

Олексій ЯРОЩУК

## АНАЛІТИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ В ПРОЦЕСІ ПОБУДОВИ СИСТЕМИ ЗАХИСТУ КОМПАНІЇ ВІД НЕДРУЖНЬОГО ПОГЛИНАННЯ

*Розглянуто поняття "due diligence", охарактеризовано його місце в побудові превентивної системи захисту компанії, визначено послідовність проведення аналітичних робіт.*

Для багатьох українських компаній і груп, що отримали контроль над активами під час приватизації і подальшого перерозподілу власності, питання вибору моделі подальшого управління портфелем активів має особливу гостроту, оскільки від відповіді на нього багато в чому залежатиме їхнє майбутнє.

У вітчизняному бізнесі активно розвиваються процеси злиття і поглинання, що є свідченням зростання його ефективності. Однак нині тут все ще переважає тенденція процвітання "сірого" та "чорного" рейдерства. Так звані недружні поглинання, тобто встановлення контролю над компанією всупереч інтересам основного акціонера чи акціонерів – охоплюють істотну частку ринку злиттів і поглинань. За даними дослідницької компанії Dealogic, дві з десяти найбільших світових операцій першого півріччя 2005 р. були укладені на території країн СНД. Ключовою особливістю цих операцій стає їхній стратегічний характер.

Найчастіше недружнє поглинання здійснюється шляхом консолідації певного пакету акцій компанії-мішені в руках агресора і, тим самим, отримання можливості участі в ухваленні корпоративних рішень й управлінні компанією відповідно до своїх цілей і завдань.

Про популярність недружніх поглинань на вітчизняних теренах свідчить активний розвиток бізнесу корпоративних рейдерів – фахівців з недружніх поглинань, діючих як у власних інтересах, так і на користь замовників. Недооцінка більшості українських підприємств ринком та акціонерами, неефективна практика застосування норм законодавства в сфері регулювання процесів злиттів і поглинань, нерозвиненість використання норм ділової та корпоративної етики, а також відсутність в більшості компаній превентивної системи захисту є важливими передумовами, які визначають сьогодні популярність названого вище виду операцій.

У своїх наукових дослідженнях ми уже звертали увагу на необхідність вивчення міжнародного досвіду, його систематизації, адаптації та теоретичного обґрунтування рішень у сфері злиттів і поглинань [7–9]. У цій статті ми спробували визначити схему проведення "due diligence" – стадії, без якої не проводиться будь-яка операція поглинання.

Термін "due diligence" в перекладі з англійського дослівно означає "належна добросовісність". У вітчизняній фінансовій і юридичній літературі due diligence українською мовою означає "перевірка належної добросовісності", "правовий аналіз історії юридичної особи", "вивчення діяльності компанії", "дослідження бізнесу" тощо. Проте все частіше цей термін не перекладають і використовують оригінальний англомовний вираз.

У літературних джерелах зазначається, що така перевірка проводиться, як правило, на замовлення інвестора для обґрунтування рішень щодо вкладання капіталу. Проте, на нашу думку, "due diligence" варто використовувати і при розробці системи захисту бізнесу від ворожих посягань.

Основною метою проведення стадії "due diligence" для акціонерів і менеджменту підприємства є отримання інформації про недоліки в організації, юридичному забезпеченні та фінансово-господарській діяльності суб'єкта господарювання.

У вітчизняних наукових колах ще досі панують погляди на використання комплексного аналізу діяльності суб'єкта господарювання як інструменту пояснення використання ресурсів. Однак, в сучасних умовах його роль кардинально змінюється – від пояснення ретроспективних подій до розробки можливих варіантів поведінки підприємства в майбутньому.

Відсутність будь-яких наукових досліджень щодо аналітичного обґрунтування рішень і варіантів

адекватного захисту від ворожих зазіхань на майно суб'єкта господарювання та спроб отримання корпоративного контролю зумовлює актуальність розвідок у цьому напрямку.

Головна вигода від недружнього поглинання полягає в тому, що агресор отримує активи або діючий бізнес за незначну ціну, яка суттєво відрізняється від реальної. Балансова вартість активів більшості вітчизняних підприємств є набагато нижчою від ринкової. Разом з невивплатою дивідендів і відсутністю інформації про діяльність компанії, доступної більшості її акціонерів, це призводить до недооцінки акцій компанії як ринком, так і її акціонерами, більшість з яких є рядовими (або колишніми) працівниками підприємства. Відсутність у міноритарних власників інформації про реальну вартість акцій дає змогу рейдерам здійснювати скіпку у них акцій за ціною, яка набагато нижча фактичної вартості компанії.

Часто при встановленні корпоративного контролю над компанією агресор порушує принципи корпоративної і ділової етики, а це можливо лише за ситуації, коли відсутнє чітке законодавче регулювання і захист таких принципів.

Більшість українських компаній вважають, що вони ніколи не стануть цілком чи жертвою агресора, і починають замислюватися над створенням системи захисту від недружнього поглинання лише тоді, коли уже відбувається цей процес. Така самовпевненість дає рейдерам перевагу "першого кроку", яка полягає в втраті часу, необхідного компанії-мішені для аналізу ситуації й організації контрзаходів.

Заходи щодо корпоративного захисту компанії умовно можна поділити на превентивні й оперативні. Під превентивним захистом розуміють розробку і реалізацію комплексу заходів щодо створення юридичних та економічних бар'єрів, спрямованих на запобігання спроб недружнього поглинання компанії, та ускладнення процесу доступу агресора до управління компанією. Оперативний захист компанії – це розробка та реалізація комплексу заходів, спрямованих на захист компанії, по якій уже завдано атаку з боку агресора. Якщо компанія враховує елементи превентивного захисту при довгостроковому плануванні розвитку бізнесу, то, як правило, це дає змогу або запобігти нападу, або у випадку, якщо напад все ж таки відбудеться, успішно захиститися. В більшості випадків вітчизняні підприємства використовують заходи оперативного захисту, що припускають швидку реакцію і випередження дій агресора в умовах поглинання, що почалося.

Основні методи превентивного й оперативного захисту від недружнього поглинання, які застосовуються в практиці корпоративного управління, ми уже розглядали у попередніх дослідженнях [9], тому не будемо акцентувати на них увагу.

Вибір ефективних методів захисту бізнесу повинен базуватися на вивченні недоліків в системі управління та фінансово-господарської діяльності.

Для здійснення цієї процедури звичайно використовують послуги високопрофесійних консалтингових компаній, що мають у своєму складі аудиторів, фінансових аналітиків, юристів, бізнес-технологів. Саме в результаті спільної роботи такої групи фахівців можна сформулювати реальне уявлення про фінансовий стан підприємства та його перспективи. За наслідками "due diligence" формується звіт і висновок експертів, який і допомагає створити адекватну систему захисту.

Ініціаторами проведення "due diligence" можуть бути як акціонери чи менеджмент компанії, так і сторонні зацікавлені особи, якими, як правило, є інвестори, котрі бажають придбати цінні папери компанії або частку в статутному фонді. Акціонери можуть вимагати проведення "due diligence" для розробки механізму захисту від ворожого поглинання чи підготовки випуску цінних паперів.

Головною метою "due diligence" є формування для акціонерів повного уявлення: про реальний фінансовий стан об'єкта інвестування; про всі ризики, які можуть значно погіршити його фінансовий стан; про ринкову вартість акцій об'єкта інвестування. Мета проведення "due diligence" визначає коло питань, відповіді на які необхідно отримати, напрямки перевірки, обсяг, аналізований період і ступінь детальності (рівень істотності операцій, що підлягають дослідженню).

Спроби сформулювати "стандартний план" для проведення "due diligence" можна порівняти з підготовкою "типового висновку" на всі випадки життя, тому для кожного суб'єкта господарювання методика організації перевірки є суто індивідуальна. Досліджуваному етапу перевірки передують співбесіда із персоналом компанії щодо найважливіших аспектів організації та діяльності компанії, під час якої і визначаються напрямки проведення аналізу.

Розглянемо стадії проведення "due diligence".

1. Аналіз організаційно-правових документів. На цьому етапі експерти визначають: наявність у підприємства реєстраційних документів; відображення в реєстраційних документах усіх змін, що підлягають обов'язковій державній реєстрації (зміна місцезнаходження, керівника, організаційно-правової форми тощо); відповідність організаційно-правової форми підприємства, форми та змісту

статуту й установчого договору вимогам чинного законодавства; відповідність галузевих кодів підприємства, а також видів діяльності, передбачених статутом підприємства, стратегічним цілями суб'єкта господарювання; склад акціонерів (засновників) з метою виявлення частки держави в статутному фонді підприємства (у т. ч. й опосередкованій), частки нерезидентів у статутному фонді підприємства (у т. ч. й опосередкованій); виявлення угруповань акціонерів (засновників) і фактичного розподілу голосів (у т. ч. і через представництво інтересів акціонерів); впливи менеджерів компанії на процес ухвалення рішень на зборах акціонерів (засновників) як через пряме й опосередковане володіння акціями (частками, паями) так і через представництво інтересів інших акціонерів (засновників) на зборах акціонерів (засновників); історію консолідації (розпорошеність) пакетів акцій (часток, паїв); наявність належним чином оформленої участі нерезидентів (легалізований пакет документів, що складається з сертифіката інкорпорації, рішення уповноваженого органу про придбання акцій, довіреності уповноваженої особи); повноваження органів управління і відповідність їх статусу, прав та обов'язків вимогам чинного законодавства.

2. Аналіз організаційної структури й органів управління компанією. На цьому етапі фахівці визначають: відповідність порядку формування органів управління вимогам чинного законодавства; визначення групи осіб, що здійснюють визначальний (у т. ч. й істотний) вплив на операційну діяльність підприємства і на управління ним в перервах між зборами акціонерів (засновників); відповідність рішень, прийнятих виконавчим органом (правлінням, дирекцією), наглядовою радою, зборами акціонерів (засновників) вимогам чинного законодавства; відповідність рішень, прийнятих виконавчим органом (правлінням, дирекцією), наглядовою радою інтересам акціонерного товариства та всіх акціонерів; ступінь контролю з боку ревізійної комісії над виконавчим органом в інформуванні акціонерів (наглядова рада) про реальний фінансовий стан підприємства та зміст окремих господарських операцій, що здійснили (або здатних чинити) істотний вплив на вартість акцій (часток, паїв).

3. Аналіз кадрового забезпечення підприємства. На цьому етапі дослідження вивчається: кадровий ресурс підприємства; рівень фактичної заробітної плати та система оплати праці; якість системи управління підприємством; права й обов'язки менеджерів щодо підприємства; політика підприємства (власників) щодо найму персоналу, політика в сфері підвищення кваліфікації.

4. Експрес-аналіз фінансового стану й окремих корпоративних моментів по підприємствах, інвестиції в які враховуються за методом участі в капіталі. По підприємствах, в які здійснені інвестиції аналізованим суб'єктом господарювання, (у цьому контексті – дочірньому підприємству), експерти визначають: легітимність здійснення інвестицій з точки зору чинного законодавства; легітимність здійснення інвестицій з точки зору внутрішніх нормативних документів підприємства (у т. ч. й установчих документів); наявність документів, що свідчать про державну реєстрацію дочірнього підприємства; відображення в реєстраційних документах дочірнього підприємства всіх змін, що підлягають обов'язковій державній реєстрації (зміна місцезнаходження, керівника, організаційно-правової форми тощо); відповідність організаційно-правової форми, форми і змісту статуту й установчого договору дочірнього підприємства вимогам чинного законодавства; склад акціонерів (засновників) дочірнього підприємства з метою виявлення: частки підприємства в статутному фонді; частки держави в статутному фонді підприємства (у т. ч. й опосередкованої); частки нерезидентів в статутному фонді підприємства (у т. ч. й опосередкованої); виявлення угруповань акціонерів (засновників) і фактичного розподілу голосів (у т. ч. і через представництво інтересів акціонерів); впливи менеджерів компанії на процес ухвалення рішень на зборах акціонерів (засновників) як через пряме й опосередковане володіння акціями (частками, паями), так і через представництво інтересів інших акціонерів (засновників) на зборах акціонерів (засновників); повноваження органів управління дочірнього підприємства та відповідність їх статусу, прав та обов'язків вимогам чинного законодавства; поточний фінансовий стан дочірнього підприємства та його капіталізацію. Якщо історична вартість здійснених інвестицій в дочірнє підприємство перевищувала 10% сукупних активів підприємства на момент здійснення інвестицій, справжня їхня вартість, врахована за методом участі в капіталі, перевищує 10% справжніх сукупних активів підприємства, то необхідним є проведення повної процедури "due diligence" по цьому дочірньому підприємству.

5. Аналіз інвестицій в цінні папери (за винятком векселів) і корпоративні права (які не враховуються за методом участі в капіталі). На цьому етапі експерти визначають: легітимність здійснення інвестицій; поточну ринкову вартість інвестицій.

6. Аналіз фінансової і податкової звітності (за останні 3 роки). При дослідженні звітності експерти визначають: облікову політику підприємства та відповідність її національним стандартам

бухгалтерського обліку; існуючі податкові зобов'язання підприємства (за вже виставлені податковим повідомленням); розповсюдження податкової застави на активи підприємства; можливі податкові зобов'язання підприємства (внаслідок допущених підприємством помилок в податковому обліку окремих господарських операцій); достовірність відображення господарських операцій підприємства в регістрах бухгалтерського обліку і, як результат, достовірність наданої фінансової звітності. При цьому не аналізується відображення господарських операцій, грошовий еквівалент яких не досягнув порогу значущості інформації, він визначається керівником групи консультантів за узгодженням із замовником.

7. Аналіз документів по земельній ділянці, на якій розміщене майно суб'єкта господарювання. Експерти визначають: наявність у підприємства документів, встановлених чинним законодавством, для отримання права користування (оренди, власності) земельною ділянкою, на якій розміщене підприємство; розміри та контури земельної ділянки, що знаходиться в підприємства на правах користування (оренди, власності); розміри та періодичність належних сплаті платежів, пов'язаних із земельною ділянкою (податок на землю, орендна ставка).

8. Аналіз основних засобів. Експерти визначають: кількісний склад основних засобів, що знаходяться у власності підприємства; ринкову вартість основних засобів, що знаходяться у власності підприємства: по об'єктах нерухомості; по об'єктах незавершеного будівництва; по об'єктах основних засобів, попередня ринкова вартість яких перевищує пороговий показник значущості інформації; по об'єктах основних засобів, попередня ринкова вартість яких не перевищує пороговий показник значущості інформації, за ринкову вартість приймається їхня залишкова балансова вартість (поріг значущості інформації по основних засобах визначається керівником групи консультантів за узгодженням із замовником); ринкову вартість основних засобів, наданих підприємством в оперативний лізинг (оренду), фінансовий лізинг і відповідність їх економічним інтересам підприємства; ринкову вартість основних засобів, отриманих підприємством в оперативний лізинг (оренду), фінансовий лізинг і відповідність їх економічним інтересам підприємства.

9. Аналіз нематеріальних активів. Експерти визначають: правомірність визнання нематеріальних активів і їх склад; ринкову вартість визнаних нематеріальних активів; економічну обґрунтованість умов (у т. ч. і грошових) встановлених підприємством за право користування власними нематеріальними активами іншими особами; економічну обґрунтованість умов (у т. ч. і грошових) пред'явлених підприємству за право користування нематеріальними активами, що належать іншим особам.

10. Аналіз оборотних активів. Експерти визначають склад і грошовий еквівалент (ліквідність) наступних оборотних активів: товарні та сировинні запаси (у т. ч. і місцезнаходження); дебіторська заборгованість (у т. ч. характер виникнення, терміни погашення і дебіторів); векселі, враховані підприємством (у т. ч. вексельний ряд, товарність векселів).

11. Аналіз боргових зобов'язань. Експерти визначають кредитну історію підприємства: в яких банках, під які програми бралися кредити; як обслуговувалися узяті кредити; що було забезпеченням за отриманими кредитами; по кредитах, не погашеними підприємством (мета отримання кредиту; цільове використання; забезпечення; обслуговування основного боргу і відсотків за кредитом; вексельна історія підприємства, у т. ч.: товарний характер виданих векселів; наявність вексельних обмовок; терміни платежу за векселями; кредиторська заборгованість (у т. ч. характер виникнення, терміни погашення і кредиторів); зобов'язання (платіжний календар) за договорами фінансового лізингу, укладеним підприємством як лізингоотримувача).

12. Аналіз збалансованих зобов'язань і вимог (протягом останніх 3-х років). Експерти визначають: зобов'язання підприємства як учасника індосаментного ряду за врахованими та проданими векселями; зобов'язання підприємства за виданими гарантіями, поручительствами (у т. ч. і вексельними); економічну обґрунтованість і легітимність виданих гарантій і поручительств; зобов'язання підприємства за гарантіями, поручительствами (у т. ч. і вексельними) виданими на користь підприємства третіми особами протягом 3-х останніх років.

13. Аналіз страхової політики. Експерти визначають: об'єкти страхування, визначені підприємством; економічну обґрунтованість існуючих договорів страхування (в частині страхових сум, страхових премій і страхових випадків).

14. Аналіз ліцензій і дозволів. Експерти визначають наявність в підприємства усіх дозвільних документів для здійснення існуючої діяльності, а також перспективної для інвестора діяльності.

15. Аналіз судових та арбітражних справ. Експерти визначають суть судових справ, в яких однією зі сторін є підприємство (насамперед, з точки зору можливості виникнення в підприємства яких-небудь матеріальних зобов'язань).



16. Аналіз акцій та облігацій підприємства. Експерти визначають: наявність в підприємства дозволів на випуск власних акцій/облігацій; результати розміщення власних акцій/облігацій.

17. Аналіз виробництва та реалізації продукції, робіт і послуг. Експерти визначають ефективність процесу виробництва і реалізації продукції (послуг) підприємства (рентабельність, диверсифікацію джерел доходу тощо).

За результатами "due diligence" складається звіт.

Узагальнюючи наведені вище положення слід зазначити, що етап "due diligence" є важливою ланкою в побудові превентивної системи захисту компанії від ворожих поглинань. Проведення досліджень за пропонованою схемою дає можливість зрозуміти всі аспекти діяльності компанії та захищеності корпоративного контролю в руках керівництва.

#### Література

1. Beattie A. *Bloodletting And Knights: A Medieval Guide To Investing*. – 2003. – [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.investopedia.com/articles/03/090303.asp>>.
2. Beattie A. *War's Influence On Wall Street*. – 2003. – [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.investopedia.com/articles/03/072903.asp>>.
3. Logue Dennis E. *Handbook of modern finance*. – Boston, New York: Warren, Gorham & Lamont, 1984.
4. *The Wacky World of M&As* – 2003. – [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp>>.
5. Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией. – [Цит. 2006, 20 лютого]. – Доступний з: <<http://www.zhuk.net/Archive/printyk.asp?aid=2011>>.
6. Защита вашей собственности // Стратегия защиты. – № 2. – [Цит. 2006, 20 лютого]. – Доступний з: <[http://www.strategiya.ru/index.php?cnt=71&topic\\_id=71&dr\\_id=12&docs\\_id=103&PHPSESSID=d9375ee554c1284eb5ebce33f33e8c5c](http://www.strategiya.ru/index.php?cnt=71&topic_id=71&dr_id=12&docs_id=103&PHPSESSID=d9375ee554c1284eb5ebce33f33e8c5c)>.
7. Ярошук О. В. Аналітичне обґрунтування вибору об'єкта злиття або поглинання // Перспективи та пріоритети розвитку економічного аналізу: Тези доповідей і виступів III Всеукраїнської наукової конференції студентів, аспірантів і молодих учених (18–20 квітня 2006 року). – Донецьк: Юго-Восток, 2006. – С. 208–210.
8. Ярошук О. В. Злиття і поглинання корпорацій в Україні: аналітичний аспект // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації. Збірник тез третьої міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (23–24 лютого 2006 року). – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – С. 631–634.
9. Ярошук О. В. Корпоративний контроль та методи його захисту // Наукові записки. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу ТДЕУ. – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – Випуск 15. – С. 142–154.