

*П. Б. Чурило,  
Київський національний торговельно-економічний  
університет*

## ПОКРАЩЕННЯ НОРМАТИВНО-ПРАВОВОГО ТА ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДОЛОГІЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ В УКРАЇНІ

*Досліджено: поняття рейдерства в Україні, механізм регулювання процесів злиття-поглинання.*

*Визначено: поняття злиття та поглинання, тенденції та проблеми процесів в Україні.*

*Проаналізовано: середовище здійснення транскордонного злиття-поглинання в Україні, заходи захисту від рейдерських атак.*

*Ключові слова: поглинання, злиття, глобалізація, рейдерство.*

### ПРОБЛЕМАТИКА ДОСЛІДЖЕННЯ

Протягом останніх двадцяти років ХХ — початку ХХІ століття чітко виокремилась одна із основних закономірностей світогосподарського розвитку — збільшення обсягів та темпів зростання міжнародних інвестицій над обсягами міжнародної торгівлі. Це зумовлено інтенсивним розвитком інформаційно-комунікаційних технологій, диверсифікацією світових фінансових ринків, розвитком інтеграційних угруповань, транснаціоналізацією виробництва та загостренням глобальної конкуренції. Стратегічним фактором успіху компаній на світових ринках та нарощення міжнародної конкурентоспроможності є зростання їх ринкової вартості, що здійснюється через фінансування як за рахунок власних і позичкових засобів, так і зовнішнім-злиттям чи поглинанням з іншою компанією. Транснаціональні корпорації розробляють стратегії реструктуризації бізнесу, посилюючи свої ринкові позиції, отримуючи глобальні конкурентні переваги. Невипадково процеси злиття і поглинання (ЗіП), як інвестиції в акціонерний капітал, є найбільш поширеною формою прямих іноземних інвестицій.

Проблема формування стратегій розширення бізнесу стає сьогодні ключовою, оскільки практика свідчить про те, що небагато національних компаній можуть вести конкурентну боротьбу зі світовими лідерами, які теж можуть виявитись ціллю для консолідації транснаціональних компаній.

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Серед наукових праць, в яких досліджуються теоретичні основи процесів злиття та поглинання, їх сучасні форми, міжнародне конкурентне середовище, аналіз умов та мотиваційних факторів консолідації компаній, а також планування та організація процесів злиття, необхідно виділити дослідження таких зарубіжних вчених, як: М. Бішоп, П. Гохана, Ф. Крюгера, А. Лажу, М. Марсале, Р. Нельсона, Дж. Стиглера, Р. Стилмана, М. Трема, С. Ріда, М. Хебека та багатьох інших. У наукових роботах Ф. Вестона, Р. Бейлі, С. Маєрса, П. Стейнера, А. Бекенштейна, К. Чанга, Р. Меліхера, Дж. Ледортера, Л. де Антоніо та інших хвилі злиття та поглинання розглядаються як наслідок активності фондових ринків та ринків корпоративного контролю. Основні мотиваційні концепції реструктури-

зації бізнесу через злиття та поглинання представлені у роботах М. Бредлі, А. Десаї, Е. Кіма, М. Дженсена, І. Мекнінга, Г. Дональдсона, Р. Ролла, Е. Берковича, П. Есквита, Н. Варайя, Р. Морка, А. Шляйфера та багатьох інших. Найбільш значимі дослідження процесів корпоративної консолідації та рекомендації щодо здійснення глобального зростання були зроблені вченими Г. Дінзом, Ф. Крюгером, С. Зайзелем.

### РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

У широкому розумінні злиття і поглинання (з англ. Merger & Acquisition (M&A)) — це процес, результатом якого є формальний чи неформальний перехід контролю над компанією (компаніями) від однієї особи (групи осіб) до іншої особи (групи осіб). У вузькому розумінні злиття і поглинання — це процес реорганізації, внаслідок якого до нової компанії переходять всі права та обов'язки однієї чи більше компаній, діяльність котрих у результаті припиняється.

Теорія поділяє злиття і поглинання на три види: горизонтальні, вертикальні та конгломеративні. Злиття двох конкурентів вважається горизонтальним злиттям і поглинанням. Вертикальне злиття і поглинання — об'єднання юридичних осіб, між якими існують чи можуть існувати правовідносини продавця і покупця. Під конгломеративним злиттям розуміється об'єднання компаній, які не є ні конкурентами, ні партнерами (покупцями, продавцями).

Поглинання є дружнім, коли пропозиція про придбання підтримується керівництвом компанії, що поглинається, а злиття відбувається на підставі спільного волевиявлення та вигоди від об'єднання. У разі, якщо керівництво компанії, що поглинається, не підтримує пропозицію про об'єднання, виступає проти нього, а поглинання все одно відбувається, такий випадок належить до недружніх (ворожих) поглинань (hostile takeover).

Не можна сказати, що для українського ділового співтовариства, а також з точки зору правового регулювання як процес придбання контролю над компанією, так і процес реорганізації компанії є новими. Весь період існування української держави ознаменований цілою низкою подій, які за своєю правовою суттю належать саме до процесів злиття і поглинання — дружніх, недружніх, конгломеративних, горизонтальних, вертикальних. Найяскравішими прикладами злиття і поглинання слугують історії формування відомих фінансово-промислових груп: СКМ, ПРИВАТ тощо. Останній час ознаменований активізацією процесів злиття і поглинання на банківському ринку, на ринку страхових послуг та на ринку нерухомості.

Під контролем над діяльністю господарюючого суб'єкта, як правило, розуміють вирішальний вплив одного або кількох пов'язаних юридичних та/або фізичних осіб на господарську діяльність компанії. Вважається, що вирішальний вплив однієї особи на іншу виникає у випадках, коли одна особа стосовно іншої особи — суб'єкта господарської діяльності — прямо чи опосередковано: 1) володіє або управляє (користується) всіма активами чи їх

значною частиною, зокрема, володіє чи управляє (користується) часткою (паєм, акціями) у статутному капіталі у розмірі більш ніж 50%; 2) і/або має більш ніж 50% голосів у вищих органах управління; 3) і/або має повноваження призначати керівника, заступника керівника чи більш ніж 50% членів наглядової ради чи виконавчого, контрольного органу; 4) і/або має право отримувати щонайменше 50% прибутку, який лишається у розпорядженні суб'єкта господарської діяльності.

У найпоширенішому значенні під злиттям і поглинанням (mergers/acquisitions) розуміють один із додаткових способів укрупнення бізнесу, розширення діяльності та сфер впливу на окремому ринку. Проте, для них характерні численні ризики та негативні ефекти. Злиття чи поглинання як угоди придбання одних компаній іншими в різні часи, незалежно від країни, привертало до себе значну увагу, породжувало тривалі дискусії у фінансових колах. Загалом здійснювались вони у переважній більшості між відомими компаніями, які до того ж могли бути конкурентами. Залежно від мети злиття чи поглинання компанією-ініціатором такі альянси з конкурентами мають дружній або ворожий характер.

Зауважимо, що до 80-х років ХХ ст. практично всі укладені угоди про злиття компаній мали дружній характер і відзначають взаємною зацікавленістю учасників. Починаючи з 80—90-х років характер угод про злиття та поглинання поступово змінюється: виникає тенденція ворожих поглинань та укладення угод з чітким стратегічним розрахунком отримати синергетичний ефект від нового бізнес-альянсу.

Нами поділяється точку зору О.Красикової<sup>1</sup>, що знехачка й парадоксально вибрана модель ринкового реформування ввела процес первісного нагромадження капіталу в Україні в русло класичних канонів: вона передбачливо розвинула фінансову систему, аби та стала потужним і вельми ефективним інститутом формування грошового капіталу; вона прирєкла на "безхозне" існування реальний сектор економіки, який став унаслідок цього легкою здобиччю фінансових "акул"; вона здійснила політику грошових рестрикцій, яка фактично знекровила реальний сектор та перетворила більшість населення в клас бідних.

Аналіз існування тенденції злиття та поглинання як варіанта розвитку компаній, зроблений зарубіжними вченими, показав, що способи їх здійснення ускладнювались з кожним етапом розвитку світової економіки.

Глобалізація фінансових ринків і нові стандарти інформаційної прозорості компаній призвели до виникнення нового виду учасників ринку — рейдерів. Англійське слово "рейдер" (raider), "рейдерські атаки" на акціонерні товариства з метою їх ворожого поглинання звучать у теле- та радіо-ефірах, на шпальтах економічної преси та в

Інтернеті публікуються аналітичні звіти щодо чергового захоплення чужої власності. За різними оцінками фахівців, лише за 2005—2006 рр. в Україні зафіксовано понад 2500 рейдерських атак. На Заході під терміном "рейдерство" розуміють активну купівлю акцій на біржі. На пострадянському просторі це слово має інше значення — агресивне поглинання підприємств, а точніше захоплення. Їх метою є агресивна купівля недооцінених компаній для короткострокового підвищення їх ринкової вартості та подальшого перепродажу. При цьому, як правило, компанія дробиться на окремі підрозділи та розпродається частинами. Саме рейдери в основному застосовували викуп компанії з використанням боргового фінансування (фінансового важеля), що є технологією фінансового інжинірингу — нового виду фінансової діяльності.

З одного боку, вони виконують санітарну роль, змушуючи компанії підвищувати свою ефективність і конкурентоспроможність; з іншого — конфлікт короткострокових та довгострокових цілей бізнесу призводить до протилежного ефекту: компаніям доводиться турбуватися, перш за все, про підвищення курсу своїх акцій, підвищення поточних прибутків. Значна частина операцій відбувається за участю іноземного капіталу і припадає на банківський сектор, а в промисловості до останнього часу процвітало так зване "сіре" та "чорне рейдерство", що мало відвертий кримінальний характер. Ситуація ускладнюється тим, що значна кількість підприємств, незважаючи на ефективну діяльність, не готова брати участь у названих процесах і є потенційними "жертвами". У цих корпораціях відсутні механізми корпоративного контролю власності.

Тема рейдерства в Росії вже вивчена і представлена як в публіцистиці, так і в професійних дослідженнях. В Україні до останнього часу подібних досліджень не було, були лише заяви окремих політиків, державних чиновників, ЗМІ щодо проблеми рейдерства. Центр дослідження корпоративних відносин з листопада по грудень місяць 2006 р. провів одне з перших досліджень з проблем рейдерства в Україні. Так, після експертного опитування вдалося сформувати рейтинг рейдерів. До найпотужніших рейдерів в Україні можна віднести наступні фінансово-промислові групи: "Приват" (100%); "Фінанси і Кредит" (54,6%); Консорціум Альфа-Груп (45,5%); Систем Кепітал Менеджмент (СКМ) (36,4%); Укрсіббанк (27,3%); Індустріальний Союз Донбасу (27,3%); Укрпідшипник (27,3%); ТАС (18,2%); Славутич (18,2%); Інтерпайп (18,2%); АВК (9,1%); АРС (9,1%); Запоріжсталь (9,1%); Укрпромінвест (9,1%)<sup>2</sup>.

Способи захоплення можуть бути різними, але найбільшого розповсюдження набула так звана "російська схема", відповідно до якої рейдери купують мінімальну кількість акцій підприємства-жертви, проводять збори акціо-

нерів, на які власників контрольного пакету акцій не те що не запрошують, а й навіть не пускають. На цих зборах призначається нове керівництво. Узаконюють дії зловмисників ухвали, винесені у провінційних судах. Потім нові власники приходять на підприємство, ставлять свою охорону, яка не пускає старих власників на об'єкт. І поки ті шукають справедливості в судах, зловмисники встигають вивести з підприємства всі кошти та розпродати активи.

Існують також інші способи захоплення. В акціонерних товариствах у рейдерській атаці може бути задіяний найнятий новим власником менеджер. Користується популярністю й такий сценарій, як доведення підприємства до банкрутства. Способів це зробити багато, все залежить від профілю діяльності компанії-жертви. Наприклад, рейдери можуть придбати у кредиторів підприємства всі його борги та виставити рахунки, з якими жертви не зможуть розрахуватись. Це автоматично потягне за собою позов до суду та визнання підприємства банкрутом, розпочнеться процес санації. За певну суму рейдери можуть підкупити призначених судом ліквідаторів і взяти контроль над підприємством.

На Заході ж рейдери, як правило, сприяють економічному розвитку. Вони відсторонюють від управління бізнесом неефективний менеджмент, перешкоджають зловживанням з боку крупних акціонерів, реструктуризують неефективно працюючі підприємства. В результаті власники атакованої компанії навіть виграють від вдалої рейдерської операції, оскільки вартість їх акцій (разом з вартістю акцій, які були куплені рейдером) підвищується. По суті, інститут рейдерства став одним із найважливіших інструментів захисту інтересів міноритарних акціонерів. Об'єднавши розпорошені між тисячами міноритаріїв голоси, рейдери заставляють топ-менеджмент і власників крупних пакетів акцій рахуватись з ними. В даному випадку розвитку інституту рейдерства сприяє розвиток та вдосконаленню корпоративного управління. Ідеальною для захоплення є компанія з непрозорою структурою менеджменту, неефективним корпоративним управлінням, що працює на перспективному ринку. Старі борги, "чорна" зарплата, витік фінансів через постачання або збут — все це є слабким місцем об'єкта захоплення.

Вітчизняні компанії, перетворюючись на об'єкти агресивного поглинання, відчули всі негативні наслідки цього важкого процесу. Вітчизняні методи поглинання компаній значно відрізняються від західних, насамперед, тим, що переважну більшість українських корпорацій було створено у процесі приватизації, акціонерний капітал був "розпорошений" серед працівників. Такий тип власності (модель "робітничої власності", або інсайдерська модель) ніде не набув такого поширення, окрім Росії та України. Неготовність керівників таких корпорацій працювати в умовах ринкової економіки, а також специфіка чинного законодавства та відносна слабкість фондового ринку України визначили появу жорстких схем "перерозподілу власності" в країні. Головною метою такого погли-

<sup>1</sup> Красикова Е. Рыночная трансформация российской экономики как процесс первоначального накопления капитала // Вопросы экономики. — 2001. — №2. — С.150.

<sup>2</sup> За матеріалом сайту "Центр дослідження корпоративних відносин": <http://vubory.org/articles/384.html>.

<sup>3</sup> Пасхавер О. Перспективи приватного підприємництва в Україні: приватизація і зростання нового капіталу // Економіка України. — 2000. — №4. — С.35.

нання є отримання контролю над майном "чужої" компанії за суму, що є набагато вищою за його реальну вартість. Виграти на недружнє поглинання зазвичай складають близько 35—40% ринкової вартості акцій захопленої компанії.

Як справедливо зазначає О.Пасхвер<sup>3</sup>, одним із джерел нагромадження грошового капіталу стала корупція влади. Це свідчення того, що переді національного капіталу базується на зрощуванні бізнесу "приватизаторів" з "бізнесом" державних підприємств, на привласненні доходів від використання державних активів при переказанні всіх ризиків на державу як власника. Високий рівень втручання держави в економічну сферу, пов'язаний із зловживаннями, призводить до фактичної селекції приватного капіталу. Виживає капітал, зрощений з державною бюрократією, при цьому чиниться прями протидія незалежних від держави великих приватних капіталів потоку дійсно іноземного загартованого конкурентною капіталу.

В Україні 99% злиття і поглинання є в більшості випадків недружнім, оскільки у вітчизняному законодавстві технологія цивілізованого злиття-поглинання не прописана, тобто фактично відбувається захоплення компаній. Недружнє поглинання здійснюється щодня, проте не враховуються статистикою. Громадськість дізнається лише про ті корпоративні війни, в яких у керівництва поглинених підприємств вистачає "смівлості" і засобів намагатися відстояти свої позиції в судах.

Тому на слуху — захоплення "Оболони" компанією "Сармат", молококомбінату "Придніпровський" компанією "Талактон", скандальний перехід активів "Рівнеазоту" і Північнодонецького "Азоту" підприємству "Укренергозбут", втрата державою акцій ВАТ "Росава" на користь "Амтела", "приватизація" Дніпропроцсталя компанією ВУКР.

Дослідження інвестиційної компанії Dragon Capital засвідчило, що обсяг українського ринку силових захоплень і поглинань бізнесу щорічно оцінюється на рівні 3 млрд дол. Досить часто рейдерів цікавлять не саме підприємство, а майно — земля і нерухомість. Оскільки в Києві вони мають найвищу ціну, то приваблюють зловмисників найбільше київські підприємства. У Комітеті по боротьбі з корупцією засвідчують, що 70—80% неправомірних захоплень припадає на столицю. Найбільше рейдерів цікавлять фабрики та заводи, що знаходяться у межах міста і займають значні площі.

Якщо на Заході рейдерських атак зазнають компанії, якими неефективно керують, незалежно від їх розміру і батьківщини капіталу, то в Україні від рейдерів страждають виключно представники малого і середнього бізнесу, іноземні інвестори, олігархи, тобто всі, хто не має серйозного політичного прикриття. Рейдери ж, навпаки, як правило, мають високих покровителів або самі є і замовниками, і виконавцями. Це ще раз свідчить, що українське рейдерство (зазвичай "сіре" та "чорне") є передусім корупційним переделом власності. Тісні, часто кровні зв'язки українських рейдерів, олігархів і політиків не залишають надії на діяльність різних

комісій (у тому числі державну), спрямовану на боротьбу з рейдерством.

Офіційного органу, який відслідковував би ситуацію з рейдерством, немає. За неофіційною статистикою, а саме за даними інвестиційно-консалтингової компанії VPT Group, нині в стадії корпоративних конфліктів перебуває приблизно 80% підприємств. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку, Антимонопольний комітет також не використовують своїх важелів впливу на ці процеси.

Підсумовуючи, слід зазначити, що поглинання, як і будь-який інший інструмент, може використовуватися як ефективно, так і неефективно. З одного боку, позитивною стороною дружнього злиття і поглинання є те, що воно сприяє економічному розвитку підприємств, відсторонюючи від управління бізнесом неефективний менеджмент, перешкоджає зловживанням зі сторони крупних акціонерів, реструктуризує неефективно працюючі підприємства. "Загарбники" виконують роль санітарів ринку, знищуючи слабкі підприємства. Компанії мають боятися рейдерів і постійно самовдосконалюватися, щоб не стати їх жертвами.

Недружнє поглинання (рейдерство) в Україні є негативним явищем. У період нестабільності держави політична еліта вирішує, в першу чергу, завдання утримання влади, тим самим даючи можливість рейдерам підвищувати інтенсивність своєї діяльності.

Рейдерство, як і всі інші порушення майнових прав власників і законних інтересів інвесторів, шкодить міжнародній репутації країни, тобто Україна заробляє імідж країни, де не дотримуються законів і не поважають право власності. Рейдерські конфлікти погіршують інвестиційний клімат, а саме: збільшують інвестиційні ризики для потенційних інвесторів, тим самим підірвавши дієвість інститутів державної влади та захищеність прав власності. По-суті, це ще раз підтверджує про безсилля і неспроможність держави впливати на корупцію. Проблема не в самому рейдерстві (воно завжди було і буде в будь-якій країні), а в його масштабах.

Відсутність Закону України про акціонерні товариства і недосконалість Цивільного і Господарського кодексів сприяють недружнім поглинанням. Ще однією особливістю при врегулюванні корпоративних конфліктів в Україні є те, що акціонери та менеджмент не обізнані з методами захисту від ворожих поглинань, які використовуються на зарубіжних ринках і в багатьох випадках є досить ефективними. Ці методи необхідно вивчати як у системі вищої економічної освіти, так і при підвищенні кваліфікації вищих керівників. Крім того, необхідне прийняття якісного закону про акціонерні товариства, проведення судової реформи, започаткування реальної діяльності нещодавно створеної громадської антирейдерської комісії. Керівництво заздалегідь повинне дбати про розробку стратегії захисту компанії. Для захисту компанії дуже важливо вчасно розпізнати ворога та розробити надійні системи захисту від рейдерських нападів. На рис.1 зображено механізм регулювання процесів злиття (поглинання)

підприємств антимонопольним комітетом України.

Тільки прозорість та ефективне управління компанією, дотримання законодавства про АТ і цінні папери може служити гарантією того, що в один момент її акціонерам не доведеться розлучитися зі своєю власністю за безцінь. Актуальним у цьому контексті є проведення розслідування правоохоронними органами зв'язків конкретних політиків, олігархів і рейдерів.

Тільки за виконання зазначених умов українські рейдери не зможуть залишитися загарбниками і піратами, що руйнують інститут приватної власності, перешкоджаючи інвестиціям та розвитку економіки України.

Для країн із перехідною економікою та країн, що розвиваються, здійснення транскордонного злиття і поглинання має специфічні риси. Іноземні компанії купують місцеві фірми переважно через механізм приватизації. Маючи змогу на рівні з національними претендентами брати участь у конкурсі, вони пропонують кращу ціну і більш ефективну стратегію розвитку підприємств. Зрозуміло, що таке поглинання можливе лише з погодження держави, оскільки приватизаційні процеси перебувають під жорстким контролем державних органів.

В Україні домінує такий вид транскордонного M&A, як поглинання внаслідок приватизації, що є характерним для багатьох країн із перехідною економікою та країн, що розвиваються. До найбільш важливих можна віднести продаж обласних енергогенеруючих компаній французьким і словацьким фірмам, а також низку угод у сфері переробки нафти, де російські нафтові компанії придбали нафтопереробні заводи України, практично відновивши розірвані зв'язки в межах виробничого циклу колишнього СРСР. Так, компанія Лукойл придбала контрольний пакет Одеського нафтопереробного заводу (НПЗ), Татнафта — Кременчуцького НПЗ, а ТНК — Лисичанського НПЗ. Подібне відновлення порушених виробничих мереж часів СРСР характерне і для поглинань, які російський капітал здійснює в інших галузях в Україні. Також внутрішній ринок характеризується посиленням процесу злиття українських компаній, що є дочірніми структурами транснаціональних компаній і діють на внутрішньому ринку. Як свідчить досвід розвинених країн, активне здійснення внутрішнього злиття є першим кроком на шляху до транскордонної консолідації.

Придбання іноземцями компаній в Україні характеризується кількома основними тенденціями. По-перше, відсутністю відкритого процесу поглинання, оскільки відомі міжнародні компанії здійснюють придбання українських підприємств через посередників і компанії, зареєстровані в офшорних зонах, що можна пояснити відсутністю в Україні чіткого законодавчого оформлення даного процесу та надійного механізму продажу підприємств. По-друге, значним поширенням методів отримання контрольного пакета акцій, які є захищеними в розвинених країнах світу, і передбачають порушення національного законодавства. Застосування таких методів можна пояснити віднос-

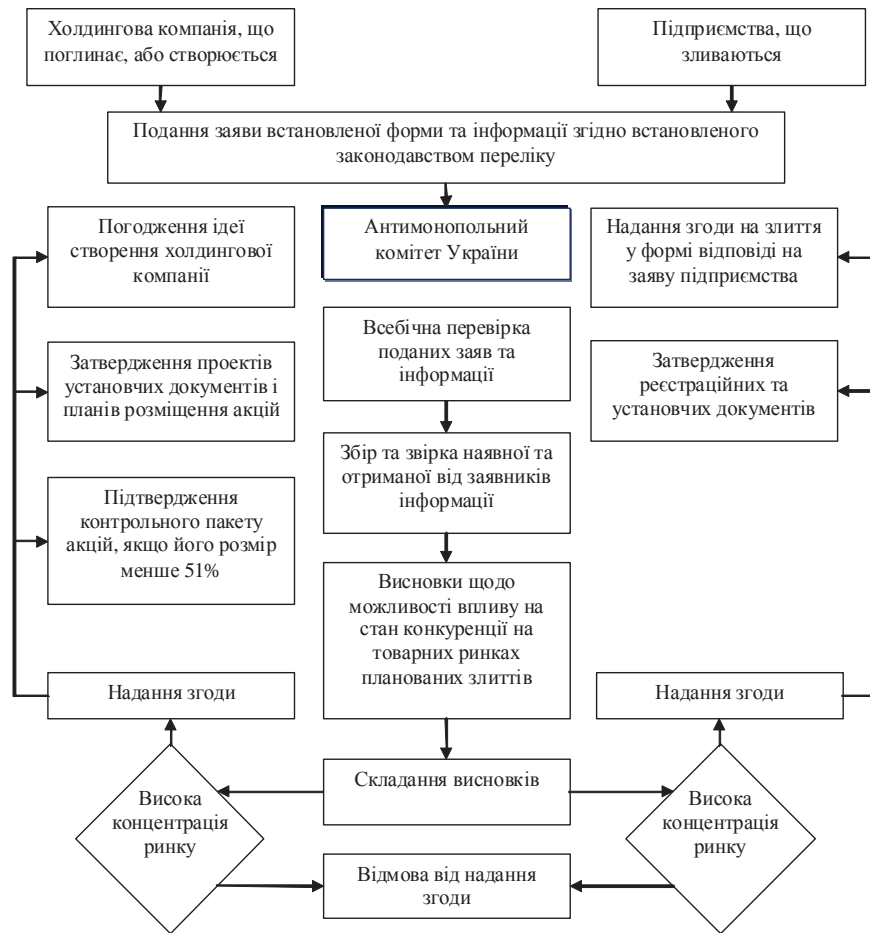


Рис. 1. Механізм регулювання процесів злиття (поглинання) підприємств антимонопольним комітетом України

ною новизною для ринку України практичною проведенню злиття і поглинання та нерозвиненістю ринку корпоративного контролю. По-третє, не всі угоди, що підпадають під категорію трансграничного M&A, включають справді іноземний капітал, оскільки в більшості угод поглинання здійснюється підприємницькою структурою, що зареєстрована в офшорній зоні та становить собою вивезений з-під оподаткування український капітал.

Окрім загальних для всієї економіки проблем, низький рівень трансграничного поглинання компаній в Україні пов'язаний зі ступенем розробленості даного питання у вітчизняному законодавстві. Як ми пересвідчилися, більшість розвинених країн створили спеціальні законодавчі акти для регулювання та контролю над злиттями і поглинаннями, де велика увага, відповідно до сучасних тенденцій глобалізації даного явища, приділяється міжнародним угодам про M&A.

Розглянемо детальніше характеристики існуючого середовища для здійснення міжнародного злиття і поглинання в Україні (рис. 2). По-перше, йому притаманна нерозвиненість фондового ринку, що відображається в низьких показниках торгівлі цінними паперами, особливо корпоративними акціями. Крім того, в Україні майже не використовується такий метод залучення коштів, як додаткові випуски акцій, оскільки власники компаній побоюються, що збільшення акціонерно-

го капіталу може призвести до поглинання підприємства. Більшість українських компаній мають форму закритого акціонерного товариства, що також робиться задля попередження переходу контролю над компанією.

По-друге, це відсутність дієвих механізмів реалізації та захисту прав акціонерів. На сучасному етапі в Україні акціонери компаній є лише номінальними власниками підприємств, оскільки масова приватизація за допомогою сертифікатів і продажу акцій підприємств на пільгових умовах трудовим колективам призвела до утворення прошарку неефективних і розрізнених власників. На сьогодні в Україні лише зароджується культура акціонерної власності, що зумовлює низку проблем для фізичних осіб, які отримали акції підприємств. Переважна кількість з них не обізнані з правами, які вони мають як власники корпоративних цінних паперів. З метою концентрації корпоративного контролю відбувається вилучення таких акціонерів із підприємств або шляхом викупу їх акцій, або за допомогою нечесних методів.

По-третє, як чинник зовнішнього середовища для здійснення M&A варто зазначити недосконалість механізмів корпоративного контролю, відсутність навичок та механізмів здійснення переходу контролю над активами підприємства, превалювання "нечесних" методів при отриманні контролю над компаніями (корпоративні війни). Крім того, досить часто серед керівництва державних підприємств спостерігаються спроби

протистояння ефективній приватизації з метою розподілу активів за мінімальною ціною між національними олігархічними групами.

По-четверте, специфіка іноземних інвесторів, які поглинають підприємства в Україні. Серед них відомі світові ТНК становлять лише невелику частку, переважно це компанії з офшорних зон, що являють собою український капітал, вивезений за кордон. Непрозорість і невизначеність реальної національності капіталу компаній-покупців призводить до відсутності конкуренції на ринку корпоративного контролю, оскільки за придбання одного підприємства можуть боротись дві споріднені підприємницькі структури. Також протягом кількох останніх років спостерігається тенденція до відновлення виробничих ланцюгів, що були розірвані після розпаду Радянського Союзу, здебільшого у формі активної експансії російського капіталу, який інтегрує у власні промислово-фінансові групи підприємства України.

Слід зауважити, що "незрілість" правового регулювання процесів злиття і поглинання, низька правова та корпоративна культура, відсутність правових механізмів забезпечення прав нових власників від зловживань як з боку попередніх власників підприємств, так і з боку менеджменту не дозволяють здійснити процеси злиття і поглинання та виходячи із передової практики за стандартами, котрі прийняті у країнах із традиційною ринковою економікою.

Експерти вказують і на інші причини невдач злиття та поглинання: неправильна оцінка поглинаючою компанією привабливості ринку чи конкурентної позиції компанії, котру поглинають; недооцінка розміру інвестицій, необхідних для здійснення операції зі злиття чи поглинання компанії; помилки, допущені в процесі реалізації угоди зі злиття. До помилок, допущених у процесі реалізації угоди, з-поміж іншого належить непроведення чи непрофесійне проведення правового аудиту (due diligence) об'єкта злиття і поглинання.

Недружній поглинання та рейдерські атаки, на жаль, в Україні вже стали індустрією. Недосконалість національного законодавства, а також корупція є найкращими умовами для рейдерів. У світовій практиці виділяють кілька різновидів рейдерських атак. Серед них — поступова скупка акцій підприємства, яке поглинається, із наступною зміною членів виконавчого органу чи обміном акцій, за якого акціонером компанії, що набувається, пропонується обміняти свої акції на акції компанії-поглиначка. Ця схема реалізується шляхом скуповування акцій на фондовому ринку (stock market acquisitions) або ж скуповування акцій на неорганізованому ринку (tender offer). Рейдерська атака може здійснюватися у формі раптового поглинання (blitzkrieg tender offer) — швидке скуповування акцій (bust-up takeover), а також може бути розтягнута у часі до концентрації у руках рейдерів пакета акцій, що вимагається.

Зазначені схеми успішно застосовуються і в національній практиці, однак кожен випадок рейдерської атаки особливий. В Україні практично кожен другий випадок придбання власності у вигляді великих чи перспективних ком-

паній має протизаконний характер, пов'язаний із піддробкою документів, підкупом державних чиновників, порушенням кримінальних справ, силовим проникненням на територію підприємств, тобто із діями, спрямованими на позбавлення власності законних власників шляхом визначеної послідовності протиправних дій.

Попри загрозову рейдерську статистику, кожна компанія може протидіяти недружнім поглинанням, проте такі заходи мають застосовуватися своєчасно, а краще заздалегідь. Вивчаючи досвід різного роду рейдерських атак, методів і прийомів, складається відчуття, що рейдери всі дії правоохоронних органів і судів урахували таким чином, що компанії можуть відвернути кінцеву мету рейду, а саме: заволодіння власністю та легітимними активами підприємства-цілі. Поза сумнівом, недосконалість чинного законодавства та корупція є основними помічниками рейдерів, однак якщо із цих чинників компанії боротися не під силу, то існують деякі методи самозахисту, котрі дають можливість не втратити власність.

Керівництво та власники компанії зазвичай весь свій час присвячують досягненню високих фінансових результатів, розвитку компанії, забуваючи про належне оформлення установчих, правовстановлюючих чи інших документів, внаслідок чого стають жертвами рейдерських атак. Іншим чинником ризику є ведення "непрозорого" бізнесу, ухилення від сплати податків, зокрема, із використанням схем мінімізації оподаткування. Ризикують стати жертвами рейдерських атак і ті підприємства, де є невирішені конфлікти між співвласниками, а також ті, де акціонерний капітал відносно рівномірно розподілений між акціонерами і відсутня особа, котра володіє контрольним пакетом акцій.

Іноді заходи, що вживають власники, аби захиститися від атаки, навпаки працюють на рейдерів. Так, часто використовується схема захисту активів через іпотеку чи заставу призводить до втрати таких активів, позаяк у схемі задіяні треті особи, які не контролюються власником (банки та їх працівники не завжди є добросовісними). Виведення активів чи концентрація корпоративних прав на компанії, зареєстровані в офшорних зонах чи на підставних осіб, також почасти спричиняють зворотний ефект.

Захистом компанії від недружніх поглинань мають займатися професіонали, а запобіжні заходи повинні професіонали не тільки у випадках появи ризику захоплення підприємства, а й завчасно.

По-перше, у керівництві компанії не повинно бути людей випадкових, ненадійних, неперевіраних, котрі можуть працювати на компанії-рейдера. Відносини із менеджментом доцільно оформлювати короткостроковими трудовими контрактами. До статуту підприємства слід ввести положення, які виключають можливість менеджменту самостійно без контролю з боку власників розпоряджатися підприємством створюваними активами чи створювати інші передумови для втрати ак-



Рис. 2. Середовище здійснення транскордонного М&А в Україні

тивів (векселя, поручительства, застави, іпотеки, кредити).

По-друге, діяльність підприємства має здійснюватися відповідно до чинного законодавства, оскільки порушення законодавства дають серйозне підґрунтя рейдерам для захоплення підприємства, наприклад, шляхом ініціювання порушення кримінальних справ стосовно керівників.

По-третє, установчі та правоустановлюючі документи підприємства повинні бути оформлені належним чином, зберігатися у важкодоступних місцях, оскільки отримання яким-небудь шляхом цих документів рейдером може спричинити зміну керівництва, власників та інші небажані наслідки.

Керівники компанії за будь-яких умов не повинні підписувати і передавати у розпорядження будь-кого пусті аркуші, бланки векселів, довіреностей, інші документи, позаяк за допомогою таких прийомів рейдер може позбавити вас власності. Підприємство вчасно має розраховуватися зі своїми боргами, не вступати у взаємини із підприємствами, що мають ознаки фіктивності.

У випадку здійснення рейдерської атаки власникам чи керівникам підприємства слід негайно звернутися до правоохоронних та інших органів; аби уникнути банкрутства — погасити борги підприємства, терміново отримати виписки від реєстратора власників акцій або охоронця цінних паперів, із Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців, із Державного реєстру прав на нерухоме майно і Державного земельного кадастру; заблокувати свої акції в реєстрі акціонерів; спробувати викупити у дрібних акціонерів акції за реальною ціною, довівши свій пакет до рівня щонайменше 75%; якщо стосовно вас або підприємства вчинені конкретні кримінальні дії або стало відомо про факти корупції і підкupu посадових осіб, які сприяють захопленню бізнесу,

треба звернутися до правоохоронних органів із заявою<sup>4</sup>.

## ВИСНОВКИ

Злиття і поглинання, котрі проводяться із дотриманням вимог законодавства, а також прав та законних інтересів усіх учасників процесу, є цивілізованими інструментами розвитку бізнесу в усьому світі. Аби Україна не випадала зі світових економічних процесів, необхідно у найкоротші строки привести законодавчу базу України у відповідність із провідними світовими аналогами. Подібні дії з боку уряду можуть стати передумовами не лише зменшення кількості рейдерських атак, а й поліпшення інвестиційного клімату в країні. Свобода підприємництва, гарантії захисту прав власності, боротьба з корупцією, підвищення спільної правової культури повинні не декларуватися, а реально забезпечуватися.

## Література:

1. Економічна енциклопедія: у 3-х т. / С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. — К.: Видавничий центр "Академія", 2000 — 2002. — Т.1. — 864 с.; — Т.2. — 848 с.; — Т.3. — 952 с.
2. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В.М. Гецця. — К.: Ін-т економ. прогнозування; Фенікс, 2003. — 1008 с.
3. Грудницькая С. Хозяйственное общество и хозяйственное объединение // Юридический вестник. — 2006. — №3. — С. 115—118.
4. Красикова Е. Рыночная трансформация российской экономики как процесс первоначального накопления капитала // Вопросы экономики. — 2001. — №2. — С. 150.
5. За матеріалом сайту "Центр дослідження корпоративних відносин": <http://vybory.org/articles/384.html>.
6. Пасхвер О. Перспективи приватного підприємництва в Україні: приватизація і зростання нового капіталу // Економіка України. — 2000. — №4. — С. 35.

Стаття надійшла до редакції 31.08.2009 р.

<sup>4</sup>Грудницькая С. Хозяйственное общество и хозяйственное объединение // Юридический вестник. — 2006. — №3. — С. 115—118.