

СВІТОВИЙ ДОСВІД ПОПЕРЕДЖЕННЯ БАНКРУТСТВА: ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ

WORLD EXPERIENCE OF BANKRUPTCY PREVENTION: MERGERS & ACQUISITIONS

Дугінець Г.В.

доктор економічних наук,
завідувач кафедри світової економіки,
Київський національний торговельно-економічний університет

Duginets Ganna

Doctor of Sciences (Economic)
Head of the World economy Department,
Kyiv National University of Trade and Economics

В статті наведено результати ідентифікації світового досвіду злиття та поглинання (M&A) як інструменту запобігання банкрутства компанії з метою обґрунтування можливості його використання в українських реаліях. Доведено, що у світовій практиці M&A часто виступають в якості механізму оздоровлення бізнесу та запобігання банкрутству. Проаналізовано досвід США та країн Євросоюзу. Отримано висновок щодо створення та постійного вдосконалення спеціальних нормативно-правових та організаційних умови для запобігання банкрутству шляхом злиття неплатоспроможних компаній з більш сильними. Визначено, що в українській економіці злиття та поглинання активно здійснюються як на стадії появи перших сигналів погіршення так і вже при реалізації процедури банкрутства. Обґрунтовано необхідність створення механізму функціонування організованого національного ринку M&A за участю неплатоспроможних підприємств.

Ключові слова: світова криза, злиття та поглинання, банкрутство, неплатоспроможність.

В статье приведены результаты идентификации мирового опыта слияний и поглощений (M&A) как инструмента предотвращения банкротства компании с целью обоснования возможности его использования в украинских реалиях. Доказано, что в мировой практике M&A часто выступают в качестве механизма оздоровления бизнеса и предотвращения банкротства. Проанализирован опыт США и стран Евросоюза. Получено вывод по созданию и постоянному совершенствованию специальных нормативно-правовых и организационных условий для предотвращения банкротства путем слияния неплатежеспособных компаний с более сильными. Определено, что в украинской экономике слияния и поглощения активно осуществляются как на стадии появления первых сигналов ухудшения, так и уже при реализации процедуры банкротства. Обоснована необходимость создания механизма функционирования организованного национального рынка M&A с участием неплатежеспособных предприятий.

Ключевые слова: мировая кризис, слияния и поглощения, банкротство, неплатежеспособность.

A study of the global experience of mergers and acquisitions as a tool for preventing bankruptcy of a company, aimed at determining the possibility of its use in Ukrainian realities, is presented. The global economy has recently undergone three critical periods, the last of which was the financial crisis of 2008-2009; given the dependence and interconnectedness of crises on macro and micro-level economies, the world has been challenged to quickly find tools to overcome companies' insolvency in these conditions. Individual economic policies and international organizations were also forced to respond quickly to these new challenges. M&A involving insolvent companies became one of those tools. It is proven that, in the world practice, M&A often act as a mechanism of business recovery and bankruptcy prevention. The experience of the US and EU countries is analyzed. It is concluded that special regulatory and organizational conditions for the prevention of bankruptcy by merging insolvent companies with stronger ones are to be created and constantly improved. This is due to the fact that such a reorganization has advantages in terms of socio-economic consequences: the multiplier effect of bankruptcy of a company for its creditors decreases, jobs are saved, and social tensions are reduced. It is determined that, in Ukraine's economy, mergers and acquisitions are actively carried out both at the stage of appearance of the first signs of bankruptcy (deterioration of reporting indicators, other negative signals of the market) and also during the implementation of the bankruptcy procedure. However, these reorganizations take place without any special legal support, which significantly reduces the trans-

parency and fairness of such transactions, reduces their volume and thus increases the number of bankruptcies in an economy with corresponding negative consequences for all economic entities. The necessity to create a mechanism of functioning for an organized national M&A market both at the stage of bankruptcy prevention and in the process of bankruptcy of a company is substantiated; this will lead to increasing the chances of recovering troubled businesses and of interest lenders' supporting reorganization and rebuilding, as they will be able to gain more from reorganization than from liquidation.

Keywords: *global crisis, mergers and acquisitions, bankruptcy, insolvency.*

Постановка проблеми. Світова економіка нещодавно пройшла три критичних періоди, основою яких були азійська фінансова криза 1997–1998 рр., компромісний період 2000–2001 рр. та глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. Так, азійська фінансова криза спричинила єдину глобальну рецесію, зумовлену негативним зростанням ВВП протягом періоду щонайменше впродовж двох кварталів поспіль, що здійснювало структурний вплив на світову економіку та економічне зростання. Після кризи наприкінці ХХ ст. зростання ВВП спочатку відновилося до рівня майже 4%, але потім знов зменшилося та стабілізувалося на рівні 2,5%, визначаючи те, що, крім циклічних, структурні чинники також можуть впливати на глобальне економічне зростання. Світова криза 2008–2009 рр. також вплинула на характер світової торгівлі. На відміну від азійської фінансової кризи 1997 р., ця криза мала негативний вплив як на рівень, так і зростання торгівлі. Стрімке зростання торгівлі з 2001 р. по 2008 р. різко контрастує зі значно повільним зростанням з 2009 р. Зниження торгівлі проміжними товарами в 2015 р. спричинило падіння світової економіки до рівня докризового рівня та зупинило відновлення через шість років після кризи [1]. Враховуючи те, що кризи на макро- і мікрорівні економіки взаємопов'язані, то в процесі ця залежність все більш посилюється в світовій практиці постало питання швидкого пошуку інструментів подолання неспроможності компаній в умовах кризи. Економічна політика окремих країн і міжнародні організації також змушені були швидко відповісти на ці нові виклики. Одним з таких інструментів може стати злиття та поглинання за участю неплатоспроможних компаній.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Обрана для аналізу предметна сфера мало досліджена, що пояснюється певними її особливостями. Так у всьому світі злиття та поглинання за участю неплатоспроможних компаній характеризується найбільш низькою прозорістю, відсутністю інформації щодо можливих банкрутств, іноді її спотворенням та фальсифікацією. Найбільш системно особливості механізму злиття та поглинання за участю таких компаній представлені в роботі Н. Р. Nesvold, G.M. Anapolsky, A.R. Lajoux [9], проте їх дослідження закінчується 2010 роком. Пізніші дослідження проводили S. Balcaen et al. [3], R.F. Bruner [4], D. Bernstein [10], Р. Ху [12]. Однак в своїх дослідженнях зазначені автори переважно узагальнювали

практику, не проводячи глибокого дослідження впливу окремих заходів на їх результативність, наслідків для боржників та кредиторів. Значний внесок у дослідження корпоративної реструктуризації за допомогою злиття та приєднання за участю неплатоспроможних компаній належить Р. Gaughan [6], однак взаємозв'язок з банкрутством він глибоко не розглядає. Слід зазначити, що актуальність розглянутих питань спричинила за собою активізацію розробки правових норм підтримки зазначених процесів. В основі більшості з них лежать загальні принципи, сформульовані Європарламентом в 2012 році та оновлені у 2016 та 2019 роках [5]. Отримані опрацьовування складають теоретичну та методологічну основу для проведення даного дослідження. Проте результати аналізу їх наукового доробку показують, що залишаються невирішеними деякі теоретичні, методологічні і практичні питання в обраній площині наукового дослідження.

Таким чином, **метою статті** є ідентифікація світового досвіду злиття та поглинання як інструменту запобігання банкрутства компанії та обґрунтування можливості його використання в українських реаліях.

Виклад основного матеріалу. Поняття неспроможності в нормативно-правових документах має чітке визначення, проте саме трактування категорії розрізняється не тільки по країнах, але і в рамках однієї країни в різних документах. Так, Кодекс США про банкрутство визначає термін «неспроможність» як ситуацію, при якій величина заборгованості компанії вище, ніж її майно, оцінене за справедливою вартістю [8]. Податкова служба США (Internal Revenue Service, IRC) розглядає неспроможність як перевищення зобов'язань над ринковою вартістю активів [9, с. 250], що може свідчити про розбіжності з трактуванням Кодексу про банкрутство. Підхід, представлений в Законі США про шахрайство (UFCA, Uniform Fraudulent Conveyance Act), відрізняється від двох попередніх: він враховує сучасну вартість активів на реальному ринку. Таким чином, може статися, що компанія спроможна, наприклад, відповідно до Кодексу про банкрутство, але неспроможна відповідно до UFCA, якщо можливість продажу активів не збігається у часі з погашенням заборгованості [9, с. 289].

Злиття та приєднання (анг. Mergers and Acquisitions, далі – M&A) як форми розвитку бізнесу широко застосовуються у всьому світі. До

найбільш поширених слід віднести доцільність збільшення ринків збуту, посилення впливу в галузі та регіоні, консолідацію ресурсів, поліпшення доступу до капіталу, нові можливості диверсифікації тощо. Також об'єктами на цьому ринку можуть виступати неблагополучні компанії на різних етапах кризи (від тих, що подають слабкі сигнали про свою неспроможність, до компаній, що вже розпродали активи в процесі банкрутства). Слід зазначити, що в розвинених країнах коло таких компанії може бути визначений більш чітко. Наприклад, в США це компанії, які проходять реорганізацію по Главі 11 Кодексу про банкрутство, або ті, які можуть піти на так зване «підготовлене банкрутство» (англ. *Prepackaged bankruptcy*). У нашій країні, на жаль, перелік компаній, що підходять для M&A, формально виділити неможливо, це є окремим рішенням в кожному конкретному випадку.

Суб'єктами цього ринку (покупцями бізнесу або його частин) можуть виступати як спеціалізовані фонди, так і кредитори таких компаній. Проте, за статистикою США, саме останні частіше стають інвесторами [9, с. 94]. Вони можуть керуватися різними причинами:

- посилення ролі в галузі і регіоні за рахунок укрупнення свого бізнесу;
- інвестування з метою продажу через певний час дорожче;
- збільшення впливу на процес реорганізації, відшкодування заборгованості, що раніше утворилася.

Зазначимо, що саме за рахунок початку світової фінансової у 2008 році в США і країнах Євросоюзу створюються спеціальні умови для запобігання банкрутству шляхом злиття неблагополучних компаній з більш сильними, проте існує думка, що робиться для цього недостатньо [5]. Між тим, за даними агентства Thomson Reuters, в США угоди M&A з неплатоспроможними компаніями в період світової кризи в 2009 р зросли до 17% від загального числа угод у порівнянні з 2% в попередні роки [9]. Якщо в 2005-2007 рр. в середньому 336 компаній-банкрутів продавали свої активи, сумарний обсяг продажів коливався від 24 до 54 млрд дол. США, то в 2009 р вже 596 компаній продавали активи на суму 265,5 млрд дол. США [9, с. 72]. Виходить, що число компаній, задіяних в операціях M&A в якості об'єкту, зросла в кризу на 77%, а вартість активів на продаж – майже в 5 разів. Аналогічна картина спостерігається і в більшості країн Євросоюзу.

Незважаючи на значне число приєднань неплатоспроможних компаній, число ліквідаційних процедур банкрутства зростало випереджаючими темпами, що дозволяє сформулювати гіпотезу: число угод M&A з такими компаніями могло бути вище, а інтенсивність ліквідаційних процедур банкрутства – нижче, якби цього приділяли більшу увагу держава і професійне співтовариство. Іншою стороною цієї гіпотези

є те, що банкрутств та ліквідацій могло б бути набагато більше, якби не угоди M&A за участю потенційних або реальних неплатоспроможних компаній.

Так, дані ЮНКТАД про злиття, поглинання та за угодами про співпрацю, свідчать про те, що корпоративних альянсів відбувалося випереджаючими темпами (рис. 1). Щодо галузевої структури транскордонних злиттів та поглинань, то найбільша частка таких угод припадає на високотехнологічні галузі. Наприклад, підвищення ефективності діяльності ТНК шляхом злиття особливо гостро виявляється в автомобільному секторі, де основоположною метою злиття є досягнення оптимальних обсягів випуску автомобілів. За останні двадцять років автовиробники або укрупнювалися за рахунок угод зі злиттів та поглинань, або уклали стратегічні альянси. Враховуючи те, що автомобільна галузь має обмежений потенціал зростання, що позначається на нестійкій динаміці фінансових показників автовиробників, саме за рахунок угод зі злиттів та поглинань можливо подолати бар'єр граничних можливостей зростання. Також значну кількість угод укладено в телекомунікаційному секторі, авіаційній та фармацевтичній галузях, що дозволило здійснити розподіл витрат на НДДКР та отримати необхідну синергію від угоди.

Зазначимо, що практично всі найбільші фармацевтичні компанії при збільшенні витрат на розробку нових ліків та як стратегію зростання використовують злиття та поглинання для укрупнення за рахунок поглинання конкурентів (наприклад, Aventis, Astra Zeneca, GlaxoSmithKline, Aventis-Sanofi).

Але необхідно зазначити, що ринок M&A неплатоспроможних компаній має обмежувальні чинники, основний з яких – загроза банкрутства в найбільшій мірою характерна для малого бізнесу. Наприклад, у Франції в 2017 р. 75% компаній в процедурах банкрутства склали компанії, у яких не більше трьох службовців, а великі компанії, що мають понад п'ятдесят службовців, становили всього 1%. В цілому 95% боржників доводилося на мікропідприємства [10, с. 84].

У Німеччині також в основному банкрутують дуже маленькі компанії (понад 50%) які мають річний дохід менше 250 тис. євро, а чисельність працюючих на 83% компаній – менше 5 осіб [10, 96]. Звернення до процедур відновлення та їх успішна реалізація характерні в першу чергу для великих компаній: так, в Німеччині в 2017р. відновлення було застосовано в 64% найбільших справ [7], в США – до 71-ї публічної компанії. У той же час слід зазначити, що, за даними статистики банкрутств у США, половина компаній, які пройшли через реорганізацію по Главі 11, знову знаходяться в процесі банкрутства [9, с. 71], і це, навпаки, може розширювати ринок M&A за участю таких компаній.

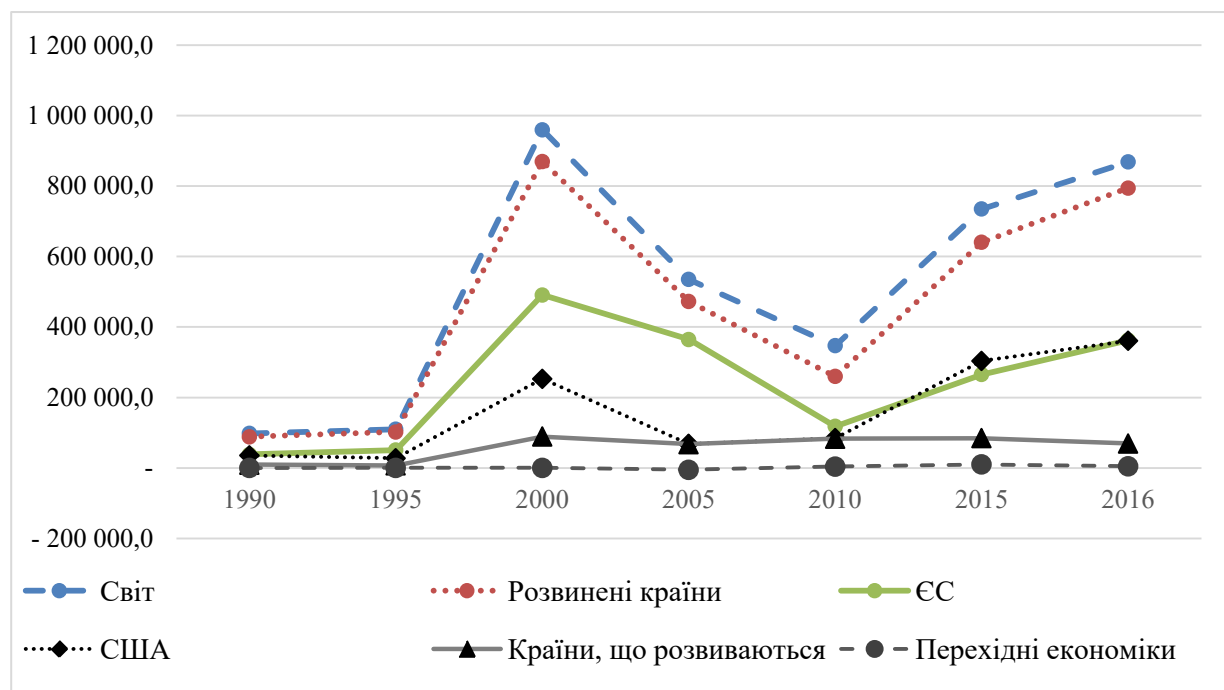


Рис. 1. Динаміка обсягів транскордонних злиттів та поглинань у світі, 1990–2016 рр., млн дол. США

Джерело: складено автором за [13]

В цілому число справ, пов'язаних з ліквідацією боржників в результаті банкрутства, в останні роки в розвинених країнах знижується, що пояснюється розвитком інституційної підтримки реабілітаційних процедур, а також економічним підйомом в більшості розвинених країн. В даний час в Німеччині припадає 62 банкрутства на 10 тис. підприємств, у Великобританії – 47, Франції – 54 (розраховано за [10; 11]). Проте, не дивлячись на зниження числа неспроможних підприємств в останні 10 років, цей тренд може бути порушений. Так в останні роки спостерігався відносно легкий доступ до кредитів, а це може привести до зростання неспроможності компаній та потреби в їх реорганізації, в тому числі шляхом M&A, і як наслідок діяльність інвесторів активізується.

Що стосується України, то не можна стверджувати, що ринок M&A за участю неплатоспроможних компаній відсутній. Злиття та поглинання відбуваються як на стадії перших сигналів (погіршення показників фінансової звітності, інші негативні сигнали ринку), так і в стані банкрутства, але без будь-якої спеціальної правової підтримки, в рамках функціонування існуючого інституту банкрутства в державі.

Загалом в Україні за 2017 рік кількість угод зросла на 22% до 67. А їх сумарний обсяг збільшився до \$1 млрд, або відразу на 37%. Втім, поки активність угод як і раніше значно нижче, ніж в 2013 році, а обсяг все ще не дотягує навіть до 1% ВВП України. Тоді як в інших країнах він становить близько 3-4% ВВП. Український ринок

M&A в чотири рази нижче, ніж в середньому по світу, і менше однієї десятої від ринку США або Великобританії, а також набагато скромніший в порівнянні з іншими країнами Центральної та Східної Європи [2].

Зважаючи на відсутність систематизованої інформації про характер угод M & A, фінансовий стан компаній висновки про приналежність угоди до категорії «M&A за участю неплатоспроможних компаній» в Україні можна зробити лише на основі непрямих даних та емпіричного дослідження ряду компаній. Зокрема, непрямим індикатором такого ринку є обсяг угод по реструктуризації боргу корпоративних позичальників українських банків. Практика показує, що реструктуризація боргу передбачає посилення контролю банку над бізнесом і, як правило, супроводжується пошуком покупця на проблемний бізнес, що свідчить про зв'язок реструктуризації і угод M&A.

Висновки. У світовій практиці M & A часто виступають в якості механізму оздоровлення бізнесу і запобігання банкрутству. У США і країнах Євросоюзу створені і постійно вдосконалюються спеціальні нормативно-правові та організаційні умови для запобігання банкрутству шляхом злиття неплатоспроможних компаній з більш сильними. Це пов'язано з тим, що запобігання банкрутства, подолання фінансових труднощів на ранніх стадіях їх появи, продаж компанії як бізнесу, нехай навіть ослабленого, – велика перевага з точки зору соціально-економічних наслідків: зменшується

мультиплікативний ефект від банкрутства компанії для її кредиторів, зберігаються робочі місця, знижується соціальна напруженість в державі. В українській економіці злиття та поглинання активно здійснюються як на стадії появи перших сигналів (погіршення показників звітності, інші негативні сигнали ринку) так і вже при реалізації процедури банкрутства. Однак ці реорганізації відбуваються без будь-якої спеціальної правової підтримки, що значно знижує транспарентність та справедливість таких угод, скорочує їх обсяг і тим самим

збільшує кількість банкрутств в економіці з відповідними негативними наслідками для всіх економічних суб'єктів. Враховуюче вище зазначене в подальших дослідженнях необхідно обґрунтувати механізм функціонування організованого національного ринку M&A як на стадії попередження банкрутства так і в процесі банкрутства. Це дозволить збільшити можливості відновлення проблемного бізнесу та зацікавити кредиторів підтримувати реорганізацію і відновлення, так як при реорганізації вони зможуть отримати більше, ніж при ліквідації.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Дугінець Г.В. Глобальні ланцюги вартості: монографія. К.: КНТЕУ, 2018. 412 с.
2. Фенюшина, С. І.; Онищенко, О. А. Можливі негативні наслідки та ризики злиття та поглинання вітчизняних підприємств. Секція 2 економіка та управління в умовах глобалізації, 2017, 449.
3. Balcaen S., et al. Firm exit after distress: differentiating between bankruptcy, voluntary liquidation and M&A. *Small Business Economics*, 2012, 39.4: 949-975.
4. Bruner, Robert F. *Deals from hell: M&A lessons that rise above the ashes*. 2005.
5. Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132 (Directive on restructuring and insolvency) // European Council URL: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-93-2018-INIT/en/pdf> (дата звернення: 15.07.2019).
6. Gaughan P. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 7 ed. Hoboken: John Wiley&Sons, 2017.
7. Insolvenz in Eigenverwaltung bewährt sich zunehmend bei großen Unternehmen. BCG. URL: <https://www.bcg.com/de-de/d/press/17may2018-ESUG-PM-192581> (дата звернення: 15.07.2019).
8. Insolvency is a financial condition such as the sum of the entity's debts is greater than all of such entity's property, at a fair evaluation. The U.S. Bankruptcy Code. 11 U.S. Code §101(32)(A) // Legal Information Institute. URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/101> (дата звернення: 15.07.2019).
9. Nesvold H.P., Anapolsky G.M., Lajoux A.R. *The Art of Distressed M&A. Buying, Selling and Financing Troubled and Insolvent Companies*. New York: McGraw-Hill, 2011.
10. *The Insolvency Review. Sixth Edition* / Ed. by D. Bernstein. London: Law Business Research Ltd., 2018.
11. *The Insolvency Statistics of England and Wales, October to December 2018* // GOV.UK URL: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/774327/Commentary.pdf (дата звернення: 15.07.2019).
12. Xu, Peng. *Exit of Small Businesses: Differentiating between Insolvency, Voluntary Closures and M&A*. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), 2019
13. UNCTAD (2016). *Global Investment Trends Monitor* №. 22, 20 January, URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d1_en.pdf. (дата звернення: 15.07.2019).

REFERENCES:

1. Duginets G.V. (2018) *Global Value Chains: A Monograph*. K.: KNTU, 412.
2. Fenyushina, S.; Onishchenko, O. (2017) *Possible negative consequences and risks of mergers and acquisitions of domestic enterprises*. Section 2 Economics and Management in a Globalizing Environment, 449.
3. Balcaen S., et al. (2012) Firm exit after distress: differentiating between bankruptcy, voluntary liquidation and M&A. *Small Business Economics*, 39.4: 949-975.
4. Bruner, Robert F. (2005) *Deals from hell: M&A lessons that rise above the ashes*.
5. Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132 (Directive on restructuring and insolvency) // European Council URL: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-93-2018-INIT/en/pdf> (accessed 15.07.2019).
6. Gaughan P. (2017) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 7 ed. Hoboken: John Wiley&Sons.
7. *Insolvenz in Eigenverwaltung bewährt sich zunehmend bei großen Unternehmen*. BCG. URL: <https://www.bcg.com/de-de/d/press/17may2018-ESUG-PM-192581> (accessed 15.07.2019).
8. *Insolvency is a financial condition such as the sum of the entity's debts is greater than all of such entity's property, at a fair evaluation*. The U.S. Bankruptcy Code. 11 U.S. Code §101(32)(A) // Legal Information Institute URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/101> (accessed 15.07.2019).

9. Nesvold H.P., Anapolsky G.M., Lajoux A.R. (2011) *The Art of Distressed M&A*. Buying, Selling and Financing Troubled and Insolvent Companies. New York: McGraw-Hill.
10. *The Insolvency Review*. Sixth Edition / Ed. by D. Bernstein. London: Law Business Research Ltd., 2018.
11. The Insolvency Statistics of England and Wales, October to December 2018 // GOV.UK URL: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/774327/Commentary.pdf (accessed 15.07.2019).
12. Xu, Peng. (2019) *Exit of Small Businesses: Differentiating between Insolvency, Voluntary Closures and M&A*. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
13. UNCTAD (2016). Global Investment Trends Monitor № 22, 20 January, URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d1_en.pdf. (accessed 15.07.2019).