

А. А. Свечкіна,
к. е. н., старший викладач,
Донецький державний університет управління
А. О. Коршенкова,
Донецький державний університет управління

ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВИЙ МЕХАНІЗМ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В УКРАЇНІ

У статті розглянуто та проаналізовано особливості протікання процесів злиття та поглинання в Україні, виявлено основні проблеми здійснення цих процесів та здійснено пошук шляхів їх подолання.

The article considers and analyses the feature of Mergers and Acquisitions processes in Ukraine, exposes the basic problems of realization of these processes and carries out the search of ways of their overcoming.

Ключові слова: фондовий ринок, корпорація, акціонерне товариство, акція, злиття, поглинання.

ВСТУП

В Україні тривають процеси формування та структурування ринку, а також інтеграція національної економіки в світогосподарські процеси на промислових та фінансових ринках. Це є основними чинниками зростання кількості та активізації процесів так званого "злиття та поглинання" ("Mergers & Acquisitions", "M&A" — стратегія зростання компанії шляхом об'єднання двох або більше підприємств або взяття під контроль іншої компанії шляхом придбання абсолютного або доцільно-повного права власності) [1].

Особливого масштабу та швидкості ці процеси набули протягом останніх 3—5 років, коли прискорився процес формування великого національного капіталу. Це призводить до побудови "бізнес-імперій" найбільших українських промисловців. У той же час почали стрімкіше надходити іноземні інвестиції. Особливо активність іноземних інвесторів помітно в банківській та страховій галузях, у секторі послуг та виробництва харчових продуктів.

Тема є достатньо актуальною, оскільки в Україні процеси злиття та поглинання мають невеликий досвід, але інтегрованість національної економіки в світогосподарські процеси на промислових і фінансових ринках дає можливість проводити об'єднання компаній. Особливо зараз, коли

складнощами деяких українських компаній, що мають проблеми через світову економічну кризу, скористалися ті їх конкуренти, в яких ще залишилися гроші. Відсутність доступу до кредитних ресурсів та скорочення попиту на товари та послуги змушує погоджуватися на дешеві продажі навіть ті компанії, які ще недавно вважалися лідерами ринку.

Значна роль у наукових пошуках та дослідженнях процесів злиття та поглинання належить американським дослідникам, оскільки найбільша активність таких консолідацій спостерігається на ринках США. Необхідно виділити дослідження таких зарубіжних вчених, як: М. Бішоп, П. Гохана, Ф. Крюгера, А. Лажу, М. Марсале, Р. Нельсона, Дж. Стиглера, Р. Стілмана, М. Трема, С. Ріда, М. Хебека. У наукових роботах Ф. Вестона, Р. Бейлі, С. Маерса, 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 реструктуризації 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 інших.

Серед вітчизняних вчених економістів треба відмітити роботи В. Андричука, О. Білоруса, В. Будкіна, І. Бураковського, А. Гальчинського, В. Геєця, Б. Губського, М. Дудченка, О. Єтокової, Г. Климка, А. Кредісова, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, С. Мочерного, О. Мозгового, В. Новицького, Б. Панасюка, Є. Панченка, Ю. Пахомова, А. Поручника, О. Рогача, В. Рокочої, А. Руденко, М. Рубцова, А. Румянцева, Є. Савельєва, В. Сіденка, С. Сіденко, Н. Татаренко, А. Філіпенка, О. Шниркова, І. Школи та інших.

Крім того, в останній час значна кількість уваги консолідаційним процесам приділяється у вітчизняних ділових періодичних виданнях. Проводиться чимало наукових конференцій, присвячених розгляду питань процесів злиття та поглинання в Україні, багато інтернет-видань зачіпають цю тематику.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою статті є розгляд та аналіз процесів M&A в Україні, виявлення основних особливостей та проблем протікання цих процесів у країні, пошук шляхів подолання останніх.

РЕЗУЛЬТАТИ

Визначення понять "злиття" і "поглинання" різняться у різних авторів, проте всі вони можуть бути зведені до наступного: злиття — це об'єднання різних за розмірами компаній, коли одна компанія приєднується до іншої; поглинання — вороже злиття [2].

Зараз в Україні проходить лише перший, початковий етап розвитку цих процесів, адже існують певні недоліки та проблеми стосовно цього питання, які будуть розглянуті в цій статті далі.

Хоча перші спроби здійснити злиття та поглинання в нашій країні здійснювались і раніше, саме 2005 рік можна назвати справді знаменним для розвитку ринку злиття та поглинання в Україні. Аваль, Криворіжсталь, Фарлеп, Сетаб-Нікополь, Huta Czestochowa, Leman Commodities — далеко не повний перелік тодішніх злиттів і поглинань за участю українських компаній.

У 2005 році обсяги українського ринку злиттів і поглинань, за даними аудиторської компанії Ernst & Young, сягнули \$7,7 млрд, що більше ніж в чотири рази перевищує показник попереднього року. Найбільші угоди було оголошено в металургії та гірничодобувній галузі, фінансовому секторі та телекомунікаціях (їх частки в загальному обсязі угод з придбання українських компаній становили 68, 17 і 12 % відповідно) [3, с. 12].

Найбільші українські угоди M&A наступного 2006 року — придбання УкрСиббанку французькою

Таблиця 1. Найбільші угоди злиття і поглинання в Україні, 2008 р.

Місце / Об'єкт угоди / Галузь	Сума угоди (\$млн) / Предмет угоди	Продавець	Покупець, країна
1. ВАТ «АКБ «Промінвестбанк» (фінанси)	1080,0 (75% акцій)	Незазначені фізичні та юридичні особи	ВАТ «Банк розвитку й зовнішньоекономічної діяльності (Внешэкономбанк)», Росія
2. ВАТ «Правекс-банк» (фінанси)	750,0 (100% акцій)	Члени родини мера м. Києва Леоніда Черновецького	Intesa Sanpaolo S.p.A, Бразилія
3. ЗАТ «Міні-металургійний завод «ІСТІЛ (Україна)» (металургія)	550,0* (100% акцій)	Можливо, Захур Мохаммад і Metalrussia Investment	ЗАТ «Інвестиційна компанія «МирІнвест», Україна і Stemcor UK, Ltd, Великобританія
4. ВАТ «Шахта «Комсомолец» (гірничорідна)	300,0* (100% акцій)	ВАТ «Сибірська вугільна енергетична компанія» (СУЭК)	Група «Енерго», Україна
5. ЗАТ «Сармат» (харчова)	130,0* (99,8% акцій)	System Capital Management Ltd. (Ринат Ахметов)	South African Breweries – Miller (SABMiller) plc, ПАР
6. ТОВ «Мягков –Фінанс» (харчова)	100,0* (100% часток)	Lokomir Enterprises Ltd. («Оверлайн»)	ВАТ «Синергія», Україна
7. ВАТ «Дніпропетровський втормет» (харчова)	80,0* (100% акцій)	Менеджмент	Віктор Пінчук, Україна
8. ЗАТ «Дніпропетровський пивоварний завод «Дніпро» (харчова)	60,0* (100% акцій)	Група «СКМ» (Ринат Ахметов)	Soufflet, Франція
9. ТРЦ «Аладдін» (рітейл)	60,0* (майновий комплекс)	н. д.	Meyer Bergman, Німеччина
10. SZL Financing Ltd. (майновий комплекс East Gate Logistic) (будівництво та нерухомість)	56,0 (понад 50,0% акцій)	GLD Invest Group	Akron Group, Австрія

BNP Paribas у групі Олександра Ярославського — Ернеста Галієва, а також придбання Укрсоцбанку італійською Banka Intesa.

За даними аналітичної групи M&A-Intelligence, абсолютним лідером минулого 2008 року став фінансовий сектор (табл.1). У ньому відбулося 8 угод на загальну суму 1,92 млрд дол.США Основний внесок у загальний обсяг угод у фінансовому секторі зробили дві мегаугоди на за-

галъну суму 1,83 млрд дол. США.

Металургія стала другою галуззю за сумою угод M&A — дві транзакції разом дали 590 млн дол. США Це відбулося практично завдяки одній мегаугоді вартістю 550 млн дол. США, що була завершена у квітні 2008 року, ще до початку активної стадії кризи. Інвестиційною компанією "МирІнвест" і міжнародним трейдером Stemcor UK, Ltd. було придбано 100% акцій ЗАТ

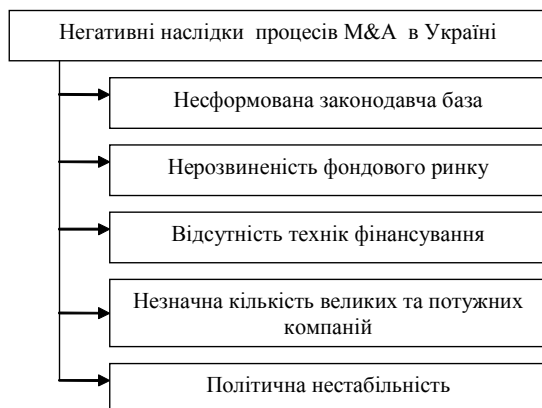


Рис. 1. Негативні наслідки злиття та поглинання в Україні

"Міні-металургійний завод "ІСТІЛ (Україна)" у Захур Мохаммада й Metalrussia Investment.

Третій лідер — традиційно один із найбільш активних на українському ринку злиття і поглинання — харчова промисловість: у ній було завершено найбільше (13) транзакцій у сумарному обсязі 575 млн дол. США. Ця галузь, що займає одну з провідних позицій в економіці України, не вирізняється тектонічними мегаугодами, але традиційно входить до трійки лідерів за кількістю угод злиття і поглинання [4].

У кінці 2008 року і на початку 2009 року в Україні намітилася тенденція злиття і поглинання в середньому та дрібному бізнесі. Нестримно зростає обсяг угод. Причин такого зростання ринку декілька. Без того недооцінені українські активи на тлі глобальної кризи знецінилися ще більше, стали привабливішими і доступними для середнього покупця. Середня сума угод зменшилась, але їх кількість значно зростає [5].

Проте, необхідно зазначити, що під час проведення трансформаційних перетворень допускається доволі багато помилок. За статистикою, у половині випадків угоди не приносять компаніям очікуваного ефекту. Більшість керівників визнають, що об'єднання активів часто призводить не до зростання їх вартості, а, навпаки, — до їх зменшення. На думку фахівців, компаніям не вдається реалізувати потенціал синергій через відсутність належного досвіду, неготовність менеджерів до управління змінами внаслідок злиття та відсутністю навичок керування великими проектами та програмами. Корпорації часто переоцінюють можливі синергії. Пояснюється це тим, що організації, які є ініціаторами злиття чи поглинання, бажають відповідати високій динаміці розвитку ринків та лідерів, а тому орієнтуються на оптимістичний сценарій. Це є типовою помилкою новачків у злиттях і поглинаннях. Часто компанії не враховують значної кількості нюансів, які можуть перетворити найбільш привабливу угоду в невдачу. Так, не завжди виправдовують себе очевидні на перший погляд переваги від об'єднання маркетингу, реклами, збуту чи закупівель. Постачальники, канали продажів, а також покупці в організації є різними, а тому передбачити їх реакцію на зміни внаслідок об'єднання систем є доволі складним питанням. Часто під час злиттів та поглинань недооцінюється культурний розвиток бізнес-одиниць. Не враховується і різниця в кваліфікації та специфіці персоналу. Помилки при інтеграції структури управління в

новій компанії призводять до додаткової бюрократизації управлінського процесу, втрати зворотного зв'язку між різними рівнями управління. Також часто забувають про поступовість інтеграційних процесів.

До того ж в Україні серед основних чинників сповільненого та нестрімкого розвитку ринку M&A варто виділити наступні [6].

Перш за все, це недостатньо сформована законодавча база та недосконале правове регулювання процесів. Існує кілька правових аспектів, які більшою або меншою мірою ускладнюють процес розвитку M&A. По-перше, нормативні акти лише фіксують можливість певних видів реорганізації (злиття, приєднання, виділення, поділ) без належного законодавчого закріплення чітких процедур реалізації зазначених перетворень. Водночас процес здійснення недружнього придбання взагалі не регульовано, тоді як світова практика, зокрема американська, вже приблизно з 70-х років минулого сторіччя закріпила відповідні процедури на належному рівні. Окрім того, у США законодавчо закріплено й процедуру здійснення тендерних пропозицій, а також відповідальність за порушення відповідних правил, що забезпечують достатній рівень захисту прав акціонерів від несподіваного та небажаного захоплення їх компанії.

Із наявністю численних прогалин в нашому законодавстві почався період, що ввійшов в історію під назвою "корпоративні війни". Їх невід'ємний елемент — ворожі поглинання [7].

Другим негативним моментом у розвитку M&A в Україні є нерозвиненість фондового ринку. Переважна більшість юридичних осіб в Україні створюється у формі товариств з обмеженою відповідальністю та закритих акціонерних товариств, оскільки, крім інших переваг, створення компанії в зазначених організаційних формах є оптимальним з точки зору захисту права власності на частки у статутному капіталі або акції та дозволяє зменшити можливість недружнього поглинання компанії. На сьогодні за умови відсутності спеціального нормативного акта, який би встановлював чіткі вимоги до здійснення недружнього придбання, відсутність такої можливості не є таким вже негативним явищем.

Наступні дві причини пояснюють той факт, чому в Україні процеси злиття та поглинання відбуваються здебільшого за участю іноземних інвесторів. По-перше, в нашій державі відсутня необхідність реалізації складних видів трансакцій. Адже зараз в Україні існує незначна кількість потужних великих компаній, які на паритетних засадах могли б злитися

або консолідуватися в класичному вигляді. Крім того, реалізація подібних комплексних процедур є економічно не вигідною, адже придбання корпоративних прав є набагато простішим способом реалізації цілей розвитку компаній без суттєвих економічних витрат та з мінімальними ускладненнями з правової точки зору.

Спорідненою до цієї є наступна проблема — відсутність технік фінансування. У випадках, коли сума угоди перевищує десятки або сотні мільйонів доларів США, логічним є питання фінансування подібних трансакцій. Відповідно зовсім небагато українських компаній мають достатній фінансовий потенціал для здійснення придбання за власні кошти. Використання боргового фінансування при здійсненні M&A-трансакцій є однією з переваг, яка вже протягом тривалого часу використовується в інших західних країнах і лише нещодавно частково знайшла відтворення на території України. Одними з найуживаніших фінансових технік є викуп з борговим фінансуванням — LBO (leveraged buyouts), MBO (management buyouts), що є різновидом LBO, а також програми участі працівників у акціонерному капіталі компанії — ESOP (employee stock ownership plan). На жаль, в Україні ці техніки застосовуються надзвичайно рідко, через неготовність ринку та відсутність відповідної законодавчої бази.

Окрім вищезазначених проблем здійснення процесів злиття та поглинання в Україні, треба зауважити на наступному. Більшість M&A-трансакцій в Україні відбуваються за рахунок придбання іноземними компаніями українських підприємств. Інвестор, який має намір зйти на відповідний український ринок, неодмінно звертає увагу на політичну ситуацію в країні, оскільки саме політична стабільність в державі є запорукою прогнозованої реалізації намічених цілей. В умовах, коли політичні групи в Україні змінюють одна одну, дуже важко передбачити, чи буде прихід того чи іншого іноземного інвестора відповідати інтересам правлячої політичної команди. Можливі також випадки, коли компанія-продавець, маючи суттєву підтримку в політичних колах, намагається здійснювати вплив на іноземного інвестора за рахунок неформальних чинників, таких як тиск на органи влади, від яких залежить видача відповідних дозволів для завершення трансакції тощо.

Отже, в Україні M&A в класичному вигляді не мають місця. Натомість найчастіше спостерігається не складний процес укладання та реалізації M&A-угод, а проста зміна власника, що формально не вважається злиттям чи поглинанням та

називається субсидіарним злиттям. Такий вид злиття передбачає юридичне підпорядкування компанії — об'єкта покупки [6].

ВИСНОВКИ

Результати проведених досліджень та світова практика доводять, що активність на українському ринку злиттів та поглинань є доволі великою. Однак ця активність проявляється поки що лише в окремих індустріях та сегментах бізнесу, і переважно потужними фінансово-промисловими групами. До того ж існують деякі проблеми та негативні нюанси на ринку процесів M&A в Україні. До них належать, перш за все: переважне використання методу поглинань, а не злиттів, недосконала законодавча база, перевага внутрішніх (inbound) злиттів та поглинань (придбання іноземною компанією української компанії), нестабільна політична ситуація, незначна кількість великих та конкурентоспроможних на світовому ринку компаній, присутність в українській економіці непрозорого бізнесу, а в українських підприємств — значної кількості невіршених правових проблем, що ускладнює процес вивчення компанії (due diligence), недостатній досвід власників бізнесу та менеджерів у сфері злиття та поглинання, чим пояснюється велика кількість допущених помилок.

Тому для подальшого успішного та плідного розвитку процесів M&A в Україні необхідно поєднання зусиль держави та українських підприємств для подолання та вирішення вищезазначених проблем.

Література:

1. Слияния и поглощения [Електроний ресурс]. — Режим доступу: <http://blog.liga.net>
2. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; пер. с англ. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 741 с.
3. Шкарпова О. Великими ковтками / О. Шкарпова // Контракти. — 2008. — № 16 (727). — С. 12—16.
4. Топ-10 найбільших угод на українському ринку злиття і поглинання [Електроний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.rate1.com.ua>
5. Тенденції процесів M&A в Україні [Електроний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.s4s.com.ua>
6. Хандажевська Т. Деякі аспекти M&A в Україні / Т. Хандажевська // Правовий тиждень. — 2009. — № 14(87). — С. 6—7.
7. Гвоздй В. Злиття і поглинання (M&A): правовий супровід або що варто знати M&A юристу / В. Гвоздй [Електроний ресурс]. — Режим доступу: www.yur-gazeta.com.

Стаття надійшла до редакції 11.02.2010 р.