

О.І. СТАРОДУБЦЕВА

Донецький Національний Технічний Університет

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ЗЛИТТІВ/ПОГЛИНАНЬ

Починаючи з розпаду СРСР, в Україні поступово складаються передумови для виникнення ринку корпоративного контролю через процеси приватизації об'єктів державної власності. Характерною рисою того періоду була відсутність цивілізованих механізмів перерозподілу власності: невідповідність існуючої законодавчої бази сучасним реаліям, використання адміністративного ресурсу колишніми партійцями з метою захвату підприємств, високий рівень кримінальних захватів власності. За 17 років існування незалежної України в напрямку побудови ефективного ринку корпоративного контролю зроблено багато певних кроків, але необхідно визнати й низку проблем в цій сфері, що тягнуться ще з тих «нецивілізованих» часів.

Наразі можна констатувати певне вливання України до світової економіки, перш за все, через присутність в країні великих обсягів іноземних інвестицій. З приходом на українські ринки іноземних компаній до нашого вжитку приходять й нові терміни й поняття, в тому числі в області корпоративного контролю. Так, одне з нових для нашого оточення але давно знайоме на заході словосполучення – злиття та поглинання – нещодавно використовується і в українському контексті. Дослідженню процесів злиттів та поглинань присвячені праці таких авторів як Еванс Ф. і Бішоп Д. [1], Стенлі Ф. Рід та Александра Р. Лажу [2] та ін. Нещодавно такі дослідження стали також актуальними у виданнях країн СНД. Зокрема, в Росії та Україні в цій сфері працюють Т. Момот [3], Н. Рудик [4] тощо. Незважаючи на зростаючий інтерес до розвитку ринку злиттів та поглинань в Україні, ще не був здійснений саме загальний хронологічний аналіз особливостей всіх етапів його існування, хоча вже висвітлені прояви посилення монополізму, а також рейдерство.

Отже, метою статті є виявлення проблем українського ринку злиттів та поглинань. Для досягнення мети є необхідним вирішення наступних задач: аналіз законодавчих актів України, що регулюють ринок злиттів та поглинань, аналіз структури ринку, його кількісних та якісних змін, оцінка роботи ринку в умовах світової кризи, прогноз розвитку ринку злиттів та поглинань на наступний період, рекомендації щодо удосконалення юридичної основи злиттів та поглинань та здійснення діяльності на ринку в умовах світової економічної кризи.

Український ринок злиттів та поглинань є предметом моніторингу декількох аналітичних агенцій зі світовим ім'ям: KPMG, Ernst and Young, Concorde Capital, Dragon Capital та ін., що останнім часом все частіше

відкривають свої офіси в Україні, що, в свою чергу, свідчить про стійку зацікавленість західного капіталу в професійній юридичній та економічній підтримці злиттів та поглинань в Україні. Висновки та підрахунки професійних аналітиків є джерелом фахової інформації, що буде використана в даній статті. Статистична аналітика світових агенцій є так званим «часописом» розвитку українського ринку злиттів та поглинань.

Термін «злиття та поглинання» (від англ. *Mergers and Acquisitions, M&A*) використовується для опису процесів переходу контролю над компанією (компаніями) від однієї особи (групи) до іншої. Світ зараз переживає п'яту велику хвилю злиттів/поглинань, починаючи з кінця 19 століття. С точки зору руху активів злиття та поглинання – це механізм розподілення власності, метою якого є зростання власності інвестора, зростання прибутку, підвищення рентабельності інвестованого капіталу, як правило, у вигляді зростання курсової вартості акцій компанії і через неї вартості компанії в цілому – її капіталізації як сумарної ринкової (біржової) вартості всіх акцій компанії. Стосовно існування цих процесів в Україні, слід зазначити, що ані процес придбання контролю над компанією, ані процес реорганізації компанії не є абсолютно новим явищем, просто ці процеси не супроводжувалися світовою термінологією.

В контексті злиття/поглинання в українському законодавстві прописані такі способи реорганізації господарчих суб'єктів як приєднання та злиття. *Злиття* суб'єктів господарчої діяльності має наслідком перехід майнових прав та зобов'язань всіх компаній, що зливаються, до нового створеного суб'єкту господарювання. При *приєднанні* до одного суб'єкта господарчої діяльності переходять всі майнові права та обов'язки компаній, що приєднуються. При цьому, як у випадку злиття, так і приєднання, суб'єкти господарювання, що приєднуються або зливаються, припиняють своє існування як суб'єкти права.[5]

Світова практика свідчить, що процеси злиттів/поглинань створюють умови для економічної концентрації (при горизонтальному типі злиттів об'єднуються компанії-конкуренти). У зв'язку з цим всі держави жорстко контролюють процеси переходу контролю з метою розвитку чесної конкуренції та недопущення надмірної монополізації ринків. В Україні ці функції виконує Антимонопольний Комітет України (АМКУ). Згідно із законодавством, злиття/поглинання має отримати спеціальний дозвіл після перевірки АМКУ якщо:

- 1) Сукупна вартість активів або сукупний обсяг реалізації товарів учасників концентрації, враховуючи відносини контролю, в тому числі за кордоном, перевищує суму-еквівалент 12 млн євро і при цьому
 - вартість (сукупна вартість) активів або обсяг (сукупний обсяг) реалізації товарів, в тому числі за кордоном, більш ніж у двох

- учасників концентрації, враховуючи відносини контролю, перевищує суму-еквівалент 1 млн євро у кожного і
- вартість (сукупна вартість) активів або обсяг (сукупний обсяг) реалізації товарів в Україні хоча б одного з учасників концентрації, враховуючи відносини контролю, перевищує суму-еквівалент 1 млн євро;
- 2) У випадках, коли на окремому ринку доля товару учасника концентрації або сукупна доля учасників концентрації, враховуючи відносини контролю, перевищує 35 %, і концентрація відбувається та тому ж або суміжному ринку товару, незалежно від сукупної вартості активів або сукупного об'єму реалізації товарів учасників концентрації. [6]

Таким чином, успіх угоди злиття/поглинання в Україні як і на світовому ринку, залежить від ефективності розробленої юридичної конструкції – механізму злиття/поглинання, що найкращим чином задовольняє потреби зацікавлених осіб. На світовому рівні юридичні моделі та механізми є відпрацьованими роками, а в Україні тут є певні негативні особливості. Абсолютно всі спеціалісти із злиттів/поглинань підкреслюють незрілість правового регулювання процесів злиття/поглинання в Україні, низький рівень правової культури, відсутність ефективних правових механізмів забезпечення права власників, високий рівень корупції, маніпулювання адміністративним ресурсом. Відповідно, ключовою проблемою українського ринку корпоративного контролю є можливість здійснення незаконних рейдерських атак на об'єкти власності.

В існуючому варіанті рейдерство в Україні є ворожим жорстким поглинанням, що здійснюється з порушенням чинного законодавства або з використанням його прогалін. Фактично, рейдерство стало інструментом позбавлення власників законних майнових прав псевдозаконними (кримінальні схеми, підкуп чиновників, судів) або силовими засобами (захват, адмінресурс, шантаж). Наразі немає офіційних даних щодо діяльності українських рейдерських груп, але можна констатувати існування як невеликих комерційних структур, так і потужних груп з юридичною та силовою підтримкою, які здійснюють рейдерську діяльність в Україні.

Такі негативні явища, як рейдерство, погіршують як світовий імідж держави, так і інвестиційний клімат в країні. Державі потрібна послідовна політика з удосконалення законодавства в сфері злиттів/поглинань, адже цивілізовані та законні злиття та поглинання є інструментами розвитку бізнесу в світі. Наразі є певні спроби та кроки в даному напрямку: Комісія по цінним паперам та фондовому ринку розробляє пропозиції щодо

регулювання проблеми. В свою чергу, була пропозиція від Верховного Суду внести на розгляд Парламенту законопроект про розділення підсудності справ про зміну власника в судах за місцем знаходження того чи іншого підприємства, але доля цих ініціатив є невизначеною.

З огляду на ці проблеми, іноземні інвестори надають перевагу такому способу як здійснення угоди за кордоном України, користуючись нормами англійського (американського) права, підпорядкування договорів юрисдикції міжнародних третейських судів, міжнародного арбітражу (наприклад, Стокгольмського), тобто іноземні компанії тут користуються своїм правом підпорядкувати угоду праву тієї країни, яку вони вважають за потрібне.[7, с.71]

Незважаючи на перераховані вище негативні властивості, починаючи з 2004 року експерти з упевненістю говорять про появу ринку злиттів/поглинань в Україні. До 2004 року угоди злиттів/поглинань, що уклалися за участю українських гравців, ще не мали ознак ринку, але у зв'язку з політичними змінами в суспільстві та економіці ці процеси перейшли на вищий рівень. «Зміна політичної еліти стала сигналом для іноземних інвесторів. Раніше вітчизняний ринок був закритим для них, адже при колишньому президенті здійснювся розподіл активів серед власників українських фінансово-промислових груп.» (В. Струков, Concorde Capital) [8] Таким чином, фахівці називають саме 2004 рік переломним у відношенні до України інвесторів західних країн, США, та Азії.

Начальний період розвитку ринку злиттів/поглинань України має наступні особливості:

- Закінчення процесів приватизації та початок процесів купівлі-продажу бізнес-проектів, що діють;
- Поява професійних покупців, орієнтованих на класичні мотиви злиттів/поглинань (вихід на нові ринки, реалізація стратегії росту, спекуляція) – професіоналізація ринку;
- Присутність на ринку великої кількості гравців - представників різних країн світу;
- Поява світових аналітично-консалтингових агенцій та розвиток мережі їх офісів в Україні;
- Поява українських гравців – покупців проектів на світовому ринку.

2005 рік фахівці називають роком «виплеску» на ринку злиттів/поглинань України, адже фінансові показники обсягу ринку значно підвищилися порівняно з 2004 роком: 2004р. - \$2,9 млрд, 2005 р. - \$6,9 млрд. Значно розвинулася й структура ринку: найбільші угоди укладені в металургійній галузі, фінансовому секторі, галузі телекомунікацій, страхуванні, хімічній промисловості, будівництві. Найкрупніші за обсягом угоди злиттів/поглинань 2005 року в Україні надані в Таблиці 1.

Таблиця 1. Топ-10 публічних M&A угод 2005р. (Україна) [9]

| Галузь | Країна продавця | Компанія | Покупець | Країна покупця | Вартість, \$ | Пакуток акцій, % |
|-----------------|-----------------|--|--|----------------|--------------|------------------|
| Металургія | Україна | Криворіжсталь | Mittal Steel Germany GmbH | Західна Європа | 4,8 млрд | 93,02 |
| Фінанси | Україна | Банк «Аваль» | Raiffeisen International AG | Австрія | 1,027 млрд | 93,5 |
| Металургія | Польща | Huta Czestochowa | Індустріальний Союз Донбаса | Україна | 375 млн | 51+ |
| Телекомунікації | Україна | ЗАО «Українська незалежна ТВ-корпорація» (Інтер) | Валерій Хорошковський | Росія | 250 млн | 61 |
| | Україна | Українські радіосистеми | Вымпелком | Росія | 231,3 млн | 51+ |
| Металургія | Україна | Краснодонвугілля | Авдієвський коксохімічний завод | Україна | 93 млн | 40 |
| Телекомунікації | Україна | Київстар | Telenor | Норвегія | 66,46 млн | 17 |
| Фінанси | Україна | Форум | Bank of New York and other institutional investors | США | 20 млн | 10 |
| Нафта/газ | Україна | Rudis Drilling Co | Cardinal Resources PLC | Західна Європа | 14,8 млн | 100 |
| Фінанси | Україна | Скайд-Вест/Лайф | PZU | Польща | 11 млн | 51+ |

Характерні особливості розвитку ринку злиттів/поглинань протягом 2005 року:

- Поява значної кількості глобальних гравців, транснаціональних корпорацій, що розраховують скористатися зростаючою економікою країни;
- Консолідація активів потужних українських фінансово-промислових груп (ФПГ): Інтерпайп, SCM, ІСД, АвтоКРАЗ, Приват.

2006 рік підтримав тренд на зростання, передумови для якого були закладені в попередні роки. За оцінками аналітичної компанії Pricewaterhouse Coopers (PwC), в 2006 році Україна посіла 4 місце за

зростанням активності на європейському ринку злиттів/поглинань, після Хорватії, Угорщини та Росії. При цьому, кількість укладених угод зросла на 101% - з 85 в 2005 році до 171 в 2006. Середній розмір публічної угоди становив близько \$45 млн. Доля транскордонних угод надана на рис. 1.

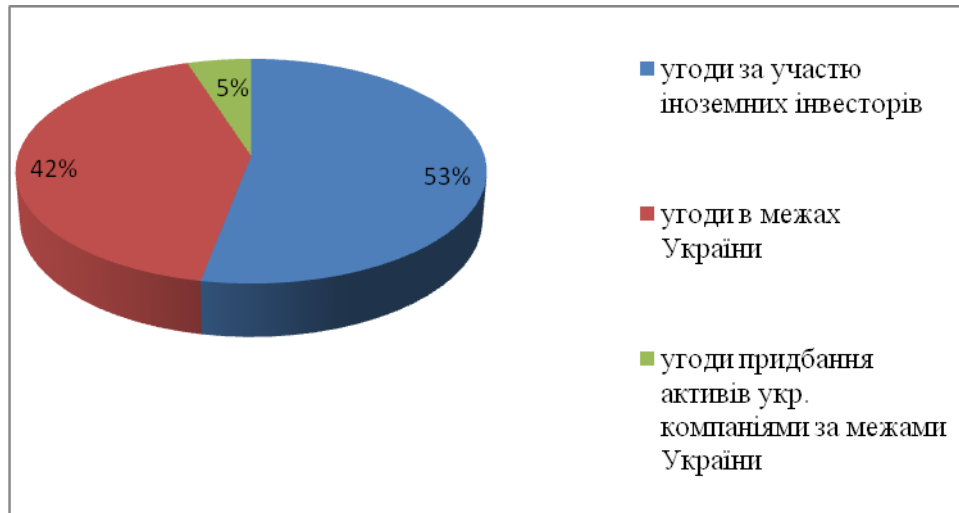


Рис.1. Доля транскордонних угод в загальній кількості угод злиття/поглинання України в 2006 р.[10]

Країни - інвестори українських компаній в 2006 році: Росія (22 угоди), Польща (13 угод), Кіпр (6 угод), Велика Британія (5 угод), Франція (5 угод). Стосовно структури ринку 2006 року слід зазначити, що лідером була фінансова галузь, стійка активність спостерігалася також в телекомунікаційній, металургійній та харчовій галузях. Особливість ринку в 2006 році – зростання кількості угод при зменшенні вартості, адже крупні об'єкти, придбані минулими роками, затрималися в руках своїх власників.

В 2007 році активність на ринку злиттів/поглинань України характеризується експертами не інакше ніж бум: сукупний обсяг ринку подвоївся порівняно з показниками минулого року і перевищив бар'єр \$10 млрд. Ринкова активність спостерігається в багатьох галузях: фінансовій, харчовій, страховій, телекомунікаційній, металургійній, транспортній та інших. Найкрупніші угоди були зареєстровані в банківському секторі (придбання «Укрсоцбанку» банком Austria Creditanstalt AG та ТАС-Комерцбанка і ТАС-Інвестбанка банком Swedbank), харчовій галузі (придбання заводу «Сандора» компаніями PepsiAmericas та PepsiCo), гірничо-видобутковій індустрії (перехід Криворізького Залізрудного комбінату у власність групи SCM. В цілому, галузева структура ринку суттєво не змінилася, винятком є реалізація декількох цікавих проектів в

індустрії біотехнологій та ІТ. Фахівці спостерігають дві позитивних тенденції цього періоду:

- 1) Завершення масштабних процесів консолідації дрібних пакетів акцій в руках окремих власників;
- 2) Закордонна експансія великих українських підприємств, зокрема, українські придбання в Південно-східній Азії, на Середньому сході, Східній Європі та Росії;
- 3) Нове осмислення українськими компаніями процесів злиттів/поглинань в контексті своєї загальної стратегії розвитку: для виходу на нові ринки, запуску нових продуктів, розширення географії або оптимізації своїх активів. [11, с.25]

Після рекордного 2007 року обсяг ринку в 2008 році значно зменшився – до \$2,5 млрд. Сума середньої угоди теж значно скоротилася порівняно із показниками минулих років: середній розмір угоди середнього сегменту ринку в 2007 році становив \$64 млн, а в 2008 – \$44млн. Найбільші угоди цього періоду – продаж Правекс-Банка та металургійного заводу «Істіл». Серед причин зниження активності на ринку злиттів/поглинань фахівці називають перевищені очікування українських власників стосовно вартості компаній, що ґрунтуються на позитивному досвіді минулих років. В свою чергу, інвестори не мають наміру переплачувати за новий бізнес на порозі економічної світової кризи. «Конфлікт очікувань і реальності» призводить до спаду на ринку злиттів/поглинань. При цьому, покупці вичікують, що рівень цін впаде до свого мінімуму. [12, с.21]

За розрахунками компанії Delphi Capital, в 2009 році очікується певне зростання активності на ринку злиттів/поглинань України, при цьому очікується, що це буде ринок покупця: вартість українських компаній різко знизиться порівняно з минулими роками. [13] Окрім внутрішніх причин, пов'язаних із кризою боргового фінансування, ця тенденція визначається і низкою глобальних факторів, а саме бажанням інвесторів мінімізувати ризик та дефіцитом вільного інвестиційного капіталу. З огляду на ситуацію, що склалася, власникам проблемних підприємств можна порадити наступні кроки:

- З метою уникнення ворожого поглинання краще погодитися на дружнє (добровільне) поглинання, ніж потім продаватися за борги. В даному випадку краще продатися лідеру галузі, або погодитися на злиття із рівним конкурентом;

- При наявності хоч маленького запасу коштів рекомендується відбирати «дешеві» активи.

Особливістю існування ринку злиттів/поглинань можна також назвати зростання кількості непублічних угод та угод, що не супроводжуються послугами компаній-консультантів. Риса, що була властива ринку на початку його розвитку, знов проявляється, перш за все, через небажання власників оприлюднювати борги або низьку вартість своїх компаній тощо.

Дуже корисним саме в цей кризовий час було б повернення державних органів до налагодження юридичних механізмів супроводу угод злиття/поглинання, зниження корупції в судах, вирішення земельного питання, запобігання рейдерським атакам, а також стабілізація політичної ситуації в країні, але, напевно, багатьма структурами влади ці ініціативи гальмуються, адже влада лишається зацікавленою в «недосконалості» ринку злиттів/поглинань. Представникам влади властиво захищати свої інтереси: «Разом з цим будь-яка влада в суспільстві носить суперечливий характер. Сутність даної суперечки полягає в тому, що, з одного боку, влада є об'єктивною економічною необхідністю, що забезпечує підпорядкування приватної економічної поведінки загальним цілям, а з другого, влада для її носія є засобом максимізації власної приватної вигоди через підкорення цій цілі діяльності інших людей.»[14]

Таким чином, можна зробити висновок про досить адекватний розвиток ринку злиттів/поглинань в Україні, адже за декілька років було зафіксовано досить вагомі показники зростання обсягу. Безумовно, негативні тенденції прогнозуються на період світової фінансової кризи, але ці явища є наразі частиною світового негативного тренду. Перешкодами для розвитку українського ринку злиттів/поглинань є великий рівень корумпованості всіх рівнів влади, судів, недосконалість юридичного ґрунту для здійснення угод, і, як наслідок, можливість для незаконних захоплень та привласнень в сфері корпоративного контролю. У разі вирішення перерахованих проблем можна прогнозувати лише укріплення позицій України на світовому ринку злиттів/поглинань.

Література:

1. Эванс Френк Ч., Бишоп Девид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: «Альпина Паблишер», 2004. – 332 с.

2. Стэнли Ф. Рид, Александра Р. Лажу. Искусство слияний и поглощений / Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2006. – 957 с.
3. Момот Т. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології. – Х.: Фактор, 2007. – 224 с.
4. Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456с.: ил.
5. Цивільний Кодекс України від 16.01 2003р. (№ 435 – IV) <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=435-15>
6. Господарський Кодекс України від 16.01 2003р. (№ 436 – IV) <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>
7. Яременко Я. Слияние и поглощение иностранных субъектов. – Правовые аспекты слияния и поглощения в Украине / Практическое пособие. Под ред.Д. Александрова. – К.: Юридическая практика, 2006. – с.70-74
8. Елена Шкарпова «Большими глотками» // Украинский деловой еженедельник "Контракты" / № 16 от 17-04-2006. – <http://www.kontrakty.com.ua/show/rus/article/7215/1620067215.html>
9. Там же.
- 10.Итоги слияний и поглощений в Украине в 2006 году. – <http://forinsurer.com/news/07/04/23/11063>
- 11.Э. Кадыров. Клуб экспертов // Комментарии. – 26.12.2007. - №50. – с. 25
12. Т. Очимовская. Патриотизм в цене у перекупщиков // Комментарии. – 26.12.2008. - №49 - 50. – с. 21.
13. Особенности рынка слияний и поглощений в Украине в 2009 году. - < <http://www-us.publicity.kiev.ua/one/s/Osobennost2696318.html>>
- 14.Дементьев В.В. Проблема контроля над распределением власти в трансформационной экономике / Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Випуск 70. – Донецьк, ДонНТУ, 2004. – с.5-14.

Стародубцева Олена Іванівна

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ЗЛИТТІВ/ПОГЛИНАНЬ

Стаття присвячена аналізу ринку злиттів/поглинань в Україні, висвітлює передумови його виникнення, проблеми та особливості розвитку в період 2004-2008 років.

Проаналізовані кількісні показники обсягу ринку, підкреслені риси, характерні для кожного року розвитку ринку. Оглянуті позитивні та негативні тенденції. Особлива увага приділяється проблемам існування ринку злиттів/поглинань в період світової фінансової кризи, оглянуті прогнози та поради фахівців щодо подолання кризових тенденцій розвитку ринку. Зроблено загальний висновок щодо рівня розвитку ринку злиттів/поглинань в Україні.

Ключові слова: Злиття та поглинання, рейдерство, ринок корпоративного контролю, приватизація, іноземні інвестиції

Стародубцева Елена Ивановна

ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ УКРАИНСКОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ/ПОГЛОЩЕНИЙ

Статья посвящена анализу развития рынка слияний/поглощений в Украине, выявляет предпосылки его возникновения, проблемы и особенности развития в период 2004-2008 годов. Дан анализ количественных показателей рынка, подчеркнуты черты, характерные для каждого года развития рынка. Сделан обзор позитивных и негативных тенденций. Особое внимание уделяется проблемам существования рынка слияний/поглощений в период мирового финансового кризиса, рассмотрены прогнозы и советы специалистов по преодолению кризисных тенденций развития рынка. Сделан общий вывод по уровню развития рынка слияний/поглощений в Украине.

Ключевые слова: Слияния и поглощения, рейдерство, рынок корпоративного контроля, приватизация, иностранные инвестиции

Elena Starodubtseva

THE FEATURES OF THE UKRAINIAN M&A MARKET DEVELOPMENT

The article is devoted to the Ukrainian M&A market analysis, highlighting its causes, problems and special features of the period 2004-2008. Together with quantitative market volume results, the annual tendencies of the market development are presented. The focus is given to the problems of the Ukrainian M&A market caused by the world financial crisis as far as the experts' opinions and recommendations on the matter.

Key words: Mergers and acquisitions, corporate control, privatization, foreign investment