

УДК 321:334.012

А. Гетманська,
А. Ліпенцев

ПРОЦЕСИ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАНЬ КОМПАНІЙ: ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ

Визначено та проаналізовано основні теоретичні та прикладні аспекти процесів злиття та поглинань компаній. Узагальнено підходи до класифікації злиття та поглинань, учасників таких угод і їх мотивів. Розроблено алгоритм процесу для обох сторін угоди від прийняття рішення про можливу участь в угоді M&A до моменту підписання угоди.

Ключові слова: злиття і поглинання, M&A, види, мотиви, етапи, стратегічний інвестор, фінансовий (інституційний) інвестор, професійні консультанти, дью длідженс.

У сучасних умовах загостреної конкуренції у багатьох галузях актуальним постає питання боротьби підприємств за провідні позиції на ринку. Внутрішньогалузева конкуренція та зовнішні умови часто змушують компанії поглинати конкурентів або об'єднуватись з ними заради росту, зниження витрат, регіональної експансії та інших конкурентних переваг. З огляду на це, вивченню процесів злиття і поглинань приділяється усе більше уваги.

Темі злиття і поглинань присвячено багато праць, здебільшого закордонних, у яких висвітлюються окремі аспекти таких угод, а саме праці таких науковців та практиків, як П. Гохан, Р. Фостер, Г. Дінз, А. Лажу та інші.

Своєю чергою, перед тим, як розглядати доцільність використання злиття чи поглинання в стратегії компанії, необхідно мати загальне бачення можливостей, які дають такі угоди, і розуміти основні засади таких видів реорганізації компанії.

У світовій практиці угодами злиття та поглинання (Mergers and acquisitions – скорочено M&A) вважають усі угоди, які передбачають перехід корпоративного контролю над компанією шляхом купівлі або продажу всієї компанії або значної частки в ній.

Якщо проаналізувати цей термін за складовими, то злиття у чистому виді – це об'єднання двох або більше компаній, унаслідок якого ці компанії припиняють своє існування як окремі юридичні особи. Натомість, утворюється нова компанія, яке бере під свій контроль і управління усі активи та зобов'язання компаній, які зливаються та ліквідуються. Укладання таких угод обумовлено оптимістичними припущеннями та очікуваннями, що об'єднана компанія буде демонструвати кращі результати, ніж складові компанії по окремо. Власниками новоутвореної компанії стають колишні власники компаній, що об'єднались.

Поглинання зазвичай визначається як купівля компанії цілком або частково, після чого компанія, яку придбали, або перестає існувати як окрема юридична особа, або стає дочірнім підприємством компанії, що її придбала.

Таким чином, хто купляє, той і стає власником об'єкту купівлі (усієї компанії чи окремої частки у ній).

У наукових публікаціях та практиці бізнесу до угод М&А також належать угоди з придбання значних часток у підприємствах фізичних та юридичних осіб без реорганізації компанії. Тобто, загалом до таких угод належать усі угоди, за яких відбувається концентрація або перерозподіл контролю над компанією.

В українському законодавстві визначено, що “у разі злиття суб’єктів господарювання усі майнові права та обов’язки кожного з них переходять до суб’єкта господарювання, що утворений внаслідок злиття (п. 2 ст. 59 ГКУ), а у разі приєднання одного або кількох суб’єктів господарювання до іншого суб’єкта господарювання до цього останнього переходять усі майнові права та обов’язки приєднаних суб’єктів господарювання (п. 3 ст. 59 ГКУ), тобто приєднання є різновидом поглинання [1].

Залежно від мотивів М&А, галузевих особливостей та конкретної ситуації, залежить, який вид угоди використовується.

У працях закордонних науковців наводиться класифікація за видом інтеграції компанії, яка передбачає існування таких угод:

- горизонтальні;
- вертикальні;
- конгломератні;
- родові.

Горизонтальні угоди здійснюються між компаніями однієї галузі. Такі компанії є конкурентами на спільному ринку: вони виробляють аналогічну продукцію/надають аналогічні послуги та працюють на однаковій стадії виробництва [2]. Результатом об’єднання таких компаній є збільшення ринкової частки, збільшення конкурентоспроможності, зокрема за рахунок ефекту масштабу, і зменшення конкуренції. Окрім того, схожість компаній спрощує процеси інтеграції та консолідації.

Вертикальні угоди передбачають об’єднання компаній, які працюють на різних стадіях виробництва певної продукції чи надання послуг. У цьому випадку одна компанія є виробником сировини або споживачем для іншої компанії [3]. Такі угоди дають, насамперед, можливість знизити собівартість продукції та ризики, пов’язані з перебоями в постачанні сировини та стрибками цін на неї, а також підвищити її якість. Своєю чергою контроль над каналами збуту сприятиме покращенню цінової політики та збільшення території покриття.

До конгломератних угод належать угоди, в яких відбувається об’єднання компанії, які працюють у різних секторах економіки, не є конкурентами між собою і не перебувають у відношеннях постачальника-покупця, як у випадку з вертикальними угодами. У цьому випадку переваги від ефекту масштабу і синергії досить незначні [4]. Мотиви таких угод можуть бути спекулятивні (коли існує бачення, що вартість бізнесу з часом зростатиме) або зумовлені прагненням диверсифікувати бізнес-активи.

Виокремлюють також родові угоди, які визначаються як об’єднання компаній, які виробляють взаємопов’язані товари. У цьому випадку можливе використання спільних каналів збуту, маркетингу тощо [5].

Оскільки злиття та поглинання компаній відбуваються не лише в межах однієї країни, їх поділяють на національні або локальні угоди та транскордонні угоди, за яких компанії, які беруть участь в угоді, перебувають у різних країнах. Для

використання такої класифікації доречніше враховувати ту країну, в якій компанія безпосередньо працює, а саме виробляє товари чи надає послуги, а не країну реєстрації компанії. Така особливість пов'язана з тим, що деякі компанії для оптимізації оподаткування та захисту своїх корпоративних прав зареєстровані в офшорних зонах. Використовується і більш деталізована класифікація угод: локальні, регіональні, національні, міжнародні та транснаціональні (за участі транснаціональних корпорацій).

Придбання конкурента або просто економічно привабливої компанії не завжди відбувається за згодою менеджменту обох сторін, що зумовлює класифікацію угод на дружні та ворожі. Дружні угоди передбачають, що усі сторони, а саме власники і менеджмент залучених в угоду компаній, підтримують цю угоду. Ворожі угоди характеризують ситуацію, коли менеджмент компанії, яку купляють, не підтримує таке рішення і чинить супротив втіленню такої угоди.

Компанії, які виступають у ролі покупців в угодах M&A, поділяють на стратегічних і інституційних (фінансових) інвесторів. Головна відмінність полягає у цілях інвестування.

Метою фінансового інвестора є зростання вартості компанії, оскільки кінцевою метою є перепродати компанію або частку у ній за більшою ціною [6]. Фінансовими інвесторами можуть виступати інвестиційні фонди, пенсійні фонди, страхові компанії, банки.

Цілі стратегічного інвестора передбачають ріст обсягів продажу продукції, скорочення витрат, збільшення ринкової долі, розширення продуктової лінійки, знищення конкурента. Стратегічний інвестор зацікавлений у придбанні усієї компанії або значної частки у ній з можливістю брати участь в управлінні компанією [7]. Зазвичай у якості стратегічного інвестора виступає компанія, яка займається тим самим або подібним бізнесом, що і компанія, яку купляють.

З вище перелічених класифікацій ми бачимо, що існує багато мотивів для ініціювання процесу злиття чи поглинання.

Ініціатором угоди може бути як компанія-покупець, яка з різних причин розглядає можливі цілі для поглинання, так і компанія-продавець, яка може бути виставлена на продаж через складне фінансове становище, високу конкуренцію в галузі та інші причини, що підштовхнули власників до думки, що їхня компанія не має перспектив, працюючи самостійно.

Для власників, які мають на меті продати свій бізнес, основним мотивом є отримання максимальної суми коштів за компанію, яку вони не планують розвивати надалі. Для тих власників, які хочуть продати лише частку свого бізнесу, причин може бути декілька: 1) вихід з бізнесу одного з власників тоді, коли решта хочуть залишити свої частки; 2) залучення коштів на розвиток компанії шляхом збільшення статутного капіталу; 3) взаємовигідний альянс з компанією, яка у разі потреби може надати підтримку та захист; 4) продаж частки стратегічному інвестору з планами продажу всієї компанії у майбутньому.

Для фінансових інвесторів є два основні мотиви: 1) отримати спекулятивну вигоду після перепродажу компанії або частки у ній за більш високою ціною; 2) диверсифікація інвестицій.

Своєю чергою, основним мотивом прийняття рішення про злиття чи поглинання стратегічними інвесторами є прагнення досягнути синергетичного ефекту, що виникає внаслідок об'єднання компаній шляхом злиття чи поглинання. Синергетичний ефект

може виникнути внаслідок росту ринкової долі: цілком логічно, що об'єднана компанія матиме сумарну ринкову долю, принаймні в початковий період після об'єднання; зменшення витрат внаслідок ефекту масштабу, наявності взаємодоповнюючих ресурсів та нових технологій; розширення продуктової лінійки; доступу до нових ринків і каналів збуту [8]. Перелічені синергії можна віднести до внутрішніх причин процесів злиття і поглинань.

До зовнішніх причин, що штовхають компанії на об'єднання, відносяться зміни у зовнішньому середовищі, які призводять до зниження ефективності поточної діяльності компанії і примушують її шукати нові шляхи розвитку. Це може бути: зміни у грошовій політиці, темпах економічної активності, політичні причини, державне регулювання, а також поточні зміни у певній галузі.

Окремими причинами угод злиття і поглинання можуть бути мотиви керівництва, а саме:

- використання особистих навиків управління для розвитку іншого бізнесу;
- диверсифікація галузевих ризиків і зменшення можливості бути поглинутим іншою компанією;
- збільшення розмірів компанії заради збільшення влади і визнання;
- фінансові вигоди (у разі, якщо винагорода менеджменту пов'язана з показниками вартості компанії) [9].

Усі вищезгадані фактори мають значний вплив на компанії, примушуючи їх шукати партнерів для розвитку.

Перед початком проведення М&А необхідно мати чітке розуміння того, чому, об'єднавшись, компанії будуть коштувати дорожче, ніж поодиночі; також необхідно оцінити можливі економічні вигоди та видатки. Розрахунок синергетичного ефекту, який є основною ціллю для стратегічного інвестора, є одним із найскладніших завдань при аналізі ефективності майбутнього злиття чи поглинання.

При купівлі компанії відбувається інвестування, схоже за своєю сутністю на довготермінове вкладання коштів. Проте оцінка ефективності таких угод ускладнюється такими моментами:

- необхідністю визначення економічних вигод та витрат, розрахунку синергетичного ефекту;
- важливістю виявлення мотивів угоди обох сторін;
- виникненням особливих податкових, правових, кадрових та бухгалтерських проблем;
- необхідністю враховувати, що не всі злиття та поглинання здійснюються добровільно (у випадках ворожих поглинань видатки на реалізацію угоди можуть значно перевищити прогнозовані).

Під час аналізу ефекту від злиття чи поглинання компаній також необхідно враховувати можливе завищення оцінки вартості компанії за умов конкуренції між потенційними покупцями.

Злиття можуть підвищити ефективність компаній, що об'єднались, але вони так само можуть і погіршити результати поточної діяльності компанії. Найчастіше достатньо складно оцінити наскільки сильними можуть бути зміни, спричинені процесом М&А.

Для оцінки ефективності угоди використовують різноманітні підходи. Зазвичай аналіз злиття або поглинання починають з прогнозу майбутніх грошових потоків компанії,

яку збираються приєднати. У цьому випадку очікувана чиста вигода розраховується як різниця дисконтованого грошового потоку компанії, що поглинають, і грошових коштів, необхідних для здійснення цієї угоди. Цей підхід не завжди забезпечує об'єктивні результати. Занадто оптимістична оцінка майбутніх грошових потоків може стати причиною переоцінки вартості компанії. З іншого боку, недооцінка потенціалу компанії може завадити потенційно вигідній угоді.

Навіть найретельніше планування угоди не дає змоги передбачити усі проблеми, які можуть виникнути в процесі інтеграції. Зокрема, це стосується питань, пов'язаних із людськими ресурсами організації, найбільш чутливими до змін внутрішнього середовища. Це ситуація, коли адміністративні проблеми, що супроводжують інтеграційний процес, зводять нанівець потенційну вигоду від угоди. Тому керівництво повинно бути готовим до несподіваних проблем і реагувати на них швидко і конструктивно.

Процес M&A є надзвичайно складним, довготривалим і потребує поглибленої експертизи у фінансовому, юридичному та інших аспектах угоди. Тому з метою уникнення значних помилок та оптимізації процесу компанії зазвичай залучають зовнішніх консультантів, так званих професійних учасників ринку. Такими консультантами можуть бути інвестиційні банки, інвестиційні та консалтингові компанії, юридичні фірми.

Інвестиційні банки і компанії можуть надати низку послуг, починаючи з обґрунтування доцільності проведення злиття чи поглинання і закінчуючи супроводженням самої угоди на всіх її етапах. Такі консультанти допомагають у виборі цілі для угоди, оцінці її вартості, а також у контакті з власниками обраної компанії. Для компаній, які планують провести транскордонні угоди, залучення таких консультантів є необхідним, оскільки вони можуть надати професійний аналіз як макроекономічної ситуації в цільовій країні, так і аналіз обраного сектора і підприємства.

Оскільки угоди M&A зазвичай мають складну юридичну структуру, юридичні консультанти також відіграють важливу роль у підготовці і проведенні угоди. Їх залучають, насамперед, для підготовки компанії до угоди (для втілення угоди може знадобитися зміна юридичного статусу, реорганізація компанії), для перевірки юридичної документації компанії (що є частиною загальною перевірки, яку здійснює покупець).

Одним із основних аспектів угод M&A є ціна. Ціна угоди є предметом багатьох обговорень та обґрунтувань, тому часто як компанія-продавець, так і компанія-покупець залучають експертів із оцінки для визначення справедливої вартості компанії.

Консалтингові компанії можуть брати на себе усі або одну з вищезазначених функцій.

Коли компанія визначилась з тим, який вид M&A найкраще відповідає її стратегії розвитку, внутрішнім і ринковим чинникам, наступними етапами є визначення того, що саме хоче придбати компанія, і пошук такої компанії. Ці етапи компанія може проходити самостійно або з залученням професійних консультантів.

На першому з цих етапів визначаються основні характеристики компанії-цілі. На другому етапі відбувається безпосередній пошук компанії з визначеними характеристиками.

Для фінансових і стратегічних інвесторів параметри відбору компанії будуть різними, оскільки перші шукають об'єкт для інвестування, який буде продовжувати

функціонувати самостійно, а другі розглядають компанію, яка потенційно добре інтегрується в загальну структуру покупця.

Стратегічний покупець буде шукати компанію, яка дасть йому можливість отримати синергетичний ефект. Тому основними параметрами відбору в цьому випадку буде ринкова доля, продуктова лінійка, система збуту, сировинна база, регіональне покриття [10].

Для фінансових інвесторів головним параметром відбору є фінансові перспективи компанії, а саме потенціал компанії у збільшенні доходів, що в майбутньому спричинить збільшення вартості самої компанії.

Після того, як основні критерії пошуку компанії-цілі визначені, починається етап пошуку компаній, які приблизно відповідають цим критеріям.

При розгляді можливих цілей не варто розглядати лише ті компанії, які оприлюднювали свою готовність до продажу. Потенційно будь-яка компанія може бути ціллю для угоди M&A.

Після етапів визначення і пошуку об'єктів для купівлі/об'єднання необхідно налагодити зв'язок із цими об'єктами на рівні переговорів і обміну інформацією. Ідеальною ситуацією для покупця є існування на цій стадії декількох потенційних об'єктів інвестування але на практиці частіше покупці концентруються на якомусь одному підприємстві, яке максимально відповідає їх вимогам і є відкритим для переговорів стосовно майбутньої угоди. Після отримання базової інформації про компанію робиться попередня оцінка її вартості, переваг і недоліків, після чого приймається рішення стосовно продовження або припинення процесу. Для захисту від небажаного витоку інформації з обох сторін підписується договір конфіденційності. Коли сторони мають попереднє бачення і домовленості стосовно структури і вартості угоди, розпочинається одним із найважливіших етапів втілення угод злиття і поглинання – етап дью ділідженсу.

Дью ділідженс (англ. due diligence) – всебічна та досконала перевірка компанії, її операцій та документів, яка здійснюється покупцями/інвесторами та їхніми радниками до безпосередньої купівлі компанії або її частки [11].

Здебільшого саме від ретельності цієї перевірки залежить уникнення багатьох ризиків та неприємних несподіванок, які можуть проявитись вже після підписання остаточної угоди, тому залучення сторонніх професійних консультантів на цьому етапі є виправданим і необхідним.

На основі результатів дью ділідженсу робиться остаточна оцінка вартості компанії і після досягнення згоди з умовами обох сторін підписується угода.

На рис. 1 наведено графічну модель процесу M&A для потенційного покупця від моменту прийняття рішення про можливість участі в угоді до підписання самої угоди.

У випадку, коли ініціатором угоди виступає сторона продавця, основні етапи процесу M&A залишаються такими ж, як і для покупця, за винятком того, що продавцю необхідно підготувати матеріали, які будуть демонструвати інвестиційну пропозицію, тобто що саме отримує інвестор, який купить компанію або її частку (рис. 2). Зазвичай готується так званий інвестиційний меморандум, у якому описується бізнес компанії, ринок, на якому вона працює, фінансовий стан, перспективи розвитку та інші аспекти, які можуть зацікавити інвесторів. Інвестиційний меморандум розсилається усім потенційним покупцям самостійно компанією-продавцем або за допомогою консультанта, який супроводжуватиме угоду.

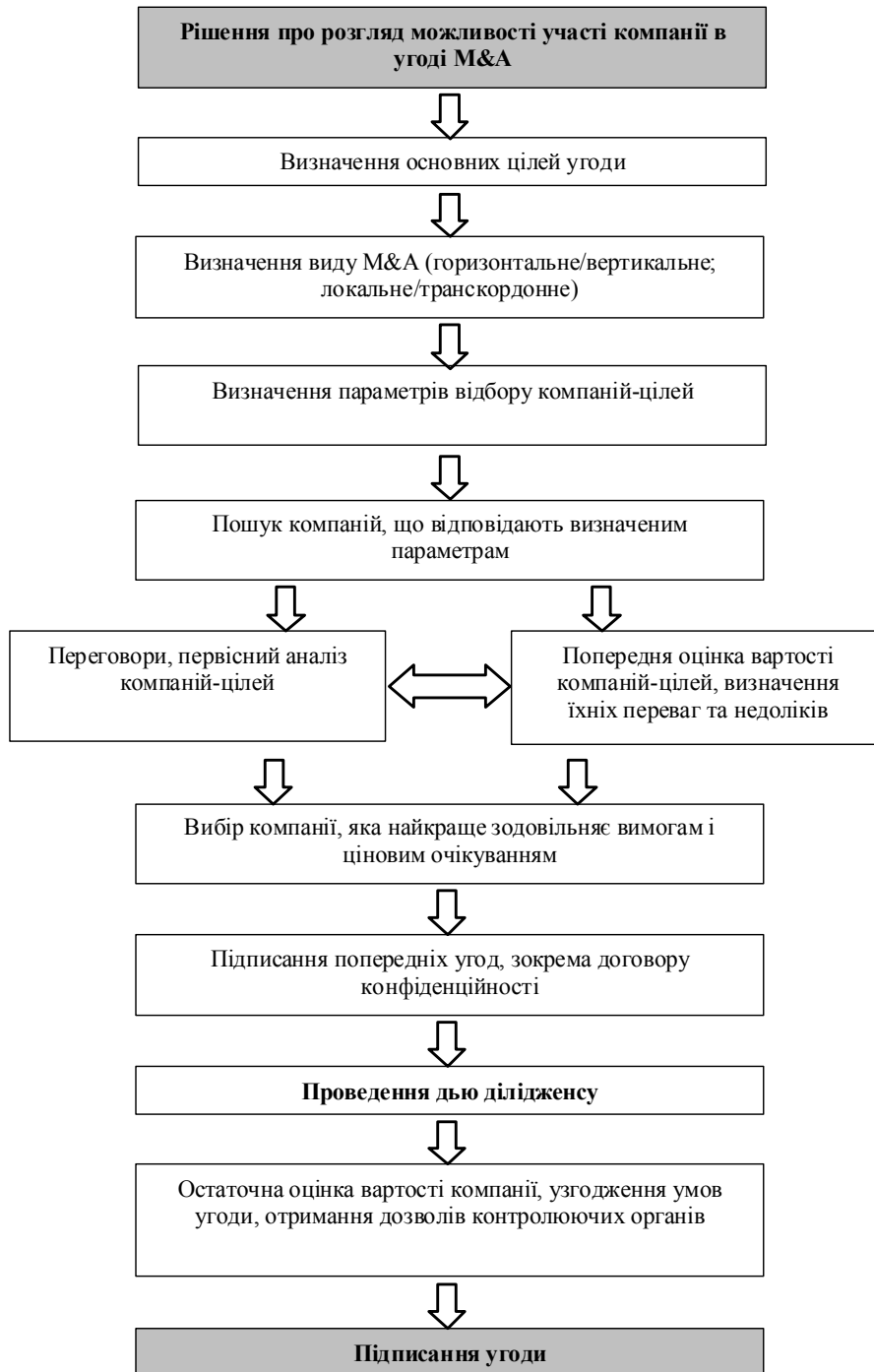


Рис. 1. Графічна модель процесу M&A для інвестора (покупця)

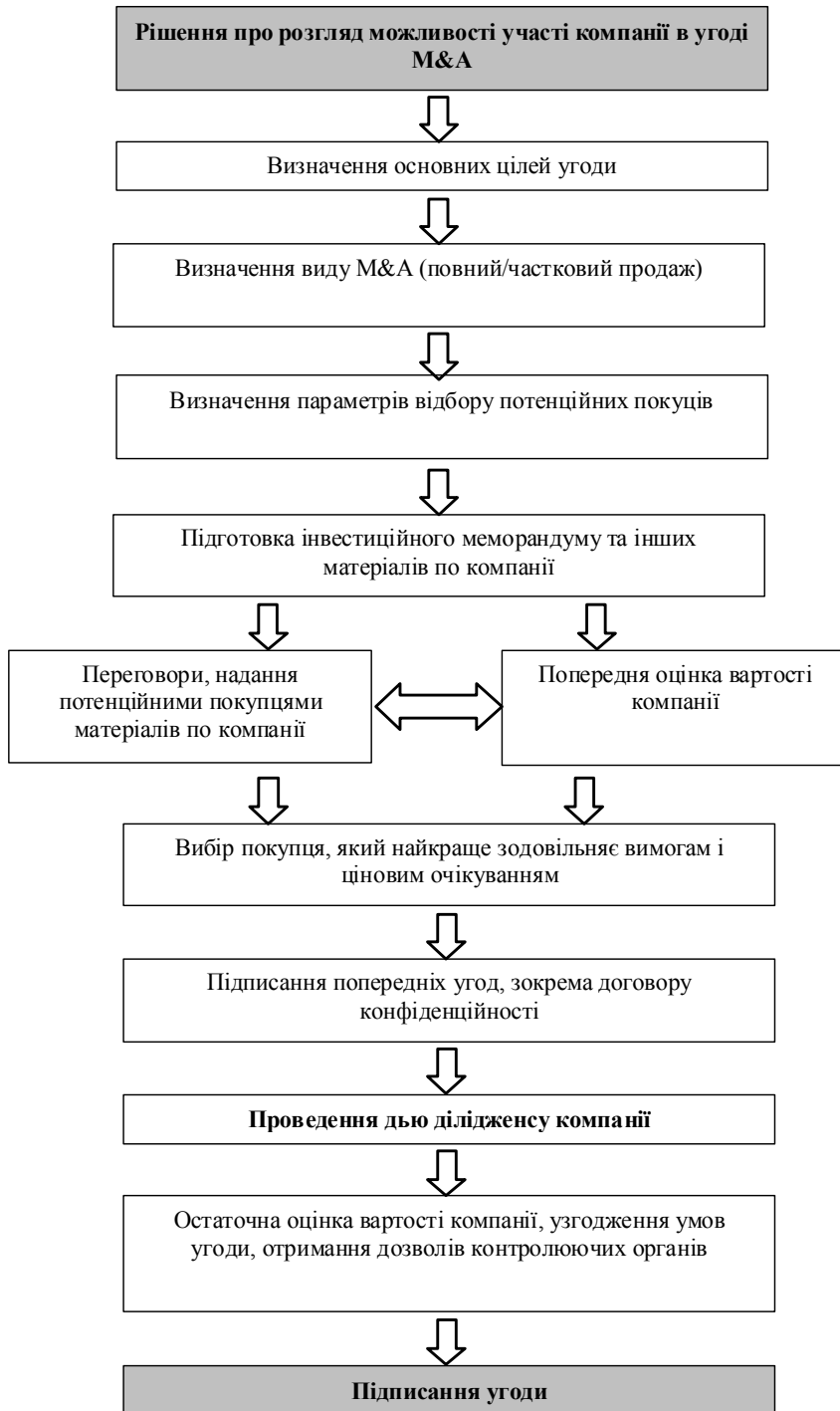


Рис. 2. Графічна модель процесу М&А для продавця

Важливо зазначити, що як для покупця, так і для продавця процес M&A може перерватись на будь-якому з етапів. Основними причинами є відсутність відповідних компаній цілей або покупців, невідповідність цінкових очікувань запропонованій ціні, виявлення значних перепонів для угоди під час дью ділідженсу, відсутність згоди щодо участі в M&A між власниками компанії.

Висновки

1. Поняття M&A не обмежується угодами злиття компаній та приєднання однієї компанії до іншої, а включає в себе усі види угод, за яких відбувається перехід корпоративного контролю над компанією шляхом купівлі або продажу всієї компанії або значної частки в ній.

2. Рішення щодо участі компанії або інвестора-фізичної особи в M&A є стратегічно важливим і може спричинити багато як позитивних, так і негативних наслідків, тому велике значення мають: системне бачення усього процесу; вивчення можливостей і ризиків потенційної угоди, а також визначення основних цілей.

3. Процес M&A складається з декількох етапів, кожен із яких вимагає багато уваги з боку усіх задіяних сторін. Найважливішим аспектом є визначення ціни компанії, яка оцінюється покупцем і продавцем та остаточно підтверджується всебічною перевіркою компанії – дью ділідженсом. Складність, довготривалість та різнобічність процесу M&A зазвичай вимагає залучення професійних консультантів на різних етапах угоди.

Література

1. Господарський кодекс України № 4220-VI (4220-17) від 22.12.2001 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
2. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний [Текст] / Патрик А. Гохан ; [пер. с англ. А. Шматова]. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 22, 23.
3. Там же. — С. 23.
4. McGrath M. Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management [Text] / Michael McGrath. — Chichester, West Sussex : John Wiley & Sons Ltd, 2011. — P. 30.
5. Акулов В. Б. Теория Организации [Электронный ресурс] : учеб. пособ. / В. Б. Акулов, М. Н. Рудаков. — Петрозаводск : ПетрГУ, 2002. — Режим доступа : <http://www.aup.ru/books/m150/36.htm>.
6. Reed Stanley Foster, Lajoux Alexandra Reed, Nesvold H. Peter. The Art of M&A. A Merger/Acquisition/Buyout Guide [Text] / Stanley Foster Reed, Alexandra Reed Lajoux, H. Peter Nesvold. — N.-Y. : McGraw-Hill, 2007. — P. 21, 22.
7. Ibid. — P. 21, 22.
8. Edwin L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide [Text] / Edwin L., Miller Jr. — New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2008. — P. 8—12.
9. Ibid. — P. 8—12.
10. Фостер Р. С. Искусство слияний и поглощений [Текст] / Стенли Фостер Рид, Александра Рид Лажу ; [пер. с англ.]. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 29, 30.
11. Lajoux Alexandra Reed. The art of M&A due diligence: navigating critical steps & uncovering crucial data [Text] / Alexandra Reed Lajoux, Charles Elson. — N.-Y. : McGraw-Hill, 2000. — 477 p.

**A. Hetmanska,
A. Lipentsev**

**THE PROCESSES OF MERGERS AND ACQUISITIONS OF COMPANIES:
THEORETICAL AND APPLIED ASPECTS**

The main theoretical and applied aspects of mergers and acquisitions processes of companies are defined and analyzed. Approaches to classification of mergers and acquisitions, participants of such deals and their reasons are generalized. The algorithm of M&A process starting from the decision about the possibility of participation in M&A deal to the moment of signing the deal is developed for both sides of the deal.

Key words: mergers and acquisitions, M&A, types, reasons, phases, strategic investor, financial (institutional) investor, professional consultants, due diligence.