

# ХОЗЯЙСТВЕННОЕ ПРАВО И ПРОЦЕСС

УДК 346.12

## СПОСОБИ ТА ФОРМИ СТРУКТУРУВАННЯ УГОД M&A

**Олександр ХЛОПЕНКО,**

студент IV курсу факультету історії та права

Кіровоградського державного педагогічного університету імені Володимира Винниченка

**Володимир ІГНАТЕНКО,**

кандидат юридичних наук,

старший викладач кафедри правознавства факультету історії та права

Кіровоградського державного педагогічного університету імені Володимира Винниченка,  
адвокат

### SUMMARY

The article provides the analysis of current approaches to structuring mergers and acquisitions, forms and stages of concluding such agreements, factors affecting the choice of form of agreement, based on examples of actual transactions of mergers and acquisitions that took place in the Ukrainian economy in the last two years.

**Key words:** mergers and acquisitions, M&A, reorganization of businesses, agreement structuring, shareholders, concentration.

### АНОТАЦІЯ

У статті досліджуються поняття структуривання угод злиття і поглинання, форми та етапи укладення таких угод, фактори, що впливають на вибір тієї чи іншої форми угоди. Аналізуються приклади реальних угод злиттів і поглинань, що відбулися в українському бізнесі за останні два роки.

**Ключові слова:** злиття і поглинання, M&A, реорганізація підприємств, структуривання угод, акціонери, концентрація.

**Постановка проблеми.** Злиття і поглинання залишаються достатньо вузькою нішею в юридичному бізнесі частково через значну дерегульованість галузі, частково через те, що на практиці часто залучаються зарубіжний досвід та іноземне законодавство для укладання таких угод. Через це такі специфічні питання, як мотиви, структура та етапи злиттів і поглинань, їх юридичне та економічне обґрунтування, недостатньо висвітлені вітчизняною юридичною наукою.

**Актуальність теми.** Окремі аспекти цих питань розглядалися вітчизняними та зарубіжними вченими. А.О. Оксак вивчає вплив регуляторної політики держави на мотиви злиттів і поглинань, С. Рід та А. Лажу вивчають всі аспекти та етапи угод злиттів та поглинань на досвіді США, С.В. Вербов досліджує злиття та поглинання у банківській сфері та їх фінансові аспекти. Проблеми та перспективи розвитку підприємств шляхом злиттів і поглинань досліджувались в роботах Г. Дінза, Ф. Еванса, Д. Бішопа, Д. Депамафіліса, С. Рід, П. Гохана, О. Полоника, Ю. Заремби та А. Бабич.

Отже, **метою статті** є вивчення сформованої світової та української практики структуривання угод, теоретичного та практичного закріплення визначення, форми та приклади застосування різних способів структуривання угод M&A в українському бізнесі за останні роки.

**Вклад основного матеріалу дослідження.** Мотиви укладання угод злиття та поглинання компаній залежать від ситуації на ринку, а також від стратегії діяльності компанії і ресурсів, якими вона володіє, що, в свою чергу, на пряму впливає на подальший вибір стратегії та структури укладення угоди. Виділяють такі основні мотиви злиттів та поглинань (далі – M&A): бажання отримати синергетичний ефект, диверсифікація виробництва, по-

даткова оптимізація, захист від недружного поглинання, підвищення управлінської ефективності, відмінності між ринковою ціною компанії і вартістю її заміщення [1].

Основним мотивом злиттів і поглинань є економічні ефекти інтеграції компаній, хоча для українських компаній значущим залишається мотив придбання недооцінених компаній. Але об'єднання компаній завжди спричиняє значні витрати, які включають прямі, пов'язані з придбанням акцій, викупом зобов'язань та активів, і непрямі, пов'язані зі зниженням керованості об'єднаної структури і падінням ефективності виробництва в процесі інтеграції. Це породжує високий ризик, і, як наслідок, значна кількість укладених угод визнається неефективною. Саме тому дослідження процесів злиттів та поглинань, а також визначення тенденцій розвитку та особливостей вітчизняного ринку є надзвичайно актуальними [2, с. 455].

Стенлі Фостер Рід та Олександра Рід Лажу у посібнику «Майстерність злиттів та поглинань» зазначають, що структуривання – одне з найважливіших питань будь-якої угоди зі злиття, поглинання або викупу. Під структуриванням розуміється те, яку форму прийме конкретна угода. Широкий вибір форм проведення операції (придбання активів, передача акцій, різні види злиттів, тендерні пропозиції тощо) при різноманітті істотних для неї чинників (юридичних, податкових, бухгалтерських тощо) дає простір для творчого планування, покликано задовольнити часто протилежні інтереси покупців, продавців, інвесторів і кредиторів [3, с. 245].

Придбання активів (asset purchase) – покупець набуває частину або всі активи компанії за заздалегідь узгодженою ціною.

При покупці активів компанія, яку купують, переводить покупцеві всі активи, що використовуються для

бізнесу, який є об'єктом продажу. У тому числі основні фонди: матеріальні активи, які підприємство/установа утримує з метою використання їх у процесі виробництва/діяльності або постачання товарів, надання послуг, здавання в оренду іншим особам або для здійснення адміністративних і соціально-культурних функцій, очікуваний строк корисного використання (експлуатації) яких більше одного року, а також нематеріальні активи, до яких відносяться права за контрактами, оренда, патенти, торгові знаки тощо. Для передачі деяких специфічних видів активів компанія, що купується, готує спеціальні документи, зокрема свідоцтва про передачу акцій, заставні, договори цесії [1; 4].

Серед переваг цього типу угод варто зауважити, що невідомі та нерозкриті компаніями під час юридичних та фінансових перевірок – due diligence – зобов'язання не переходять до покупця. Також покупцеві немає необхідності виконувати потенційно не вигідні угоди з профспілками і працівниками.

Стенлі Фостер Рід додатково зауважує, що, якщо у продавця виникає оподатковуваний прибуток внаслідок продажу активів (це відбувається, коли оподатковувана база активів компанії, що купується, нижче ціни продажу цих активів), покупець значно заощадить на податках, якщо структурує цю угоду як придбання активів, оскільки піднімає оподатковувану базу придбаних активів, фіксує її за ціною покупки. І навпаки, якщо у продавця в результаті угоди з продажу активів виникає податковий збиток (сума збитку визначена за податковим законодавством об'єктом оподаткування за звітний період), покупцеві компанії краще придбати акції, а не активи. У цьому випадку він приймає на себе повну податкову історію бізнесу [3, с. 258; 5].

З цього можна зробити висновок – те, що вигідно покупцеві, може бути зовсім не вигідним продавцеві, який, цілком ймовірно, втрапить свої податкові переваги, структуруючи угоду на користь покупця. Така різниця в інтересах сторін з огляду на те, що правове регулювання нормами матеріального права повинно сприяти врегулюванню правовідносин нарівні стосовно обох сторін угоди однаково враховувати та задовольняти інтереси їх суб'єктів, може і повинна дати імпульс до активних переговорів між сто-

ронами, в ході яких можливо добитися перегляду цінових умов угоди [3, с. 254–255].

З нещодавніх прикладів asset deal в Україні можна навести продаж 100% права участі ВАТ «Лукойл» у власності 240 АЗС та шести нафтобаз на території України австрійській компанії AMIC Energy Management GmbH. Серед мотивів цієї угоди у заяві «Лукойл» зазначається: «Продаж мережі АЗС і нафтобаз в Україні компанії AMIC дасть змогу «Лукойлу» оптимізувати структуру активів та систему управління збутовою мережею в Східній Європі, що має велике значення для підвищення ефективності нашого бізнесу в сфері збуту нафтопродуктів» [6].

Купівля акцій (Stock Purchase) – покупець визначає компанію, веде переговори про ціну покупки і набуває всі активи та зобов'язання цієї компанії, яка з юридичної точки зору продовжує працювати, як і раніше, але вже як дочірня (підконтрольна) компанія.

Продавець, який володіє акціями компанії, що підлягає продажу, передає покупцеві право власності на свої акції в обмін на узгоджений платіж. При реалізації акцій публічної компанії (за допомогою тендерної пропозиції) може вийти так, що покупець придбає не всі її акції. У разі продажу компанії, що має обмежене число учасників, така ситуація зустрічається значно рідше. Утримати частку акцій у своїй власності при продажу такої компанії може тільки той з числа її колишніх акціонерів, кого передбачається призначити на роль менеджера компанії після її поглинання [1].

В Законі України «Про акціонерні товариства» закріплені певні вимоги до структури угод поглинання через купівлю акцій як юридичного документа:

- повне найменування та реквізити кожного товариства, що бере участь у злитті, приєднанні, поділі, виділі або перетворенні;
- порядок і коефіцієнти конвертації акцій та інших цінних паперів, а також суми можливих грошових виплат акціонерам;
- відомості про права, які надаватимуться підприємницьким товариством- правонаступником власникам інших, крім акцій, цінних паперів товариства, діяльність якого припиняється внаслідок злиття, приєднання, поділу, перетворення або з якого здійснюється виділ, та/або перелік заходів, які пропонується вжити стосовно таких цінних паперів;

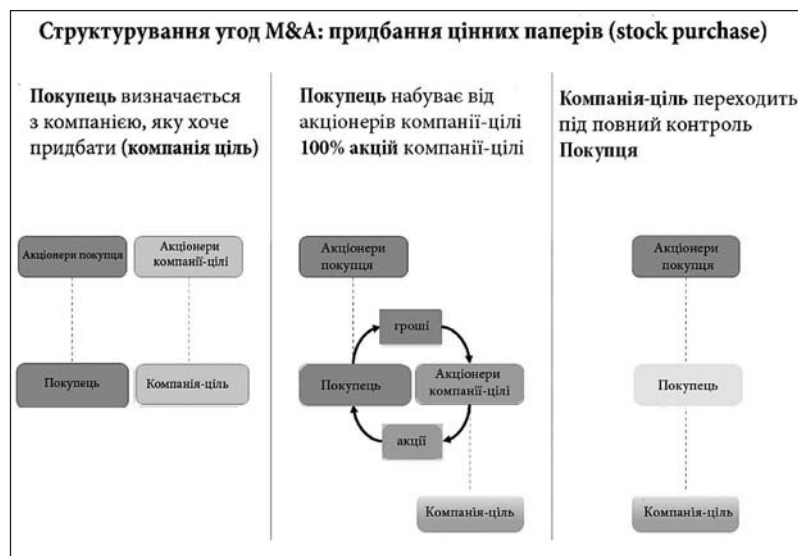
– інформацію щодо запропонованих осіб, які стануть посадовими особами товариства у підприємницькому товаристві – правонаступнику після завершення злиття, приєднання, поділу, виділу або перетворення та запропоновані до виплати таким особам винагороди чи компенсації;

– порядок голосування на спільних загальних зборах акціонерів товариств, що беруть участь у злитті або приєднанні.

Також закріплені певні гарантії для акціонерів: не підлягають конвертації акції товариств, що беруть участь у злитті, приєднанні, поділі, виділі, перетворенні, власниками яких є акціонери, які звернулися до акціонерного товариства з вимогою про обов'язковий викуп належних їм акцій та які мають таке право [7].

Порядок конвертації акцій товариства, що припиняється, в акції новоствореного (новостворених) акціонерного товариства (акціонерних товариств) встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Головний недолік цього типу угод автори «Майстерності злиттів та поглинань» вбача-



**Таблиця 1**  
«Схематичне зображення угоди придбання Цінних паперів («Stock Purchase»)»

ють в тому, що угоду, у якій бере участь кілька акціонерів, набагато важче довести до кінця. Якщо припустити, що покупець бажає придбати всі 100% акцій компанії, то він повинен укласти договір купівлі-продажу акцій з кожним акціонером. Причому не виключена відмова ко-го-небудь з цих акціонерів від участі в угоді. Таким чином, один-єдиний акціонер може зірвати всю операцію [3, с. 257].

Цей шлях в угодах M&A досить популярний в Україні – більшість угод за 2015 рік пройшла саме у такий спосіб. Серед прикладів можна зазначити придбання влітку 2015 року Фондом Emerging Europe Growth Fund II, що знаходиться під управлінням інвестиційного фонду Horizon Capital, який раніше очолювала нинішня міністр фінансів України Наталя Ярьсько, від 10 до 15 відсотків акцій українського e-commerce гіганта Розетка.ua за нерозголошену суму коштів [8].

Іншим прикладом є придбання промислової групи «Креатив» білоруським бізнесменом Артуром Гранцем та ПАТ «БТА Банк», які за даними журналу «Forbes Україна», викупили 80% акцій «Креатив Груп». Бренд «Креатив» буде збережено, але саме підприємство буде реструктуризоване відповідно до виявлених та заявлених перед придбанням due diligence заборгованостей перед банками та іншими кредиторами [9, с. 87–88].

У рамках due diligence, як правило, для перевірки надаються загальні відомості про компанію: виписка про реєстрацію, статут, відомості про керівників, структура компанії, залежні компанії тощо; відомості про майновий стан і зобов'язання компанії: перелік всіх матеріальних і нематеріальних активів, інформація про наявних коротко-, середньо- і довгострокових зобов'язань (із вказівкою боржників і кредиторів, процентної ставки, строків платежу), взаємні зобов'язання в рамках компанії тощо; бухгалтерська звітність: річні й квартальні баланси, звіт про прибутки й збитки, аудиторський висновок тощо; наявні угоди з колективом і профспілками в рамках трудового законодавства, пенсійного забезпечення тощо; інші договірні зобов'язання й права: договори в рамках компанії, орендні договори, угоди з клієнтами й поставачальниками тощо; відомості про можливі юридичні процеси (цивільні, трудові, податкові, адміністративні тощо) [10, с.45–46].

Як правило, перевірка дійсності наданих під час due diligence відомостей, а також обґрунтованості передбачуваної ціни купівлі підприємства проводиться покупцем із залученням різних консультантів, зазвичай у вигляді юридичних фірм. Юристи, котрі беруть участь у підготовці до укладання угоди купівлі-продажу компанії, як правило, займаються оптимізацією юридичних і податкових аспектів угоди, що безпосередньо впливає на її вартість

Злиття – це угода, при якій одна корпорація юридично поглинається іншою, в результаті чого компанія-поглинач приймає на свій баланс всі активи та зобов'язання поглиненої компанії. Окремої передачі активів або зобов'язань не відбувається.

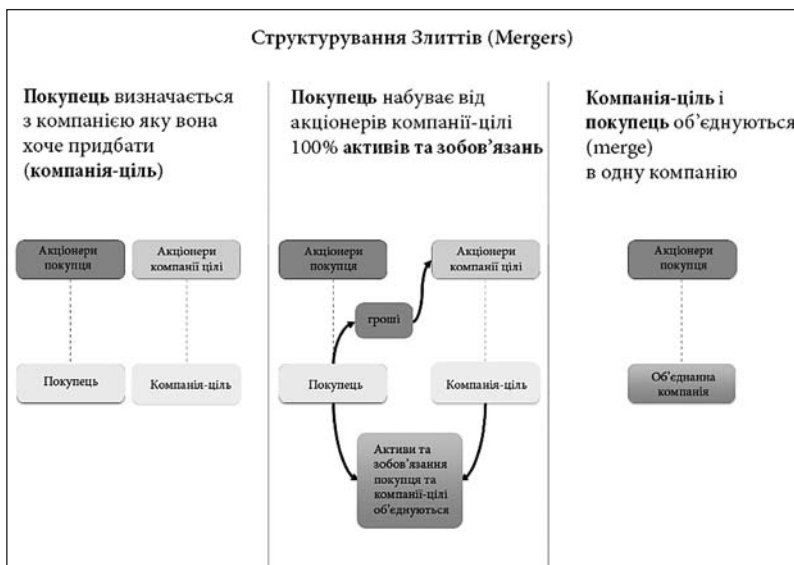
У разі так званого зворотного злиття (“reverse merger”) покупець поглинається придбаною компанією. Акціонери покупця отримують акції придбаної компанії, а акціонерам цієї компанії виплачується обумовлена компенсація. Наприклад, коли продаж здійснюється повністю за гроші, компенсація акціонерам поглиненої корпорації також видається грошима. У результаті угоди колишні акціонери купленої компанії втрачають всі права, тоді як акціонери покупця володіють і своєю, і придбаною компанією. Для цілей оподаткування зворотне злиття часто трактується як stock purchas [1; 3, с. 257].

При так званому форвардному злитті (“forward merger”) покупець поглинає придбану компанію, а акціонери останньої обмінюють свої акції за попередньо узгодженою ціною викупу. У результаті угоди покупець приймає на себе всі активи та зобов'язання придбаної компанії [3, с. 258].

**Висновки.** Таким чином, на вибір структури проведення угоди зі злиття чи поглинання впливає безліч факторів: від цілей, які мають бути досягнуті при завершенні злиття/поглинання, до інформації, яка відкривається під час юридичного та фінансового due diligence і переговорів між сторонами, та питань щодо ставок оподаткування та розмежування юрисдикцій. На наш погляд, як мінімум детальне врегулювання процедури due diligence у законних та підзаконних актах, як максимум закріплення сформованих традицій та схем, які використовуються у злиттях і поглинаннях у вітчизняному законодавстві, значно б спростили укладення таких угод, відкрили б доступ більшій кількості суб'єктів господарювання до ринку M&A та відкинули б необхідність проведення таких угод у іноземних юрисдикціях.

**Список використаної літератури:**

1. Структурування угод M&A – Злиття // M&A В УКРАЇНІ. – 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://mergers.com.ua/ua/deal-structures/merger>.
2. Оксак А.О. Особливості ринку злиття та поглинань в Україні / А.О. Оксак. // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2014. – № 1. – С. 454–462.
3. Reed S.F. The art of M&A / S.F. Reed, A.R. Lajoux. – New York : McGraw-Hill, 2007. – 957 с.
4. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 7 «Основні засоби» : Наказ Міністерства Фінансів України від 18 травня 2000 року № 288/4509 // Міністерство Юстиції України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0288-00/print1457264045962246>.
5. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 17 «Податок на прибуток» : Наказ Міністерства Фінансів України від



**Таблиця 2**  
«Схематичне зображення Угоди Злиття (“Merger”)»

20 січня 2001 року № 47/5328 // Міністерство Юстиції України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0047-01>

6. Лукойл оптимизует структуру активов в Восточной Европе и в Украине // Пресс-служба ПАО «ЛУКОЙЛ». – 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.lukoil.ru/press.asp?div\\_id=1&id=4814&year=2014](http://www.lukoil.ru/press.asp?div_id=1&id=4814&year=2014).

7. Про акціонерні товариства : Закон України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2008. – № 50–51. – Ст. 384 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17/page>.

8. В Horizon Capital подтвердили покупку пакета акций Rozetka.ua // Ліга Бізнес. – 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://biz.liga.net/all/it/novosti/3059746-v-horizon-capital-podtverdili-pokupku-paketa-aktsiy-rozetka-ua.htm>.

9. Хлимоненко Б.В. Переработать долги: кому и как достались проблемные заводы Группы «Креатив» / Б.В. Хлимоненко // Forbes Україна. – 2015. – № 10. – С. 87–93

10. Вербов С.В. Угоди зі злиття та поглинання у банківській сфері / С.В. Вербов // Науковий Журнал «Право і Громадянське суспільство». – 2013. – № 4. – С. 44–48.

