

## РИНОК ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

*В статті розглянуті та узагальнені такі форми проведення інтеграції підприємств, як злиття та поглинання, проаналізовано тенденції ринку злиттів та поглинань, а також визначено особливості їх проведення для вітчизняних підприємств.*

*The article is devoted to the researching and estimation of the forms of enterprise integration such as Merger and Acquisition (M&A). Also the tendencies of M&A market are analyzed, and particularities of their realization for national companies are noticed.*

*Ключові слова: злиття, поглинання, реорганізація, синергія, викуп борговими зобов'язаннями.*

*Keywords: merger, acquisition, reorganization, synergy, leveraged buyout.*

В умовах глобалізації світового господарства одним із найважливіших факторів, що визначають конкурентоспроможність будь-якої країни є ефективне функціонування її бізнес-середовища. Для постійного розвитку та завоювання лідерських позицій в умовах жорсткої конкуренції країні необхідні ефективні власники, здатні вивести компанії на вищий рівень і постійно їх вдосконалювати. Процеси злиттів та поглинань є одним із механізмів перерозподілу власності, і тому безпосередньо впливають на те, як буде функціонувати економіка далі. Саме тому дослідження процесів злиттів та поглинань, а також визначення тенденцій розвитку даного ринку є дуже актуальним.

Проблемам злиття та поглинання присвячено дослідження таких зарубіжних авторів, як Рід Стенлі Фостер, Штефан Дертниг, Марк Л.Сіроуер, Дж.Стіглер та ін., на теренах СНД цим проблемам присвячено роботи таких авторів, як А.Молотников, В.Гейця, Р.Гулідова, А.Полуектова та ін.

Незважаючи на значну кількість наукових праць, існує необхідність подальшого дослідження процесів злиття та поглинань, а також визначення особливостей та тенденцій їх здійснення на вітчизняних теренах, оскільки специфіка проведення цих процесів в українських умовах значно відрізняється від зарубіжної практики і потребує окремого дослідження можливостей використання досвіду розвинутих країн, що є надзвичайно актуальним в сучасних умовах активного доручення країн до глобалізаційних процесів.

Метою статті є дослідження та аналіз таких форм інтеграції підприємств в сучасних умовах, як злиття та поглинання, визначити тенденції та оцінити динаміку ринку злиттів та поглинань.

В сучасних умовах значного падіння економіки та обсягів внутрішніх ринків особливо гостро відчувається посилення конкурентної боротьби для вітчизняних підприємств. Якщо проаналізувати фактори конкурентоспроможності українських підприємств, такі як енергомісткість, матеріаломісткість, продуктивність праці, якість продукції, то тих, хто буде в більш-менш нормальному (і то лише для внутрішнього

ринку) становищі буде не так уже й багато. Якщо ж порівнювати ці підприємства з зарубіжними аналогами, то цей перелік скоротиться взагалі до одиниць. Причому ця конкурентоспроможність є короткостроковою, а не довгостроковою, тому що для досягнення останньої відчувається постійна нестача фінансових ресурсів. Відповідно диверсифікація в умовах постійного дефіциту фінансових ресурсів вбачається недосяжною, оскільки лише посилить цей дефіцит, і може призвести до кризи і краху компанії взагалі. В результаті стратегії концентрації та спеціалізації можуть виявитись більш вигідними. Тому інтеграційні процеси стають інструментом, без якого важко динамічно розвиватись в сучасних умовах. Вони дозволяють збільшувати вартість компаній, створювати ефективні бізнес-одиниці, зменшувати витрати компаній за рахунок масштабів та нових ринків збуту, скорочувати витрати за рахунок об'єднання в одне ціле технологічного циклу, тобто отримувати унікальні конкурентні переваги, консолідуючись саме з тією компанією, яка найкраще підходить для цих цілей.

Інтеграція підприємств може мати різні форми – більш жорсткі та більш лояльні. В будь-якому випадку вони мають місце в процес реструктуризації компаній, або ж якщо розглянути більш вузько (відповідно до українського законодавства) – реорганізації.

В цілому в законодавстві окремих розвинутих країн мова йде про такі форми реорганізації юридичних осіб як злиття (дві або декілька компаній об'єднуються в одну нову – новий суб'єкт господарювання), поглинання (одна або декілька компаній приєднуються до існуючої юридичної особи), поділ (юридична особа розпадається на два або більше суб'єктів господарювання), виділення (передача частини майна заново створюваному суб'єкту господарювання без припинення діяльності компанії-донора).

Незважаючи на окремі нюанси законодавства кожної країни, є певні тенденції злиттів і поглинань, які вказують на певні характерні риси цих процесів, що дозволяють згрупувати їх в окремі напрямки. Так, виходячи зі світової практики такого роду операцій та технічних принципів, на яких вони базуються, можна виділити три основні форми, які на світовому ринку охоплюють більше 85% угод [1]:

1. Злиття (merger) – як правило синонім дружнього поглинання (інша інтерпретація – фінансова угода, в результаті якої відбувається об'єднання двох або більше корпорацій в одну, що супроводжується конвертацією акцій компаній, що зливаються, збереженням складу власників та їхніх прав).

Злиття являє собою угоду, що укладається між групами менеджменту корпорації-покупця і корпорації-цілі стосовно продажу останньої. Менеджери корпорації-цілі вступають в переговори стосовно проведення злиття лише після погодження факту переговорів у своїй ради директорів та акціонерів. Таким чином, злиття – це, перш за все, контракт між групами менеджерів двох компаній, умови якого опрацьовуються в ході переговорів, причому менеджери корпорації-цілі виступають на цих переговорах передусім як агенти акціонерів.

2. Поглинання (acquisition) – оплачена угода, в результаті якої відбувається перехід прав власності на корпорацію, який найчастіше супроводжується заміною менеджменту придбаної корпорації та зміною її фінансової та виробничої політики. В

угоді беруть участь дві сторони – корпорація-покупець та корпорація-ціль.

Можливі наступні форми поглинань – дружні (friendly acquisition) та ворожі (hostile acquisition). При дружньому поглинанні корпорація-покупець робить тендерну пропозицію менеджменту корпорації-цілі викупити 95-100% акцій. При ворожому поглинанні корпорація-покупець робить тендерну пропозицію акціонерам корпорації-цілі на викуп контрольного пакету звичайних голосуючих акцій, оминаючи менеджмент. Фактично це пропозиція придбати акції публічної компанії, яка була неприйнятною та відхиленою радою директорів даної компанії-цілі. Фактично для успішного проведення жорсткого поглинання будь-якої корпорації достатньо придбати контрольний пакет її акцій (50%+1 звичайна голосуюча акція корпорації-цілі). Під ворожим поглинанням розуміється спроба отримати контроль над фінансово-господарською діяльністю або активами компанії-цілі в умовах активного спротиву з боку керівництва або активних учасників компанії.

3. Викупи борговим фінансуванням (LBO – leveraged buyout) – угода, при якій акції чи активи компанії викупаються за рахунок позикових коштів. В результаті капітал нової компанії складається головним чином із боргу. Як наслідок за покупкою акцій компанії, що продається (як правило новою корпорацією, спеціально створеною покупцем з цією метою) одразу ж відбувається злиття цієї нової корпорації з придбаною. Таким чином, активи поглинутої корпорації можуть використовуватись покупцем-позикодавцем в якості забезпечення позики.

Аналізуючи ринок злиттів і поглинань можна відзначити, що він в 2011 р. виріс на 7% і показник міг би бути вищим, якби не зниження кредитного рейтингу США і не криза в Єврозоні. Вони привели до падіння обсягу операцій M&A на 24% порівняно з першим півріччям. Незважаючи на це 41% міжнародних компаній з високою капіталізацією планують угоди M&A в 2012р.

Згідно з даними аналітичного порталу «Злиття та поглинання в Росії» в 2011р. було відмічено 1070 завершених угод російського ринку злиттів та поглинань, що на 20% більше результатів 2010р. Вартісний обсяг ринку в 2011р. значно збільшився – до 90,3 млрд.дол. (на 64% більше 2010р.). Серед злиттів та поглинань російського ринку 110 угод складала за вартістю більше 100 млн.дол., третина прийшлася на третій квартал, 32% вартісного та 20% кількісного обсягу ринку займають угоди в сфері телекомунікацій та хімії. Зокрема, 21% вартісного та 46% кількісного обсягу ринку займають угоди у формі повного придбання (100%), 13% угод охоплюють 89% вартісного обсягу ринку; 18% вартісного та 41% кількісного обсягу ринку характеризуються круговим характером (диверсифікація). Важливо, що придбання іноземними компаніями російських складають лише 10% кількісного, проте 24% вартісного обсягу ринку.

Левову частку в приріст обсягів ринку злиттів та поглинань в 2011р. внесли внутрішні угоди російських компаній. Їх загальна сума за рік зросла на 65,4%, до 53,3 млрд.дол. проти 32,2 млрд.дол. в 2010р. Кількість внутрішньо російських угод зросла на 18,9% до 479 угод проти 403 в 2010р. Середня вартість внутрішньо російських угод

зросла в 2011р. на 38,9%, до 111 млн.дол. з 80 млн.дол. в 2010р. Кількість зарубіжних угод російських інвесторів в 2011р. незначно зросла: 60 угод проти 57 в 2010р. Однак, загальна вартість знизилась на 28%, до 14,2 млрд.дол. проти 19,7 млрд.дол. порівняно з попереднім роком. Питома вага таких угод в загальному обсязі ринку знизилась до 19% проти 32% в 2010р., а середня вартість зарубіжних угод російських інвесторів зменшилась на 31,7%, до 237 млн.дол. з 347 млн.дол. порівняно з попереднім роком.

Найбільшу частку злиттів та поглинань отримала хімічна промисловість, яка в 2011р. посіла перше місце – 29 угод на 11,9 млрд.дол. (15,7% загального обсягу ринку). Найбільшою угодою було лиття «Уралкалія» та «Сильвинита» в травні 2011р. вартістю 7,8 млрд.дол. Друге місце серед галузей російського ринку в 2011р. за вартістю угод займав паливно-енергетичний комплекс, де відбулося 38 угод на 10,3 млрд.дол. (13,6% обсягу ринку). Найбільшим із них було придбання Єнісейської промислової компанії структурами РМК за 3 млрд.дол. в червні 2011р. На третьому місці – фінансовий сектор, 43 угоди на 9,3 млрд.дол. (12,2% ринку). Найбільшим стало придбання банком ВТБ контролю в Банку Москви, на що було витрачено за деякими розрахунками 3,99 млрд.дол. Четверте місце російського ринку посів зв'язок, де відбулось 39 угод на 8,98 млрд.дол. (11,8% обсягу ринку), в тому числі найкрупніша угода – придбання VimpelComp Ltd італійською Wind Telecom за суму 6,39 млрд.дол. І, нарешті на п'ятому місці – транспорт, 45 угод на 8,38 млрд.дол. (10,9% ринку). Найкрупнішою була угода про придбання Незалежною транспортною компанією 75% акцій «Першої вантажної компанії» за 4,2 млрд.дол.

В металургійній галузі в 2011р. відбулося 12 M&A-угод на 2,9 млрд.дол. проти 25 на 3 млрд.дол. в 2010р. Якщо вартість угод знизилась незначно, всього на 5,2%, то їх кількість скоротилась більш ніж у два рази. При цьому 40% вартості угод в металургії сформовано за рахунок продажу зарубіжних підприємств «Северсталь», які обліковуються в статистиці угод іноземних інвесторів з російськими активами.

За рік в галузі відбулось 4 угоди по придбанню російськими інвесторами активів за кордоном на суму 1,166 млрд.дол. Вони були здійснені всього двома компаніями: «Мечелом» та НЛМК, який викупив 50% в СП з італійсько-швейцарською меткомпанією Duferco-Steel Invest and Finance – за 600 млн.дол. та придбав вистриб'ютора National Laminations в Індії за 8 млн.дол. Влітку 2011р. група «Мечел» взяла під контроль Донецький електрометалургійний завод, який входив раніше в групу «Естар». У вересні вона перевела на свій баланс ще одне підприємство «Естара» за кордоном – британського виробника сортового прокату Invicta Merchant Bar.

Обсяг ринку злиттів та поглинань в Україні в 2011р. оцінюється в 6 млрд.дол. порівняно з 5 млрд.дол. в 2010р. Лідером по кількості угод та за вартістю цих угод став агросектор – біля 1,3 млрд.дол. Майже така ж вартість і в сфері телекомунікацій, але вона припала лише на одну угоду по приватизації Укртелекома. Замикає трійку лідерів з показником біля 1 млрд.дол. хімія, завдяки консолідації активів з Д.Фірташем. Далі йде металургія – 0,5 млрд.дол. (придбання Метінвестом біля 50% Запоріжсталі), машинобудування – 0,3 млрд.дол. (найбільша – це придбання частки Азовмаша), і

наостанок банківський сектор – біля 0,2 млрд.дол. Однак, всі угоди, які відбувались в Україні в 2011 р. були стресовими (з мультиплікатором менше одиниці). Найбільш активними на ринку були холдинги Укрлендмармінг та Кернел, який котується на Варшавській фондовій біржі. За прогнозами експертів, агросектор ще тривалий час буде ключовим сектором на ринку злиттів та поглинань через великий потенціал росту, поки що незначний рівень консолідації, а також через заплановану лібералізацію ринку землі. Якщо в травні-червні 2012р. ринок відкриється, то понад 10 агрохолдингів змогли б залучити від 1,5 до 2 млрд.дол.

Гірничодобувні і металургійні компанії прагнуть до зростання і не хочуть відкладати реалізацію планів розвитку, так що відновлення злиттів і поглинань в 2012 р. видається цілком імовірним. Оскільки ринкові мультиплікатори нижче історичних середніх, китайські та індійські компанії продовжать активно шукати перспективні родовища по всьому світу. На думку аналітиків, в 2012 р. кількість угод M&A має збільшитися. Продовжиться консолідація в багатьох секторах галузі. Так, в новому році вже відбулася знакова угода з придбання Xtrata компанією Glencore".

У 2011 р. капітал залучався в основному для цілей ефективного рефінансування, а не здійснення агресивних придбань з великим плечем. Компанії починають 2012 р. з більш високими кредитними рейтингами, володіючи можливістю готуватися до подальшого зростання. Згідно з підготовленим Ernst&Young звітом, сукупна вартість угод, укладених в 2011 р. в міжнародній гірничодобувній та металургійній промисловості зросла на 43% і досягла 162,4 млрд дол.

Незважаючи на зростання сукупної вартості угод в 2011 р. їх загальна кількість знизилася на 10% до 1008 у порівнянні з 1123 в 2010 р., що пояснюється скороченням джерел фінансування для відносно невеликих компаній. У 2011 р. найбільші злиття і придбання відбувалися в гірничодобувній промисловості індустріально розвинених країн: США, Канади та Австралії, причому найбільша консолідація спостерігалася в області видобутку вугілля і золота. Консолідація активів на внутрішньому ринку, мабуть, продовжиться і в 2012 р. [8]

Також експерти зазначають, що великі міжнародні компанії зберігають вільний доступ до кредитних ресурсів на міжнародному ринку, тоді як через погіршення стану європейської економіки багато підприємств можуть зіткнутися з труднощами в галузі залучення кредитів. Наголошується, що загальний обсяг вільних коштів, накопичений компаніями, перевищує 2,3 трлн. дол. США, що можна порівняти із сукупним обсягом угод M&A в 2011 р.

Серед цілей, які перед собою ставлять компанії для злиття та поглинання, можуть бути не лише досягнення конкурентних переваг в своїй галузі, підвищення якості за рахунок оптимізації використання технологій з іншими компаніями, а також скорочення витрат за рахунок ефекту масштабу. Цілями злиття та поглинання, як це не парадоксально (адже вони повинні підвищувати конкуренцію через отримання додаткових конкурентних переваг), є також посилення монополістичних позицій компанії, тобто монополізація ринку. Так, стратегія компанії при злитті та поглинанні

може передбачати поглинання компанії-конкурента, про що свідчить також досвід першої хвилі злиттів та поглинань в США, які були спрямовані на усунення та обмеження конкурентної боротьби. Звісно ж це стосується не лише перших хвиль злиттів та поглинань, і не лише США. Так, злиття у 12 галузях переробної промисловості ФРН у 60-х роках призвели до суттєвого росту концентрації виробництва та капіталу у зазначених галузях. Можна лише уявити яким був би розмах масштабів процесів злиття та поглинання з метою монополізації в усіх країнах, якби не державне регулювання цих процесів, зокрема і антимонопольними комітетами. [5, 7]

Досить сильним аргументом на користь злиттів та поглинань для підприємств є досягнення ефекту синергії, який може бути як оперативним, так і фінансовим. Адже компанії оптимізують свої витрати, розподіляють навички та знання, які разом допомагають їм отримати більшу ефективність різних ресурсів, ніж окремо в розрізі кожної з них. Операційні синергії можуть поєднуватись з фінансовими, а тендерна пропозиція про придбання може виявитись сигналом, що акцентує увагу учасників ринкових операцій до потенційних можливостей, що дозволять реалізувати схеми координації дій компаній.

Таким чином, основними цілями для проведення злиття чи поглинання є наступні:

- прагнення до синергії та скорочення витрат;
- придбання нових навиків, високих технологій, налагоджених виробничих та організаційних процесів;
- доступ до нових ринків, продуктів, патентів, каналів розподілу, що дозволяють більш ефективно використовувати наявні у компанії ресурси і навички, або більш успішно реалізовувати поставлені цілі;
- фінансова стабілізація та податкова оптимізація (коли придбання компанії зі збитками допоможе зменшити прибутки до оподаткування);
- зміни в темпах економічного розвитку (яскравий приклад остання криза, яка призвела до значного скорочення економічної активності і пошуку підприємствами нових ринків збуту через інтеграцію із зарубіжними компаніями);
- фінансові вигоди (зростання ринкової вартості компанії, отримання контрольного пакету акцій та ін.);
- реалізація захисту власної компанії – диверсифікація галузевих ризиків та зменшення ймовірності бути поглинутим іншою компанією. [6, 2].

Зважаючи на світові процеси злиттів та поглинань, а також поглянувши на такі ж процеси в нашій країні можна упевнено говорити про те, що наш ринок і в цьому аспекті відзначився. Більшість угод відповідають вищезазначеним причинам, проте, з урахуванням власних особливостей. Для вітчизняного ринку злиттів та поглинань характерні наступні особливості:

- превалювання спекулятивних мотивів угод злиття та поглинання;
- висока частка недружніх поглинань;
- нерозвиненість фондового ринку;
- корумпованість органів державної влади та їх велика роль у результатах угоди;

- висока частка серед акціонерів інсайдерів;
- використання офшорних механізмів в угодах злиття та поглинання;
- недосконале законодавче забезпечення прав інвесторів та ін.

Досить різноманітними можуть бути загальні наслідки злиттів та поглинань. В одних випадках процеси господарської інтеграції можуть відкрити шлях до ефективної реорганізації всієї діяльності поглинутої компанії, а в інших – сприяти виникненню громіздких та крихких конгломератів, у яких виникають постійні проблеми з управлінням та недостатньою ефективністю. Рух компаній до встановлення в результаті злиття чи поглинання оптимальних операційних та фінансових характеристик розвитку компанії може опосередковуватись «нападами» рейдерів, які переслідують при цьому суто спекулятивні цілі.[3] Отже, можуть виникати позитивні і негативні аспекти впливу процесів злиття і поглинань на вітчизняну економіку. З одного боку, вітчизняні компанії отримують можливість інтеграції з іноземними гравцями з метою експансії на нові ринки і подальшого розвитку. Реалізуються великі інвестиційні проекти, які залучають в країну нові технології та прогресивні розробки, що підвищує ефективність бізнесу та його конкурентоспроможність. Важливу роль відіграє і те, що прямі іноземні інвестиції мають пріоритетний характер залучення фінансових, технологічних та інших ресурсів. Внаслідок збільшення активності та масштабів діяльності компаній зростає і сума податкових надходжень в країні. З іншого боку, злиття і поглинання можуть призвести до послаблення конкуренції на ринку, подальшої реструктуризації компанії-цілі заради отримання короткострокового прибутку, а не синергетичного ефекту та інші.

Згідно досліджень World Investment Prospect Survey (UNCTAD) лідерами майбутнього пожвавлення в сфері прямих іноземних інвестицій стануть США, а також країни БРІК (Бразилія, Росія, Індія та Китай). Прямі іноземні інвестиції будуть скоріше за все спрямовуватись в галузі, менш чутливі до циклів ділової активності та функціонують зі стабільним попитом (агропромисловий комплекс, сфера послуг). Також в пріоритеті будуть галузі з тривалою перспективою зростання (такі як фармацевтична промисловість). Очікується, що після кризи виведення коштів із нестабільних сфер спричинить нову хвилю злиттів та поглинань. З метою підвищення конкурентоспроможності вітчизняні підприємства повинні активно використовувати інструментарій розвитку бізнесу, який вже давно довів свою ефективність в розвинених країнах. Зважаючи на обсяги ринку злиттів та поглинань в країнах США та Європи, можна говорити, що український ринок лише на початковому етапі розвитку цих процесів. Основними лідерами в цьому напрямі є підприємства металургії та сільськогосподарства, які намагаються таким чином втриматись на плаву, оскільки є в основному експортоорієнтованими і найбільш чутливими до світових коливань. Для того, щоб забезпечувати конкурентоспроможність не лише всередині країни, але й на світових ринках, компанії повинні включатись в процес глобалізації, зокрема, думати про злиття та поглинання з метою формування конкурентних переваг, здатних забезпечити конкурентоспроможність своїх товарів на світовому рівні. За умови

відсутності економічного зростання та обмеження фінансових ресурсів, найбільш оптимальними для українських підприємств з цією метою видаються процеси інтеграції у формі злиттів та поглинань.

### Література

1. Stanley Foster Reed, Alexandra Reed Lajoux The art of M&A. Merger/Acquisition buyout guide. McGraw-Hill, 1999.
2. Сайт міжнародної консалтингової компанії McKinsey – електронний ресурс-  
<http://www.mckinsey.com/russianquarterly/topics/index.aspx?tid=23&nord=6&ns=0>
3. Mark L.Sirower, The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game – New York: The Free Press, 2000
4. Аналитический портал «Слияния и поглощения в России» - електронний ресурс – [www.mergers.ru/rossijskij-rynok-ma-itogi-2011-ugmkinfo-93407](http://www.mergers.ru/rossijskij-rynok-ma-itogi-2011-ugmkinfo-93407)
5. Гулидов Р.В. Слияния и поглощения: для чего они происходят и что они могут означать для обачного инвестора // Враждебные поглощения в Украине. – 2008. – №4(7). – С. 56–60.
6. Полуэктов А. А. Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения / Полуэктов А.А. – М.: МАКС Пресс, 2004 – 87 с.
7. Інформаційний портал про інвестиції та фінанси – електронний ресурс - [www.investfunds.ua/news/rynok-sliyaniy-i-pogloshenij-v-ukraine](http://www.investfunds.ua/news/rynok-sliyaniy-i-pogloshenij-v-ukraine)
8. Інформаційний портал РБК Україна – електронний ресурс - <http://www.rbc.ua/ukr/finance/show/gornodobyvayushchie-kompanii-vozvvrashchayutsya-na-rynok-m-a---emst-young-10022012163800>