

А.О. КАСИЧ*(Кременчуцький національний університет імені М. Остроградського,
м. Кременчук, Україна)***Я.Ю. ЯКОВЕНКО***(Кременчуцький національний університет імені М. Остроградського,
м. Кременчук, Україна)*

Дью Дилидженс як ключовий інструмент аналізу доцільності інвестування

Мета статті полягає у розкритті сутності поняття «дью дилидженс», виокремленні його різновидів, з'ясуванні відмінностей від традиційного аудиту, а також обґрунтуванню алгоритму проведення дью дилидженс для українських підприємств на основі вивчення зарубіжного досвіду. В Україні дью дилидженс прирівнюють до юридичного аудиту. Однак поняття юридичного аудиту значно вужче та характеризує правову експертизу відповідності діяльності підприємства вимогам законодавства. Розглянуто різновиди дью дилидженс та визначено його відмінності від традиційного аудиту. Розкрито практичну роль дью дилидженс в оцінці переваг і недоліків майбутньої угоди при ухваленні інвестиційного рішення. Виявлено, що дью дилидженс дозволяє покупцю здійснити якісний моніторинг ефективності господарської діяльності підприємства, а потенційним інвесторам – оцінити переваги та недоліки співпраці. На основі вивчення зарубіжного досвіду проведення дью дилидженс розроблено рекомендації щодо оптимізації процесу здійснення процедури дью дилидженс в Україні.

Ключові слова: дью дилидженс, комплексна перевірка, інвестиційна оцінка, інвестування, інкорпорування.

А.А. КАСИЧ*(Кременчугский национальный университет имени М. Остроградского,
г. Кременчуг, Украина)***Я.Ю. ЯКОВЕНКО***(Кременчугский национальный университет имени М. Остроградского,
г. Кременчуг, Украина)*

Дью Дилидженс как ключевой инструмент анализа целесообразности инвестирования

Цель статьи заключается в раскрытии сущности понятия «дью дилидженс», выделении его разновидностей, выяснении отличий от традиционного аудита, а также обосновании алгоритма проведения дью дилидженс для украинских предприятий на основе изучения зарубежного опыта. В Украине дью дилидженс приравнивают к юридическому аудиту. Однако понятие юридического аудита значительно уже и характеризует правовую экспертизу соответствия деятельности предприятия требованиям законодательства. Рассмотрены разновидности дью дилидженс и определены его отличия от традиционного аудита. Раскрыта практическую роль дью дилидженс в оценке преимуществ и недостатков будущего соглашения при принятии инвестиционного решения. Выведено, что дью дилидженс позволяет покупателю осуществить качественный мониторинг эффективности хозяйственной деятельности предприятия, а потенциальным инвесторам – оценить преимущества и недостатки сотрудничества. На основе изучения зарубежного опыта проведения дью дилидженс разработаны рекомендации по оптимизации процесса осуществления процедуры дью дилидженс в Украине.

Ключевые слова: дью дилидженс, комплексная проверка, инвестиционная оценка, инвестиции, инкорпорирование.

Due Diligence as Key Instrument of Investment Expediency Analysis

The purpose of the article lies in explanation of essence of 'due diligence' notion, distinction of its types, clarification of differences from traditional audit and substantiation of due diligence algorithm for Ukrainian companies on the basis of foreign experience. In Ukraine the due diligence is compared to legal audit. But the notion of the legal audit is much narrower and characterizes the legal expertise of company activity compliance with the requirements of the law. The due diligence types are discussed and its differences from the traditional audit are identified. The due diligence practical role is shown in estimation of advantages and disadvantages of the future agreement when approving the investment solution. It is found that due diligence allows the buyer to make high quality monitoring of the company business efficiency, and the potential investor – to estimate advantages and disadvantages of collaboration. On the basis of the foreign experience with due diligence, the recommendations are worked out concerning due diligence procedure in Ukraine.

Keywords: due diligence, comprehensive inspection, investment evaluation, investing, incorporation.

Постановка проблеми. В умовах сучасних економічних реалій, коли спостерігається спад виробництва, збільшення частки «тіньової» економіки, поступова втрата ринків збуту та загальна деіндустріалізація, набуває актуальності потреба у проведенні інкорпорування стратегічного потенціалу компаній. Даний захід передбачає інтеграцію бізнес-процесів шляхом включення активів (частково або у повному обсязі) в структуру фінансово-промислових груп (ФПГ) або холдингів. Найбільш ефективним інструментом дослідження діяльності компанії у такому випадку виступає *дью дилідженс* (далі – ДД) – процедура незалежної оцінки об'єкта інвестування, що проводиться з метою зменшення ризиків придбання компанії.

У світовому масштабі сьогодні спостерігається тенденція злиття і поглинань компаній, а процес інкорпорування та консолідації капіталу характерний для всіх рівнів економіки [12]. На українському ринку існує «відстрочений» попит на інвестиції, а найбільший інтерес для інвесторів представляють компанії аграрного сектору та роздрібною торгівлі. При цьому масштабні угоди зі злиття та поглинання все ще здійснюються кулуарно, а точно визначити їх кількість неможливо, оскільки інформація щодо угод не розголошується, хоча за кордоном є публічною. Хаотичне придбання активів та відсутність поширеної практики проведення ДД не дозволяє покупцю здійснити якісний моніторинг ефективності господарської діяльності підприємства, а потенційним інвесторам – оцінити переваги та недоліки співпраці. За таких умов актуальною є розробка методичного забезпечення процедури ДД.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню дью дилідженс присвячені наукові праці зарубіжних вчених, зокрема Дж. Боуера [11] (вивчав роль процедури дью дилідженс при злитті та поглинанні), Р. Уотермена [10] (досліджував способи ефективного управління компанією), а також авторів

збалансованої системи показників Р. Каплана та Д. Нортон [12, 13] та багатьох інших. Водночас українські дослідження обмежуються статтями з окремих питань: І.М. Ткачук [9] досліджує відмінності аудиту та дью дилідженс, а праці В.М. Лиховчука [5] та Н.С. Сілічевої [8] присвячені перспективам розвитку процедури дью дилідженс в Україні. Про дью дилідженс як різновид аудиторських послуг пишуть І.М. Гноєва, А.О. Касич [3], Б.В. Мельничук [7].

Однак, недостатнє вивчення проблематики дью дилідженс визначає актуальність подальших наукових досліджень в цьому напрямі.

Мета статті полягає у всебічному розгляді сутності поняття «дью дилідженс», виокремленні його різновидів, з'ясуванні відмінностей від традиційного аудиту, а також розробці алгоритму проведення дью дилідженс для українських підприємств на основі зарубіжного досвіду.

Виклад основного матеріалу. Терміном «дью дилідженс» позначають перевірку, аналіз та оцінку бізнесу. Дослівний переклад терміну – «необхідна міра дбайливості (обачності)», рідше зустрічаються варіанти перекладу «належна перевірка», «сумлінне вивчення», «всебічне дослідження достовірності інформації, що надається» [13]. Попри наявну різноманітність трактувань, жодне з них не висвітлює повною мірою значення ДД.

Дана процедура являє собою комплексну діагностику бізнесу як об'єкту продажу, складовими якої виступають збирання, обробка, узагальнення та аналіз інформації про діяльність компанії за всіма напрямками діяльності, щоб переконатися у достовірності надаваних для аналізу даних, їх відповідності законодавству та відсутності неточностей і викривлень. Вона регламентує основні завдання комплексної перевірки, структуру побудованого на їх основі звіту, групи користувачів та області аналізу (рис. 1).



Рис. 1. Характеристика процедури дью дилидженс

Джерело: складено авторами на основі [2, 6].

Іноді поняття «дью дилидженс» застосовується у відношенні оцінки та перевірки окремої складової діяльності (оподаткування, оцінки юридичної чистоти бізнесу тощо). Це пов'язано з тим, що ДД розрізняють за видами [9]:

– *фінансовий (Financial due diligence)* – полягає у вивченні структури доходів та активів, системи фінансового контролю і планування, здатності підприємства приносити стабільний дохід;

– *податковий (Tax due diligence)* – являє собою оцінку податкового навантаження на підприємство та пошук шляхів оптимізації оподаткування;

– *правовий (Legal due diligence)* – юридична перевірка діяльності на предмет дотримання чинного законодавства (у ході його здійснення вивчають статут, трудові договори та типові договори з клієнтами);

– *операційний (Operational due diligence)* – проводиться з метою перевірки виробничої діяльності підприємства, у тому числі оцінки якості продукції та можливостей збільшення її випуску.

Крім перелічених вище, виокремлюють ДД у сфері ІТ технологій, націлений на аналіз інформаційного забезпечення, та аналіз впливу на навколишнє середовище, який слугує для визначення

ризиків забруднення довкілля. Окремо виділяють політичний ДД, у ході здійснення якого аналізують політичні ризики функціонування підприємства.

В Україні ДД прирівнюють до юридичного аудиту. Однак поняття юридичного аудиту значно вужче та позначає правову експертизу діяльності щодо відповідності законодавству. Основні відмінності процедури дью дилидженс та аудиту подано у табл. 1.

Як видно з табл. 1, проведення аудиту не може слугувати підставою для розгляду підприємства в якості об'єкта інвестування, а коло фахівців, задіяних при здійсненні юридичного аудиту, включає виключно юристів. Таким чином, ототожнювати і порівнювати поняття «юридичний аудит» та «ДД» некоректно. При цьому фінансовий ДД може проводитися одночасно з аудитом.

Для того, щоб виявити шляхи адаптації процедури ДД до українських умов, розглянемо його особливості на нинішньому етапі розвитку в Україні та порівняємо із зарубіжним досвідом.

Початок розвитку послуг з проведення ДД в нашій країні припадає на 2000-2001 рр, а вже з 2004 року, коли сформувалися найбільші ФІП та спостерігалось зростання іноземних інвестицій, почав розвиватися [3].

Відмінності дью дилідженс та аудиту

Критерій	Дью дилідженс	Аудит
Основна мета	Виявлення ключових аспектів угоди, що впливають на її вартість	Перевірка достовірності фінансової звітності
Вимоги до виконавця	Фахівці у галузі економіки та права з досвідом проведення ДД	Професійні бухгалтери та аудиторів
Обсяг та характер проведення	За домовленістю з клієнтом; детальні перевірки обмежено	Регламентовано національними стандартами, можуть проводитися процедури ретельної перевірки
Період	Минулі та прогнозні періоди	Минулі періоди
Формат звіту	Вільна форма	Визначено національними стандартами
Термін проведення	Часовий період не обмежено, однак доступ до інформації може надаватися тимчасово	За чітко визначеним графіком
Витрати на проведення	Складно прогнозовані	Переважно фіксовані

Джерело: складено авторами на основі [5, 9].

Як свідчать аналітичні дані [1, с. 26-30] в Україні процедуру ДД проводять для перевірки нових постачальників та бізнес-партнерів (майже 70 % з опитаних). При цьому, якщо порівняти результати досліджень у світі та Україні щодо дотримання антикорупційних норм за методологією Доу Джонс, показник впевненості щодо довіри до процедури ДД у світі складає 50 %, в Україні – 91 %. Такий високий показник пояснюється насамперед тим, що у вітчизняній практиці процедуру ДД найчастіше проводять власними силами.

Отже, здійснення ДД може виконуватися кожною із зацікавлених сторін (продавцем або покупцем), однак отримані вигоди різняться. Сторона, що залучає інвестиції (продавець) скорочує час, що витрачається на процедуру продажу, має змогу виявити додаткові можливості бізнесу, підвищити ціну угоди тощо. Інвестор (покупець) отримує можливість вивчити вірогідність ризиків та потенційних вигод. Таким чином, скорочується час на з'ясування перелічених аспектів купівлі, завдяки чому обидві сторони можуть концентруватися на інших важливих питаннях.

Водночас, як свідчить закордонний досвід, проведення ДД власними силами не завжди виступає найбільш ефективним способом залучення фахівців для перевірки. Здійсненням фінансового ДД займаються спеціалісти-бухгалтери, у відношенні до яких використовують термін «бухгалтери-дослідники», однак навіть залучення таких вузькопрофільних спеціалістів не гарантує успіху за умов слабого інвестиційного обґрунтування та скорочених часових рамок проведення ДД. У таблиці 2 наведено найбільш успішні та невдалі угоди з купівлі компаній закордоном та роль процедури ДД у їх результатах.

В ході реалізації кожної з наведених угод мала місце процедура проведення дью дилідженс, мета якої полягала в зниженні існуючих підприємницьких ризиків (негативного впливу зовнішнього і внутрішнього середовища). Успіхи угод чи їх провал пояснюються характером синергії, що виникає, а також тим, чи достатньо часу відводилося на проведення ДД. Розглянемо на прикладі наведених

угод переваги використання ДД та загрози у разі його ігнорування.

По-перше, ДД дозволяє підтвердити або спростувати стратегію придбання на основі аналізу поточних показників діяльності та фінансової потужності компанії. Так, наприклад, проведений ДД підтвердив можливість включення товарів Kellogg в систему розповсюдження Keebler. У випадку угоди між Beringer та TPG оцінка рентабельності активів (ROA) та економічної доданої вартості (EVA) були замінені оцінкою грошового потоку від операційної діяльності, грошової маржі та росту, що дозволило більш точно оцінити вартість компанії та підтвердити обрану стратегію поглинання.

По-друге, надає можливість перевірити достовірність фінансової інформації, наданої продавцем. Якщо ж у ході проведення ДД не звертають увагу на ключові для інвестиційного обґрунтування характеристики компанії, як у випадку придбання Rubbermaid, ріст продажів якої почав сповільнюватися, угода може не окупитися. Крім того, подібні угоди можуть призвести до дилуції, тобто розмиття вартості, коли покупець заробляє менший дохід у розрахунку на одну акцію (earnings per share, EPS), порівняно з періодом до укладання угоди.

По-третьє, дає змогу прогнозувати хід інтеграції, включаючи майбутні проблеми. Негативні наслідки квапливого проведення ДД та відсутності прогнозування ілюструє придбання концерном BMW англійської компанії Rover Group. Враховуючи позиціонування BMW на ринку як виробника машин преміум-класу, придбання Rover видавалося менеджерам стратегічно правильним. Однак впевненості керівництва виявилось недостатньо. Врятував ситуацію лише подальший перепродаж та збереження виробничих потужностей у Оксфордї і прав на модель Mini.

По-четверте, допомагає оцінити взаємний фінансовий вплив та підтвердити синергетичний ефект між компаніями. Прикладом успішного врахування позитивних та негативних синергій слугує придбання Королівським банком Шотландії (RBS) Національного Вестмінстерського банку (NatWest) на початку 2000-х років. Водночас існують

прикладі перебільшення прогнозів синергетичних ефектів. Vivendi, будучи одним з найбільших комунальних підприємств Франції, у 2000 році трансформувалося у медіа компанію шляхом об'єднання придбаних виробничих потужностей Universal Studios та Universal Music. Однак

очікуваного синергетичного ефекту шляхом розповсюдження медіа контенту через мережу Інтернет не сталося, у 2011 році об'єднана компанія Vivendi Universal отримала рекордні для Франції корпоративні збитки у розмірі 13,6 млрд. євро.

Таблиця 2

Роль процедури дью дилидженс в укладанні угод з купівлі компаній

Продавець/ покупець	Результат укладання угоди	Роль процедури ДД
<i>Успішні угоди</i>		
Nestle (Beringer Wine Estates) / Texas Pacific Group (TPG)	Правильна оцінка автономної вартості Beringer сприяла повернення TPG інвестицій у дев'ятикратному розмірі за п'ять років	У ході проведення ДД було з'ясовано, що критерії вимірювання ефективності та потенціалу підприємства потребують перегляду, враховуючи фондоємність бізнесу у галузі виноробства
Keebler / Kellogg	Компанія повернула лідерство на ринку готових сніданків; зростання операційного прибутку склало 32 %, доходу на акцію – понад 65 %	У ході проведення ДД було розраховано потенційне зниження собівартості, здатне компенсувати вартість купівлі. Також було з'ясовано маржу безпеки угоди (170 млн. дол. США через три роки), однак на практиці синергетичне скорочення витрат перевищило прогнозні показники.
NatWest / RBS	Ефект скорочення витрат та синергії перевищив очікуваний на 300 млн. фунтів стерлінгів та був досягнутий за два роки (з 2002 по 2004 рр.)	Комплексний ДД, проведений RBS, дозволив запропонувати реалістичну ціну за NatWest у розмірі 21 млрд. фунтів стерлінгів шляхом обчислення скорочення обсягу витрат на дублюючі функції та синергії прибутків за рахунок об'єднання брендів, продуктів та бази клієнтів
<i>Невдалі угоди</i>		
Rubbermaid / Newell	Newell переплатила близько 7 доларів за акцію, оцінивши гудвіл Rubbermaid у 500 млн. дол. США. Через два роки після укладання угоди акціонери Newell втратили половину вартості (порівняно з ринковою ціною акцій до угоди), а акціонери Rubbermaid – 35 %	Погоджений час для проведення перевірки склав три тижні та виявився недостатнім. Під час проведення ДД не було здійснено аналізу бази клієнтів, загальної дохідності та конкурентів. Пізніше виявилось, що компанія Rubbermaid вдавалася до демпінгу, а коло її конкурентів виявилось ширшим за очікуване
Rover Group / BMW	Поспішність мала негативні наслідки: лише за 1999 рік збитки від придбання склали 800 млн. фунтів стерлінгів (інвестовано на той момент було 2 млрд. фунтів стерлінгів)	На проведення ДД та інших супутніх перевірок виділили лише 10 днів

Джерело: складено авторами на основі [2, 11].

Варто зазначити, що результати ДД не дають вичерпної відповіді щодо доцільності інвестування, оскільки додатково потрібно перевірити правильність оформлення документів та їх відповідність чинному законодавству, що знижує шанси рейдерського поглинання, а також достовірність наданої інформації та пропозицій, запропонованих у бізнес-плані.

На основі узагальнення зарубіжного досвіду проведення ДД пропонуємо спрощений алгоритм його проведення, адаптований до українських умов (рис. 2).

В Україні процедура ДД, внаслідок низького рівня її поширеності, продавцем може розцінюватися як безпідставна підозра, через що потенційна угода може зірватися. Через це на другому етапі, згідно вищенаведеного алгоритму, у процесі ведення переговорів потрібно обговорювати терміни проведення ДД, перелік необхідних документів, можливість отримання доступу до них тощо.

Щодо четвертого етапу, на який припадає проведення перевірки, початок процедури ДД співпадає з плануванням здійснення інвестицій. На даному етапі з'ясовують вартість чистих активів компанії та відстежують інформацію щодо репутації компанії. Враховуючи можливість навмисного приховування необхідної інформації або спроб обмежити до неї доступ, потрібно розробити стратегію проведення фінансової перевірки. При цьому не слід забувати, що отримані у ході здійснення фінансового ДД дані частково належать до так званої «м'якої інформації», тобто опираються на припущення, а не факти.

Подальше проведення правового, операційного та фінансового ДД включає вивчення таких якісних показників: історія бізнесу, інформація щодо ліцензій, організаційна структура, ефективність менеджменту тощо [6].



Рис. 2. Алгоритм проведення процедури дью-дилідженс

Джерело: складено автором за даними [1, 11].

На етапі підведення підсумків та складання кінцевого звіту сукупність результатів за кожним з видів ДД дає змогу здійснити остаточний аналіз положення компанії на ринку. На відміну від раніше згаданих різновидів ДД, даний аналіз надає прогнози та передбачає стратегічне планування, зокрема щодо перспектив розвитку компанії на ринку, відповідно до його динаміки, та положення в конкурентному середовищі у майбутньому. Задля цього надають два звіти: про внутрішній аналіз бізнесу та про аналіз конкурентного середовища. У першому надають інформацію щодо забезпеченості ресурсами, плани розвитку, кадровий потенціал, взаємовідносини співробітників та керівництва. У другому – інформація про галузеву специфіку ринку, конкурентів та їх потенціал. На основі даних обох звітів складають прогнози розвитку ринку.

Підсумовуючи зазначимо, що будь-яка угода з купівлі компанії починається з інвестиційного обґрунтування, у якому визначають зростання цінності компанії у разі розширення її портфеля. При цьому інвестиційне обґрунтування потребує перевірки, у ході якої аналізують інформацію про клієнтів, виробничі потужності, можливі витрати та доходи. Проведення ДД надає можливість підтвердити, визнати невигідним або удосконалити інвестиційне обґрунтування.

Висновки. Результати дослідження доводять, що ДД є ключовою складовою у процесі прийняття інвестиційного рішення щодо того, чи укласти угоду, і, якщо так, то як зробити інвестиційну віддачу максимальною. Водночас результати проведення ДД не можуть слугувати основним підґрунтям рішення інвестора щодо доцільності придбання компанії. Основна мета процедури проведення ДД полягає у наданні інформації щодо стану бізнесу, фінансових показників та можливих ризиків. Водночас відмова від проведення ДД збільшує ризик покупця.

В Україні загальну інформацію про порядок проведення ДД можна знайти на сайтах юридичних та аудиторських фірм, однак не існує єдиного алгоритму проведення перевірки. Запропоновано алгоритм проведення дью дилідженс, виходячи з кращих практик закордонного досвіду. Адже дью

дилідженс, будучи інструментом превентивного характеру, зменшує ризики потенційних інвесторів, що надзвичайно важливо з точки зору необхідності залучення Україною іноземних інвестицій.

4 Список використаних джерел

1. Аналітична довідка «Боротьба з корупцією. Роль бізнесу в Україні». – К.: ТОВ «Фарбований лист», 2011. – 51 с.
2. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки / Д. Хардинг, С. Роувит; пер. с англ. А.Г. Петкевич. – Минск: Грецов Паблишер, 2007. – 256 с.
3. Касич А.О. Развитие рынка аудиторских услуг в Украине / А.О. Касич, І.М. Гноєва // Облік і фінанси АПК. – 2011. – № 1. – С. 76-80.
4. Консалтинговая компания SV Development [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.svdevelopment.com>.
5. Лиховчук В.М. «Due Diligence» (Дью Дилідженс) в Украине: понятие, основные проблемы и возможные перспективы развития / В.М. Лиховчук [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/8_NND_2010/Economics/60324.doc.
6. Малышев А.И. «Бухгалтерский» due diligence при покупке бизнеса в России / А.И. Малышев // «Аудиторские ведомости». – 2006. – № 9. – С. 133-138.
7. Мельничук Б.В. Развитие аудиторского обслуживания аграрного сектора Украины / Б.В. Мельничук // Облік і фінанси АПК. – 2011. – № 2. – С. 69-72.
8. Сілічева Н.С. Сутність Due Diligence (Дью Ділідженс) і можливі перспективи розвитку в Україні / Н.С. Сілічева // Економічний простір. – 2011. – № 45. – С. 288-296.
9. Ткачук І.М. Чи є DUE DILIGENCE юридичним аудитом? / І.М. Ткачук // Економічні науки. Сер.: Облік і фінанси. – 2012. – Вип. 9(3). – С. 399-405.
10. Уотермен Р. Фактор обновления: как сохраняют конкурентоспособность лучшие компании / Р. Уотермен; пер. с англ. В.Т. Рысина. – М.: Прогресс, 1988. – 368 с.
11. Joseph L. Bower. Not All M&As Are Alike – And That Matters // Harvard Business Review. – March 2001.
12. Kaplan R.S. The Balanced Scorecard. Measures then drive Performance / R.S. Kaplan, D.P. Norton // Harvard Business Review. – 1992. – Vol. 70, № 1. – pp. 71-79.
13. Kaplan R.S. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System / R.S. Kaplan, D.P. Norton // Harvard Business Review. – 1996. – Vol. 74, № 1. – pp. 75-85.