим преимуществом. При этом появляется и обратный риск: стоимость бизнеса начинает зависеть не только от его эффективности, но и от устойчивости конкретного политического приоритета.

Государство становится невидимой стороной M&A-сделки

По нашему опыту, это особенно заметно в трансграничных сделках.

Еще 10-15 лет назад международный инвестор, анализируя приобретение европейской компании, концентрировался прежде всего на корпоративных рисках, налогах, антимонопольных ограничениях, финансировании и коммерческих условиях проекта. Сегодня этот перечень существенно длиннее.

Foreign direct investment screening, правила о государственных субсидиях, ограничения в отношении стратегических активов, санкционное регулирование, требования к происхождению капитала, контроль инвестиций в технологии и критическую инфраструктуру превращают государство фактически в еще одного участника сделки - даже если оно формально не является ни продавцом, ни покупателем.

Поэтому вопрос ‘может ли инвестор купить этот актив?’ все чаще оказывается не менее важным, чем вопрос ‘сколько этот актив стоит?’.

Это фундаментальный сдвиг для рынка корпоративного контроля.

Возникает новая премия - за регуляторную совместимость.

Еще одно следствие - **изменение самого понятия инвестиционной привлекательности.**

Раньше инвестор в первую очередь оценивал финансовые показатели, перспективы отрасли, качество менеджмента и потенциал синергии. Сегодня к ним добавляется способность бизнеса существовать внутри новой системы государственных приоритетов.

Два предприятия с одинаковой EBITDA могут иметь совершенно различную стоимость, если одно имеет доступ к государственному финансированию, локализованным цепочкам поставок и стратегическим программам ЕС, а второе зависит от юрисдикций, технологий или ресурсов, которые европейская политика стремится заместить.

Таким образом, возникает своеобразная regulatory premium - премия за соответствие бизнеса новой экономической архитектуре. Но одновременно возникает и regulatory discount для компаний, которые находятся вне нее.

Но одновременно возникает и regulatory discount для компаний, которые находятся вне нее.

И именно здесь последствия государственной промышленной политики становятся значительно шире непосредственных расходов бюджета.

Private equity тоже вынужден менять стратегию

Эти процессы неизбежно влияют и на private equity.

При дорогом заемном финансировании классическая модель приобретения бизнеса с высоким leverage становится сложнее. Одновременно государственные программы делают отдельные отрасли чрезвычайно привлекательными для капитала.

В результате фонды все чаще должны анализировать не только потенциальную операционную трансформацию компании, но и ее место в промышленной политике государства: возможность получения субсидий, участие в государственных программах, требования локализации, регуляторные ограничения при последующей продаже и даже потенциальный круг покупателей на выходе.

Это означает, что regulatory due diligence постепенно становится частью комплексного due diligence.

Для крупных сделок недостаточно определить, является ли структура юридически допустимой сегодня. Необходимо понимать, насколько она будет устойчива через пять-семь лет - в момент потенциального exit.

Самый большой риск - не государственные инвестиции сами по себе.

Было бы слишком просто сделать из этого вывод, что государственная поддержка экономики плоха сама по себе. В ряде отраслей без нее действительно невозможно создать инфраструктуру или осуществить технологический переход необходимого масштаба.

Вопрос скорее в пропорции.

Чем больше государство определяет направления движения капитала, тем больше инвестиционные решения начинают зависеть не только от экономической эффективности, но и от доктринальных приоритетов.

Во-первых, капитал концентрируется в политически привлекательных секторах, что потенциально способно приводить к переоценке отдельных активов.

Во-вторых, предприятия традиционной экономики вынуждены конкурировать за финансирование в менее благоприятных условиях, несмотря на то что именно они продолжают формировать значительную часть занятости, налоговой базы и потребительского рынка.

В-третьих, возникает зависимость бизнеса от стабильности государственной политики. Инвестиция, экономика которой строится на субсидии, налоговой льготе или специальном режиме, неизбежно содержит политический риск, даже если инвестор первоначально воспринимает государственную поддержку как способ этот риск уменьшить.

Наконец, чрезмерное участие государства способно изменить саму предпринимательскую мотивацию: бизнес начинает конкурировать не только за клиента, но и за право оказаться внутри очередного государственного приоритета.

Новая задача инвестора - оценивать не только бизнес, но и архитектуру вокруг него.

Поэтому сегодня при структурировании международных инвестиций и M&A-сделок становится все сложнее отделить юридический анализ от экономического и геополитического.

Инвестору необходимо понимать не только, какой актив он приобретает, но и в какой системе регулирования этот актив будет существовать через несколько лет ;кто потенциально сможет его купить; какие ограничения могут возникнуть для финансирования

;сохранится ли доступ к государственным программам после изменения структуры владения; где должны находиться интеллектуальная собственность, управление и ключевые функции; насколько структура будет соответствовать требованиям investment screening и международного комплаенса.

Фактически речь идет уже не просто о структурировании отдельной сделки. Речь идет о проектировании устойчивой инвестиционной архитектуры.

И, возможно, именно здесь находится один из главных вызовов для европейской экономической модели. Государство объективно вынуждено играть более активную роль в экономике, чем двадцать лет назад. Но существует тонкая граница между государством, которое создает условия для направления частного капитала в новые отрасли, и государством, которое начинает заменять собой механизм его распределения.

Для Европы, традиционно строившей свое преимущество на сочетании развитого регулирования, конкуренции и частной инициативы, способность сохранить эту границу может оказаться не менее важной, чем объем средств, который будет направлен на очередную стратегическую программу.



Ольга Сорокина
Управляющей партнёр
O2-STREAM

Написать нам:
info@o2consult.com

У вас остались вопросы или возникли новые?
Обратитесь к нам за консультацией, мы поможем
найти решение в вашей ситуации.

НАШИ КОНТАКТЫ

Пресненская набережная, 12, Башня Федерация
Запад, 43 этаж, 123112, Москва, Россия

o2consult.com

Telegram-канал: @O2ConsultingTeam

info@o2consult.com