

УДК 347

DOI <https://doi.org/10.32847/ln.2021.13.2.03>

Колода Г.Є.

аспірант кафедри цивільного права

Національний університет «Одеська юридична академія»

ТИПИ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ, ЇХ ПЕРЕВАГИ

Постановка проблеми. За роки незалежності український ринок пережив багато M&A угод за участю іноземних інвесторів. Останні роки, що Україна стала на шлях європейської інтеграції можна констатувати активне приєднання України до світової економіки, перш за все, через присутність в країні знову ж таки іноземних інвесторів. З приходом на український ринок іноземних компаній в нашу реальність приходять й нові терміни й поняття також і в частині корпоративного контролю.

Нерідко трапляються ситуації коли іноземна компанія поглинала українську, проте з часом весь український бізнес дійшов до керування через іноземні суб'єкти господарювання, тому M&A здійснюються не за українським правом. У зв'язку з гнучкістю європейського законодавства у порівнянні з українським у інвесторів з'являється і різноманіття типів укрупнення бізнесу.

Стан дослідження такої теми. Окремі аспекти досліджували у своїй роботі О. Стародубцева, О. Кириченко, Е. Хеслоп.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. На дану роботу покладено вирішення питання, щодо обрання такого типу M&A трансакції який буде релевантним для кожної окремої ситуації окремо.

Мета дослідження – проаналізувати можливі типи трансакцій M&A, визначивши особливості кожного, що допоможе заздалегідь визначитися зі стратегією при підготовці та проведенні такої угоди.

Викладення основного матеріалу.

Злиття і поглинання (*англ. mergers and acquisitions, M&A*) є однією з найбільш попу-

лярних стратегій збільшення для будь-якого бізнесу незалежно від його виду.

Злиття та поглинання є частиною інституту корпоративних фінансів та управління інвестиціями. Інвестиційні банкіри з Нью-Йоркської фондової біржі регулярно проводять M&A угоди, об'єднуючи окремі компанії в цілі холдинги, що здебільшого стало доволі вже звичайною практикою.

Так Злиття (*англ. merger*) це об'єднання двох корпорацій в якому тільки одна з них «виживає», а друга взагалі припиняє своє існування. Розрізняють декілька видів злиттів **statutory merger** та **subsidiary merger**. Так **statutory merger** уявляє собою процедуру при якій поглинаюча компанія приймає активи, права та обов'язки компанії, що поглинається. При операції **subsidiary merger** компанія, що поглинається перетворюється на дочірню. Обов'язково слід відрізнити злиття від консолідації. Так консолідація (*англ. consolidation*) уявляє собою поєднання двох або більше компаній при якому утворюється зовсім вже нова компанія. Так, різницю можна простежити на такому прикладі: $A + B = A$: компанія «Б» зливається з компанією «А». При консолідації $A + B = C$, де C – це, заздалегідь, нова компанія. Незважаючи на відмінності між ними, терміни злиття та консолідація, як, втім, і багатьох інших термінів в даній сфері, іноді використовуються як взаємозамінні. Так, при об'єднанні двох рівнозначних компаній, більш доцільним є використання терміну консолідація, а коли дві компанії вже значно розрізняються за своїми «розмірами», більш доречним ніж «консолідація» є використання терміну злиття. Однак на практиці ця

різниця часто є розмитою, і термін злиття більш широко застосовується до угод у які включаються, як рівнозначні компанії так і компанії різні за розміром.

Ще одним терміном, який широко використовується для опису угод де предметом виступають схожі відносини є поглинання [2] (англ. **takeover, acquisitions**). Цей термін взагалі більш невизначений і заздалегіть відноситься тільки до ворожих операції в яких згода компаній, що поглинаються не потрібна [5], проте в інших випадках він використовується для позначення як дружніх, так і недружніх злиттів.

Злиття слід класифікувати, як: горизонтальні, вертикальні або конгломератні. Так горизонтальним злиттям вважається (англ. **horizontal merger**) об'єднання двох конкуруючих компаній. Так, у 1990-і рр. всередині деяких галузей спостерігаються стрімкі процеси консолідації. Багато з таких угод включали купівлю великими компаніями однієї галузі виробництва їх більш дрібних конкурентів, як раз із використанням інструментарію притаманному процедурі злиття. Компанії, що були придбані долучались до безперервно зростаючої великої, яка вже для них була матринською. Такі угоди іноді називають зростаючим поглинанням або «експансією» (англ. **roll-up acquisitions**). Наприклад, у 1994 році дві великі компанії військово-промислового комплексу: Northrop та Grumman [18], об'єдналися в угоді вартістю 2,17 млрд. дол. США, більш сучасним прикладом може слугувати злиття компаній Cenovus Energy та конкурента Husky Energy у 2021 році, вартість такої угоди сягала близько 2,9 млрд долл. США.

Якщо горизонтальне злиття призводить до збільшення ринкової сили компаній що «об'єднались», що буде у майбутньому може мати сильні антиконкурентні наслідки, то таке злиття може бути оскаржене на підставі того, що були порушені норми антитрестового законодавства (англ. **antitrust laws**). В останні роки, Уряд США поведився досить

ліберально і дозволив багатьом горизонтальним злиттям здійснюватися безперешкодно.

Вертикальними злиттями (англ. **vertical mergers**) є об'єднання компаній, що мають взаємовідносини покупця і продавця. Наприклад, в 1993 року найбільша в світі фармакологічна компанія Merck придбала за 6 млрд. дол. США Medco Containment Services – одного з найбільших постачальників масових рецептурних медикаментів. Ця угода дозволила Merck перетворитися з найбільшої фармацевтичної компанії в потужного інтегрованого виробника та, одночасно, дистриб'ютора медичних препаратів. Ця угода не була оскаржена антитрестовими регуляторами, хоча сама комбінація призвела до появи більш сильною корпорації. Парадоксально, але регулюючі органи, як на очікуваний результат, послалися на збільшення конкуренції і у зв'язку з цим і на зниження цін. Компанія може розглядати варіант вертикальної інтеграції з ряду причин, наприклад, компанії можуть інтегруватися вертикально, щоб забезпечити собі джерело постачання сировини (англ. **dependable source of supply**). Залежність виражається не тільки в самому факті поставки сировини, а й в якості в якій вона надійде на виробництво. Наявність своєчасного постачання сировини допомагає компанії надійно поставити свій власний кінцевий продукт. Крім того, якщо компанії здійснюють управління товарно-матеріальними запасами по схемі «точно та вчасно» (англ. **just-in-time**), вони можуть скористатися перевагами вертикально інтегрованої корпоративної структури для зниження складських витрат.

Конгломератним називається таке злиття (англ. **conglomerate merger**) при якому компанії, що зливаються не є конкуруючими і не перебувають у відносинах – покупець та продавець. Одним з таких прикладів може бути покупка тютюновою компанією Philip Morris у 1985 році компанії General Foods за 5,6 млрд. дол. [18]. Так, обидві ці компанії перебували в досить різних економічних сферах.

Усі угоди М&А також можна класифікувати за рівнем синергії. Наведені вище приклади свідчать про те, що горизонтальні та вертикальні угоди відносяться до пов'язаних угод. Пов'язані злиття і поглинання є стратегічним ходом до організації бізнесу та ціноутворення продукції, оскільки дають змогу використовувати зв'язки між ланками формування ціни на різних етапах для зниження витрат на виробництво, обміну досвідом і технологіями. Метою таких типів злиттів і поглинань є набуття додаткових конкурентних переваг, які в результаті сприятимуть подальшому підвищенню ринкової вартості вже не продукції, а самого бізнесу. Непов'язані типи угод здебільшого характеризують конгломератні злиття та поглинання. Мотивація до вступу у таку угоду може бути різною – від пошуку альтернативних напрямів бізнесу з більш високим валовим прибутком до задоволення особистих амбіцій, як покупця. У більшості випадків такі угоди здійснюються з метою підвищення фінансових результатів та диверсифікації діяльності, а не стратегічної кореляції. При фінансовому злитті компанії, що об'єдналися, не діють як єдине ціле; при цьому не очікується також і істотна економія на масштабах виробництва, але у такому випадку має місце централізація фінансової політики, яка сприяє посиленню позицій компанії на ринку цінних паперів, у фінансуванні інноваційних проєктів тощо. У країнах з розвинутими ринковими відносинами збільшення вартості акцій компанії є однією з головних передумов, яка змушує їх вдаватися до угод із непов'язаним типом синергії. Хоча вже тут виникає певна суперечність: відсутність синергії на виробничому рівні компенсується синергетичним ефектом збільшення вартості цінних паперів або можливостей розширення джерел та видів фінансування подальшої діяльності. В умовах глобалізації злиття та поглинання набувають глобальних масштабів. Так, за географічною ознакою, угоди М&А поділяються на локальні, або національні, та тран-

снаціональні (*англ. transnational merger* чи *cross-border acquisition*).

Наступна класифікація угод М&А розрізняється характером дій менеджменту компанії. При ворожому злитті топ-менеджери компанії-продавця не погоджуються з діями компанії-покупця, нерідко намагаються чинити опір через судові позови або активну протидію у ЗМІ. Тому часто у таких випадках пропозиція придбати акції робиться безпосередньо власникам акцій компанії (наприклад, трудовому колективу) без будь-яких консультацій з менеджментом. Кожен власник вирішує самостійно, продавати свою частку чи ні. При дружньому поглинанні злиття має бути «санкціоноване» як акціонерами, так і Менеджментом компанії [4]. Оскільки в Україні ринок цінних паперів не настільки розвинений, як на Заході, а кількість акцій, що котируються (такі, що знаходяться, як в біржовому списку, так і в біржовому реєстрі) досить обмежена, адже дійсно «Публічних» акціонерних компаній в Україні дуже мало, прикладом такої акціонерної компанії може слугувати ПАТ "ДОНБАСЕНЕРГО", то вплив топ-менеджменту в частині управління інвестиціями, не має визначального впливу у випадку прийняття рішення «Публічною» компанією рішення про вступ до М&А угоди, а от здійснення ворожого злиття, при неможливості досягнення домовленостей між партнерами, через українські біржі досить непросто на відміну від таких дій у наших західних сусідів, за виключенням тих випадках в яких всі 100% акцій знаходяться суто у публічному обігу. Разом з тим, в Україні була популярна і залишається досі проте вже у дуже малих масштабах схема викупу акцій товариств у його ж працівників, де акції таким працівникам доставались під час приватизаційного процесу у дев'яності роки. У періоди «активної приватизації» біля заводів та великих підприємств чергували свого роду агенти, а насправді «сірі брокери», які скуповували сертифікати акцій працівників, концентруючи таким чином у своїх руках дуже значні

«портфелі». На сьогодні, коли акції перейшли у бездокументарну форму, більшість компаній змінили тип з «Публічних» на «Приватні», а «сірі брокери» перетворились у інвестиційні фонди та компанії з управління активами, та перейшли «он-лайн» такий спосіб набуття значних розмірів пакету став по суті неможливим і не раціональним адже не дозволяє сконцентрувати пакети значного розміру.

У той же час, слід зазначити, що дружні поглинання найчастіше мають не лише позитивні сторони. Як правило, відділення власного капіталу від інвестиційного капіталу призводить до агентських витрат між Менеджментом та власниками компаній. Менеджмент може перешкоджати злиттю, яке було б прибутковим для того чи іншого акціонера, якщо при цьому він навіть може зараз втратити і частину власного капіталу. Як зазначають західні дослідники, важливим аспектом такого злиття виступає виплата певної комісії Менеджменту за надання ними згоди на реалізацію операції з поглинання. У випадку з «ворожим злиттям» [3], такі витрати відсутні. Варіант з ворожим злиттям можна розглядати як альтернативний спосіб, що не залежить від погодження такої операції з Менеджментом. Важлива відмінність угод злиттів та поглинань полягає у способі об'єднання. Так, виділяють: корпоративні альянси, корпорації або холдинги. Створення корпоративного альянсу має на меті інтеграцію компаній, що сконцентровані на конкретному напрямі бізнесу, що забезпечує отримання синергетичного ефекту тільки у такому напрямі, у решті ж способів об'єднання компанії діють

самостійно. При цьому компанії можуть обирати різні форми сумісних структур, наприклад, спільні підприємства. Зокрема, прикладом корпоративного альянсу може слугувати об'єднання активів компаній «МЕТІНВЕСТ» та «СМАРТХОЛДІНГ», оскільки вони об'єднували лише власні гірничо-металургійні активи. При створенні корпорації об'єднуються всі активи компаній, що залучаються до операції, з метою отримання синергетичного ефекту за рахунок збільшення масштабів діяльності. Холдинг – це такий особливий тип об'єднання при якому володіння контрольними пакетами акцій інших компаній має на меті контроль та управління їх діяльністю, прикладом такої структури може слугувати вертикально-інтегрований холдинг «ДТЕК».

Висновки.

Так автором було розглянуто основні типи угод М&А. Були визначені недоліки і переваги кожного. Обрання того чи іншого типу як досліджено автором прямо впливає на стратегію, як при підготовці до самої угоди так і в процесі її реалізації. Явище М&А є складним та багатограним не тільки в межах правового поля – це насамперед поєднання багатьох бізнес-процесів та домовленостей. Нажаль законодавство України є не дуже гнучким, тому реалізація окремих типів угод та їх конструкцій не є можливим, як результат ми бачимо виток прямих інвестицій за межі нашої країни. Розглядаючи дану ситуацію в межах тільки правового поля та євроінтеграційних процесів, то ми бачимо широкий спектр можливих конструкцій для побудови бізнесу виходячи з певних потреб.

Анотація

Аналізуючи різноманітність підходів до визначення понять «злиття» та «поглинання», варто зазначити, що це явище є багатограним. Більшість досліджень висвітлюють окремі аспекти цього складного явища залежно від цілей, мотивів інтеграції підприємств та від умов зовнішнього середовища, в якому функціонують підприємства. На сьогодні злиття та поглинання компаній є дієвим інструментом забезпечення ефективної економічної діяльності компаній, засобом підвищення інвестиційної привабливості та збільшення загальної вартості активів за рахунок синергії.

Метою об'єднання більшості компаній є досягнення певних позитивних економічних ефектів, які виникають від консолідації виробничих, фінансових, наукових та управлінських

ресурсів. Поєднання цих ресурсів визначає потенціал організації. При створенні інтегрованих корпоративних структур передбачається отримання позитивних синергічних ефектів.

У роботі розглянуті типи злиттів, особливості та переваги кожного з таких типів. Проведено аналіз українського законодавства на можливість використання будь-якого із наведених типів.

Так у 2014 році Україна вийшла на старт з реформами по безлічі напрямків корпоративного управління. Наприклад в «Стратегії - 2020», підготовленій в 2014 році, було позначено 60 ключових реформ. Частина з яких вдалося реалізувати.

Наприклад, в 2017 – 2018 роках вийшло якісно оновити корпоративне законодавство країни були прийняті, як нові нормативно-правові акти, так і відновлені вже існуючі з яких можна виділити: Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо порядку функціонування фондових бірж, порядку укладання договорів, предметом яких є корпоративні права, Закон України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю», Закон України Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо корпоративних договорів, тощо.

Проте Українське законодавство потребує подальшої трансформації.

Ключові слова: Злиття та поглинання, горизонтальне злиття, вертикальне злиття, вороже поглинання, джерело постачання сировини.

Koloda H.E. The types of M&A its advantages

Summary

Analyzing of the variety of approaches to the definition of "merger" and "acquisition", it should be noted that this phenomenon is multifaceted. Most of researches highlight some aspects of this complex phenomenon depending on the goals, motives for the integration of enterprises and the conditions of the external environment in which enterprises operate. Today, mergers and acquisitions are an effective tool for ensuring the efficient economic activity of companies, a means of increasing investment attractiveness and increasing the total value of assets through synergies.

The purpose of consolidation of the majority of companies is to achieve certain positive economic effects that arise from the consolidation of production, financial, scientific and managerial resources. The combination of these resources determines the potential of the organization. When creating integrated corporate structures, positive synergy effects are expected to be obtained.

In the academic article was considered the types of mergers, features and advantages of each of these types. The author analyzed the Ukrainian legislation on the possibility of using any of these types. Thus, in 2014, Ukraine started with the reforms in many areas of corporate governance. For example, the Strategy 2020, prepared in 2014, identified 60 general reforms. Some of which were implemented.

For example, in 2017 - 2018 it was possible to qualitatively update the corporate legislation of the country, both new regulations and restored existing ones were adopted: the Law of Ukraine "On State Regulation of the Securities Market in Ukraine", the Law of Ukraine "On securities and stock market ", the decision of the National Commission on Securities and Stock Market on the operation of stock exchanges, the procedure for concluding agreements subject to corporate rights, the Law of Ukraine" On Limited and Additional Liability Companies ", the Law of Ukraine some legislative acts of Ukraine on corporate agreements, etc.

However, Ukrainian legislation needs further transformation.

Key words: Mergers and acquisitions, horizontal merger, vertical mergers, hostile takeover, dependable source of supply.

Список використаних джерел:

1. Тарасова О.В. Сутність ринку злиття-поглинання в Україні та його структурні елементи / О.В. Тарасова // *Вісник Херсонського державного університету*. – 2015. – Вип. 2. – Ч. 2. – С. 151–154.
2. Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і гол. ред. В.Т. Бусел. – К.; Ірпінь: ВТФ Перун, 2005. – 1728 с.
3. Рид Ф. Искусство слияний и поглощений : учебное пособие / Ф. Рид, А. Рид Лажу, 3-е из. – М. : Альпина Бизнес Букс, – 2007. – 957 с.
4. Как оценить и продать свой бизнес / Эндрю Хеслоп; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — 182 с.
5. Кабиллу А.М. Рейдерство и враждебные поглощения: сущность, виды, методы защиты / А.М. Кабиллу // *Вісник економічної науки України*. – 2007. – № 2. – С. 53–58.
6. Кириченко О.А. Деякі аспекти злиття та поглинання компаній у світлі побудови нової інтеграційної системи економіки / О.А. Кириченко, Е.В. Ваганова // *Актуальні проблеми економіки*. – 2009. – № 2. – С. 45–56.
7. Гордєєва Т.А. Злиття та поглинання як інструменти антикризового управління / Т.А. Гордєєва // *Вісник Хмельницького національного університету*. – 2010. – Т. 1. – № 1. – С. 20–23.
8. Тищенко А. Понятийный аппарат в интеграционных процессах слияний и поглощений компаний / А. Тищенко, В. Хаустова // *Бизнес Информ*. – 2008. – № 12. – С. 21–25.
9. Волков В. Основы слияния и поглощений / В. Волков // *Финансовый менеджер*. – 2005. – № 9. – С. 90–95.
10. Баюра Д.О. Реструктуризація підприємств: [навч. посіб.] / Д.О. Баюра. – К.: Київський університет, 2005. – 209 с.
11. Ігнатюк А.І. Галузеві ринки: теорія, практика, напрями регулювання: [монографія] / А.І. Ігнатюк. – К.: Ін-т аграр. економіки, 2010. – 465 с.
12. Ігнатюк А.І. Процеси злиття та поглинань: світовий досвід та Україна / А.І. Ігнатюк // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. – 2005. – Вип. 75–76. – С. 65–67.
13. Коломійцева О.В. Мотиви та причини процесів злиттів і поглинань підприємств / О.В. Коломійцева // *Актуальні проблеми економіки*. – 2012. – № 6 (132). – С. 142–149.
14. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / А.П. Гохан; 3-е изд., перераб. и доп. – М.: АльпинаБизнес Букс, 2007. – 741 с.
15. Филюк Г.М. Конкуренція і монополія в епоху глобалізації: [монографія] / Г.М. Филюк. – Житомир: ЖДУ ім. І.Франка, 2009. – 404 с.
16. Stanley, Foster Reed and Alexandra, Reed Lajoux (1999). *The art of M&A Merger / Acquisition buyoutguide*. McGraw-Hill.
17. Доналд Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании: [учеб. пособ.] / Д. Доналд; пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с.
18. Gaughan P. *Mergers, acquisitions, and corporate restructuring*. – New Yourk, NY, Wiley, 1996. – 578 p.