

ОСНОВНІ ТЕНДЕНЦІЇ ЗЛИТТІВ І ПОГЛИНАНЬ КОРПОРАЦІЙ В КРАЇНАХ З ТРАНЗИТИВНОЮ ЕКОНОМІКОЮ НА ПРИКЛАДІ УКРАЇНИ

У статті розглянуто особливості ринку злиття і поглинання в Україні. Виділено та проаналізовано основні фактори і проблеми, що впливають на розвиток цього ринку. Сформовано основні напрямки вирішення основних проблем. Визначено тенденції та перспективи ринку злиття та поглинання в Україні.

The features of M & A market in Ukraine are investigated in the article. The main factors and issues affecting the development of this market are identified and analyzed. The main directions of the major problems solving are formed. Trends and outlook for mergers and acquisitions in Ukraine are determined.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Сучасний етап глобалізації економіки ставить перед компаніями різних країн проблему виживання в умовах жорсткої, посиленої конкуренції, змушуючи їх шукати нові шляхи підвищення своєї конкурентоспроможності на світовому ринку. Більшість компаній досягають цієї мети за допомогою одного із поширених механізмів розширення, зміцнення бізнесу і підвищення його ефективності – шляхом злиття і поглинання. Об'єктивна необхідність у вдосконаленні методології оцінки вартості бізнесу при злиттях і поглинаннях з урахуванням специфіки українського законодавства обумовлена як зростанням кількості і масштабу операцій, так і збільшенням їх складності.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Питання щодо процесів злиття і поглинання, їх сучасних форм, аналізу умов та мотиваційних факторів консолідації компаній вже були предметом дослідження таких зарубіжних учених, як: М. Марсалеце, Р. Нельсона, Дж. Стіглера, Р. Стілмана, М. Трема, С. Ріда, М. Хебека, Р. Фостер та багатьох інших. Основні мотиваційні концепції реструктуризації бізнесу через злиття і поглинання представлені у працях М. Бредлі, Е. Кіма, М. Дженсен, І. Мекнінга, Г. Дональдсона, Р. Ролла, Е. Берковича, П. Есквіта, Н. Варайя, Р. Морка, А. Шляйфера. Сучасні тенденції процесів злиття і поглинання в контексті міжнародної економічної інтеграції досліджуються у працях вітчизняних учених-економістів В. Андрійчука, В. Будкіна, І. Бураковського, А. Гальчінського, В. Гейця, Б. Губського, М. Дудченка, О. Стокової, Г. Климка, А. Кредісова, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, О. Мозгового, В. Новіцького, Б. Панасюка, Є. Панченка, Ю. Пахомова, А. Поручніка, А. Румянцева, Є. Савельєва, С. Савчука, В. Сіденка, Н. Татаренко та інших.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Трансформації, які відбуваються з українськими компаніями, мають специфіку триваючого перерозподілу власності і ринків між холдингами, які з'явилися в ході першої хвилі приватизації та представляють собою конгломерати різнопрофільних активів, придбання яких носило необміркований стихійний характер і призвело до появи численних галузевих ризиків. Збільшення операцій зі злиття-поглинання в Україні сьогодні є спробою побудувати ефективно працюючого бізнесу. Тому з'являється гостра необхідність проведення аналізу і визначення сучасного стану ринку злиттів і поглинань в Україні, з'ясування тенденцій та перспектив його розвитку.

Постановка завдання. Метою статі є проведення аналізу і визначення сучасного стану ринку злиттів-поглинань в країнах з транзитивною економікою, у першу чергу, в Україні, виокремлення існуючих проблем даного ринку, а також оцінка його перспектив у найближчому майбутньому.

Виклад основного матеріалу дослідження. Автори вважають за можливе використовувати термін «злиття-поглинання» компаній як характерний для трансформацій, які відбуваються з акціонерними компаніями в країнах з транзитивною економікою таких як Україна. Загальноприйнятий термін M&A (Mergers and acquisitions) рівнозначний поняттю «злиття і поглинання» компаній, не має чіткого розмежування і часто використовується спільно. Відповідно до законодавства України [1, с.78–82] акціонерне товариство в Україні може бути створено і припинено шляхом заснування або злиття, приєднання, поділу, виділення або перетворення підприємницького (підприємницьких) товариства, державного (державних), комунального (комунальних) та інших підприємств в акціонерне товариство. Причому під злиттям акціонерних товариств розуміється виникнення нового акціонерного товариства- правонаступника з передачею йому згідно з передавальними актами всіх прав та обов'язків двох або більше акціонерних товариств одночасно з припиненням їх діяльності. Акціонерне товариство може брати участь у злитті лише з іншим акціонерним товариством. А під приєднанням акціонерного товариства визнається припинення діяльності акціонерного товариства (кількох товариств) з передачею ним (ними) згідно з передавальним актом усіх його (їх) прав та обов'язків іншому акціонерному товариству- правонаступнику.

Варто зауважити, що цей ринок в Україні знаходиться на початковій стадії свого розвитку. Підтвердженням цього служить, на відміну від розвинених країн, відсутність відповідних законодавчо закріплених процедур реалізації можливих трансформацій, а поняття «поглинання підприємств» в українському законодавстві відсутнє і, відповідно, ніяк не регулюється. У зв'язку з цим виникає ще більш серйозна проблема – недостатній рівень захисту прав акціонерів від несподіваного і недружнього захоплення компанії.

Більшість M&A угод в Україні не є ні злиттям, ні поглинанням у загальноприйнятому у всьому світі розумінні. Причиною цього є низка економічних, політичних і соціальних факторів, у першу чергу нерозвиненість українського фондового ринку, а це означає складність визначення ринкової ціни акцій. Значно ускладнюють процес розвитку ринку злиття-поглинання в Україні низка правових аспектів, відсутність відповідної нормативної бази, недостатня прозорість структури власності компаній і неготовність власників компаній до повної прозорості своїх намірів і діяльності, політична нестабільність тощо.

В Україні злиття-поглинання відбуваються в основному за участю і за ініціативою обмеженого кола великих компаній і носять характер поглинань (недружнього захоплення) ніж злиттів, які не передбачають таких складних видів трансформацій як рекомбінація, перетворення або викупи борговим фінансуванням (LBO). Більш того, реалізація таких процедур не вигідна, оскільки покупка корпоративних прав, як спосіб приведення до життя цілей компанії щодо її розвитку, більш проста з точки зору правових питань і вигідна з економічної сторони.

Необхідно відзначити недостатній розвиток вітчизняного фондового ринку, відсутність чітких вимог до здійснення поглинань (недружніх придбань) і відповідних нормативних актів, а відповідно, бажання підприємців створювати свої компанії у формі товариств з обмеженою відповідальністю та приватних компаній з метою зменшення загрози поглинання та захисту прав власності або акцій в статутному капіталі.

Не надає впевненості і бажання інвестувати в українські активи нестабільність політичної ситуації в країні. Враховуючи той факт, що більшість трансакцій в Україні відбуваються за рахунок придбання іноземними компаніями українських підприємств, інвестор, який має намір увійти 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 владної політичної команди. Можливі також випадки, коли компанія-продавець, маючи істотну підтримку в політичних колах, намагається чинити вплив на іноземного інвестора за рахунок неформальних факторів, таких як тиск на органи влади, від яких залежить видача відповідних дозволів для завершення трансакції.

У сучасних конкурентних умовах випадки, коли здійсненню трансакції створюються перешкоди з боку держави, є неприйнятними. Перш за все вони створюють негативний імідж країни як потенційного об'єкта капіталовкладень, а також стримують розвиток ринку M&A-угод, оскільки, навіть за умов належного виконання відповідних вимог, передбачених українським законодавством, позитивне завершення таких угод не є гарантованим.

Як свідчать дослідження, обсяг світового ринку злиття-поглинання неухильно збільшувався до 2007 року: з 1,5 трлн. дол. США у 2004 році до 4,5 трлн. дол. США у 2007 році. Світова фінансова криза негативно вплинула на процеси злиттів і поглинань. Загальний обсяг світового ринку M&A у 2008 році склав 2,9 трлн. дол. США, знизившись на 36% по відношенню до попереднього періоду. До такого зниження призвів вплив низки факторів: крах на фондових біржах розвинених держав, складність з фінансуванням за рахунок власних і позикових коштів, скорочення прибутків корпорацій і, як наслідок, зменшення їх інвестиційних ресурсів. Але, незважаючи на тривалу фінансову кризу, ємність світового ринку злиттів і поглинань у 2009–2011 роках склала 2,4 трлн., 2,6 і 2,7 трлн. дол. США відповідно, а в 2012 році спостерігається зростання ринку до 3,2 трлн. США (рис. 1).

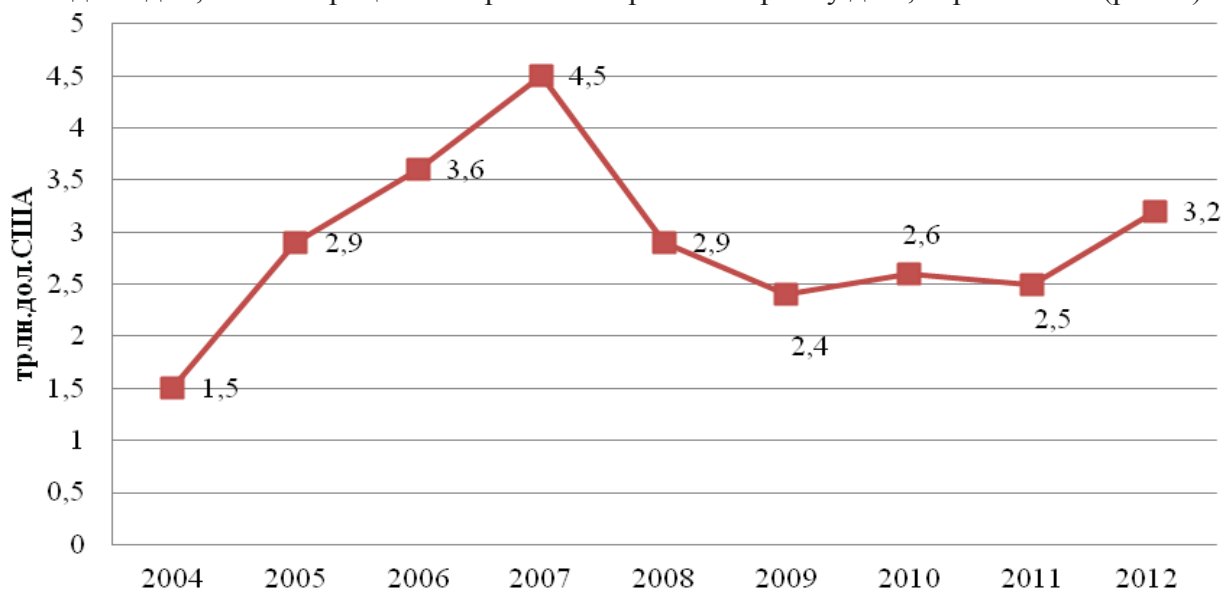


Рис. 1. Динаміка світового ринку злиття-поглинання за 2004–2012 роки

Такі угоди мають величезний вплив на світове господарство і економіку окремих країн. Укрупнення бізнесу робить його більш впливовим, менш підвладним регулюванню і контролю з боку як національних урядів, так і міжнародних економічних і фінансових організацій.

В Україні останніми роками спостерігається тенденція до збільшення кількості угод зі злиття-поглинання. Активізація M&A в Україні є логічним продовженням поліпшення ситуації у світі. Найбільша кількість злиттів і поглинань спостерігається в енергетичному секторі. Слідом йдуть банківський бізнес і гірничодобувна галузь, на які в країнах, що розвиваються довелось близько 17% ринку. У 2012 році кількість угод зросла до 150. Однак ємність українського ринку злиття-поглинання з кожним роком зменшується, так в 2010 році вартість угод склала 6 млрд. дол. США, а в 2011 році вона не перевищила 5 млрд. дол. США, наприкінці 2012 року вартість впала до 2 млрд. дол. США (рис. 2). Необхідно відзначити, що українські компанії беруть участь на ринку M & A частіше в якості придбаних компаній.

Варто відзначити, що співвідношення показника обсягу ринку M&A до ВВП України у 2007 році склав більше 15%, що в 5 разів більше, ніж у 2006 році. У 2008 році цей показник склав набагато меншу цифру, що пов'язано із впливом на економіку світової фінансової кризи, близько 2%, проте вже з 2010 року цей показник виріс до 2,8% у 2012 році.

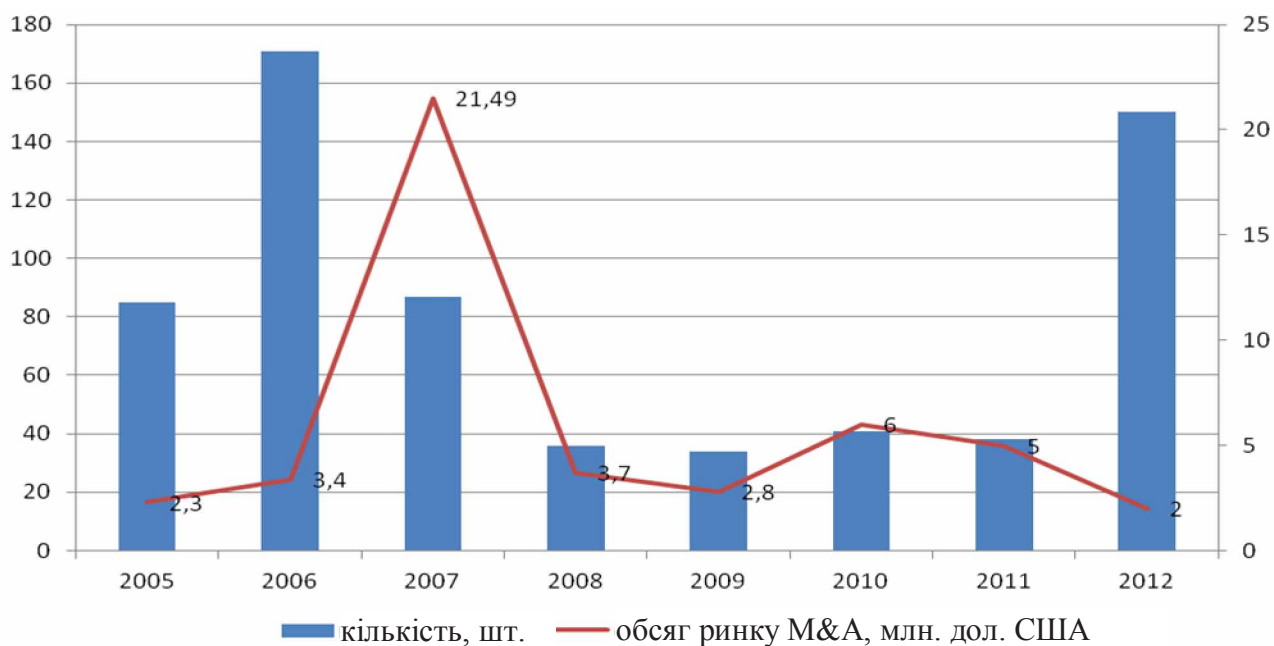


Рис. 2. Динаміка зміни обсягу і кількості угод М & А в період 2004–2012 рр. (розроблено авторами за даними [2; 3; 4])

Якщо говорити про те, які угоди переважають на українському ринку зовнішні або внутрішні, то з упевненістю можна сказати, що однозначно внутрішні, причому основними покупцями є великі вітчизняні холдинги, зокрема група System Capital Management. Крім внутрішніх причин, пов'язаних з відсутністю боргового фінансування та падінням платоспроможного попиту в Україні, ця тенденція визначається низкою глобальних чинників:

- український низький інтерес інвесторів до ризику. Інвестиції в Україну розглядаються інвесторами як одні з найбільш ризикованих і, відповідно, зводяться до мінімуму.
- світова економіка знаходиться в активній стадії зменшення боргового навантаження на акціонерний капітал (deleveraging), що відповідно зменшує розміри вільного інвестиційного капіталу, особливо в ринки, що розвиваються, такі як Україна.
- інвестори, які розглядають інвестиційні можливості в Україні, надають перевагу компаніям у таких секторах, як виробництво продуктів харчування та роздрібна торгівля.

У цілому в 2009 році держава була змушена заміщувати приватний капітал в сегменті М&А, у венчурних і санаційних угодах. Продовжувався продаж «проблемних активів» за ціною нижче ринкової. Проявився тренд скупки активів, не запланованих бізнес-стратегіями компаній.

Спостерігається зацікавленість компаніями агропромислового комплексу як об'єкту поглинання. Так, за останні роки були завершені злиття Агрохолдингу «Авангард» (Івано-Франківська обл., Україна) і сільськогосподарської компанії «Ukrlandfarming» (Кіпр), Агрохолдингу Sintal Agriculture (Харків, Україна) і сільськогосподарської компанії «Агріка» (Херсонська обл., Україна), що входить до складу інвестиційного портфеля Фонду прямих інвестицій Icon Private Equity (Росія). Фонд державного майна України (ФДМУ) оголосив про продаж 16 листопада 2011 р. на фондовій біржі «Іннекс» (Київ, Україна) 43,7% акцій ПАТ «Цар Хліб» (Севастополь, Україна), що входить до «Холдингову компанію (ХК) Хлібні інвестиції». Усього до продажу було запропоновано 52,4 млн. акцій номіналом 0,25 грн.

Активність і зацікавленість проявляють і найближчі сусіди – російські корпоративні структури. Так, у 2010 році можна було спостерігати цілу низку операцій з придбання українських активів російськими бізнесменами в різних галузях економіки. Так показовими, на думку авторів, є придбання «ВЕБ» корпорації «Індустріальний союз Донбасу» за

1 млрд. дол. США, «Запоріжсталь» – за різними оцінками від 0,85 до 1,7 млрд. дол. США, а також завершення злиття Московської міжбанківської валютної біржі та Української біржі ПФТС, ціна операції 10 млн. дол. США [5].

Провівши аналіз структури ринку злиття-поглинання в Україні за кількістю проведених угод в галузевому розрізі, варто зауважити, що останніми роками компанії галузі важкої промисловості та енергетики не втрачають лідируючі позиції як за кількістю проведених угод, так і обсягом контрактів (рис. 3).

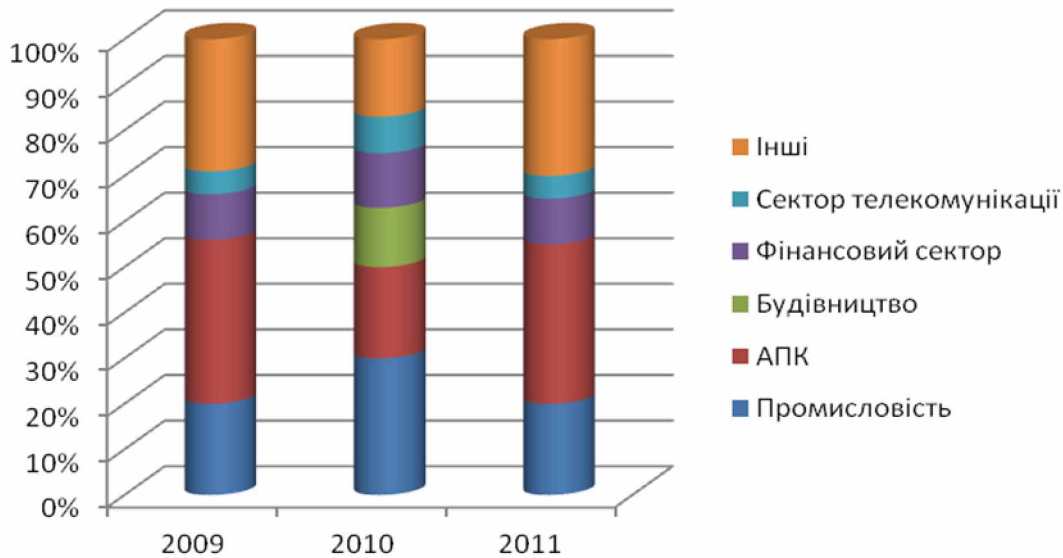


Рис. 3. Структура ринку М&А в Україні за 2009–2011 рр. за кількістю проведених угод (розроблено авторами за даними [2; 3; 4])

Володіння енергетичними ресурсами найближчим часом і в перспективі буде визначати розподіл сил у світі і дозволить диктувати свої правила. В Україні також розуміють світові тенденції і до участі у володінні та розподілі енергетичних ресурсів долучаються компанії, які намагаються перехопити контроль над вітчизняними розподільчими мережами. У свою чергу уряд бачить приватизацію енергетичної галузі, як один із вигідних шляхів поповнення бюджету необхідними коштами. Так Кабінет Міністрів України затвердив перелік енергетичних компаній, які були приватизовані у 2011–2012 роках. На приватизаційний конкурс були виставлені 25% акцій ВАТ «Дніпроенерго» (Запоріжжя, Україна), 45,1% акцій ВАТ «Західенерго» (Львів, Україна), 25% акцій ВАТ «Київенерго» (Київ, Україна), 45% акцій ВАТ «Крименерго» (АР Крим), 50% акцій ВАТ «Вінницяенерго» (Вінниця, Україна), 50% акцій ВАТ «Закарпаттяобленерго» (Закарпатська область, Україна), 40% акцій ВАТ «Донецькобленерго» (Донецьк, Україна), 25,99% акцій ВАТ «Тернопільобленерго» (Тернопіль, Україна), 45% акцій ВАТ «Чернівціобленерго» (Чернівці, Україна) і 45% акцій ВАТ «Черкасиобленерго» (Черкаси, Україна). Енергетичний холдинг ДТЕК (Київ, Україна) заявив про намір брати участь у конкурсах з приватизації ВАТ «Дніпроенерго», ВАТ «Західенерго», ВАТ «Київенерго» і ВАТ «Донецькобленерго». Вважаємо, що «військові дії» у цьому секторі найближчим часом будуть тільки наростати в силу зростаючої привабливості цих об'єктів [6].

Не відстає за обсягами угод злиття-поглинання гірничо-металургійний комплекс України. Процеси реорганізації, що відбуваються у цих олігархічних угрупованнях, укладаються в стратегію побудови вертикально інтегрованих холдингів, які мають замкнений технологічний ланцюжок. Показовою в цьому сенсі є компанія System Capital Management (SCM), яка створила холдинг «Метінвест», до складу якого увійшли як гірничодобувні підприємства, так і підприємства, що обслуговують цей процес – ВАТ ППП «Кривбасвибухпром», машинобудівні та ремонтні підприємства – ВАТ «КЗГО»,

ВАТ «КЦРЗ». Одночасно до складу компанії SCM входять металургійні підприємства «Азовсталь» і «Єнакіївський металургійний завод».

Висновки і перспективи подальших розробок. Враховуючи вищенаведене можна відзначити, що в Україні М&А-угоди в класичному (чистому) вигляді відсутні. Проте частіше спостерігається не складний процес укладання та реалізації М&А-угод, а проста зміна власника, яка формально не вважається злиттям або поглинанням і називається субсидіарним злиттям. Такий вид злиття передбачає юридичне підпорядкування компанії-об'єкта покупцеві.

Останніми роками можна спостерігати:

- падіння вартості операцій злиття і поглинання з участю приватних компаній-покупців;
- зсув операцій з зовнішніх ринків на внутрішні;
- збільшення частки участі держави в операціях М&А;
- збільшення випадків відмови від здійснення операцій М&А.

На сучасному етапі в основі вітчизняної економіки лежать різні інтегровані групові об'єднання компаній. Саме вони і представляють великий інтерес для подальшого наукового вивчення процесів злиття і поглинань. Причиною цього можна назвати два основних чинника:

- по-перше, вони є основними суб'єктами процесів злиття і поглинань;
- по-друге, утворення групових об'єднань має свою внутрішню логіку, якій підпорядковані більшість процесів поглинання, що відбуваються в Україні.

Для того, щоб ринок М&А в Україні розвивався активніше і виконував свої функції як інструмент підвищення ефективності і конкурентоспроможності вітчизняної економіки, на думку авторів, необхідно здійснити такі першочергові заходи:

- виконання плану приватизації об'єктів державної власності при дотриманні умов прозорості її здійснення;
- внесення змін до законодавства щодо врегулювання порядку злиття-поглинання публічних акціонерних товариств, які б забезпечували прозорість здійснюваних операцій і узгоджувалися б з діючою міжнародною практикою, у тому числі, зміна і доповнення Закону «Про акціонерні товариства», з метою забезпечення дотримання прав та інтересів як міноритарних, так і мажоритарних акціонерів;
- подальший розвиток фондового ринку, підвищення його капіталізації та прозорості;
- стимулювання ринку ІРО та здійснення операцій, перш за все, через вітчизняні фінансові торгові майданчики;
- стимулювання розвитку інститутів спільного інвестування та венчурних фондів.

Список використаної літератури

1. Закон України «Про акціонерні товариства»: [за станом на 29.10.2008 р.] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Урядовий кур'єр. – № 202, 2008. – (Бібліотека офіційних видань).
2. M&A intelligence and analysis for M&A professionals and corporates [Electronic source]. – Access: <http://www.mergermarket.com>.
3. Офіційний сайт української інвестиційної компанії «Phoenix Capital» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.phoenix-capital.ua>.
4. Офіційний сайт української інвестиційної компанії «Dragon Capital» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dragon-capital.com>.
5. Краснов А. Рынок М&А 2011: итоговая часть [Электронный ресурс] / А. Краснов // Интер Кредит. – 26.01.2011. – Режим доступа: <http://intercredit.com.ua>.
6. Еженедельный обзор новостей приватизации, основных событий на рынке слияний и поглощений и банкротств [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://institute.gorshenin.ua>.

Прийнято до друку 18.01.2013