Волошанюк Н.В.,
кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів
Криворізького економічного інституту
ДВНЗ "Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана"

ПОТЕНЦІАЛ СИНЕРГІЇ В РЕЗУЛЬТАТІ УКРУПНЕННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Досліджено комплекс актуальних питань, пов'язаних із виявленням потенціалу синергії та формуванням доданої вартості в результаті укрупнення компаній. Визначено шляхи реалізації потенціалу синергії.

Range of current issues related to the identification of synergy's potential and the formation of surplus value as a result of companies' growth are investigated. The ways of implementation of synergy's potential are determined.

Ключові слова: корпоративна реструктуризація, потенціал синергії, укрупнення підприємств, додана вартість, контролінг синергії.

Одним із напрямів забезпечення конкурентної й фінансової спроможності вітчизняних суб'єктів господарювання є консолідація активів. Завдяки їй розв'язується проблема дефіциту внутрішніх джерел зростання виробництва, долаються бар'єри доступу на нові ринки, збільшується сировинна база. Найпоширенішим способом консолідації активів є корпоративна реструктуризація, спрямована на укрупнення компаній (злиття, приєднання, поглинання). Під останньою слід розуміти зовнішню реструктуризацію[1], що має на меті зміну власника статутного капіталу, створення нових юридичних осіб, формування інтегрованих корпоративних утворень.

Корпоративна реструктуризація створює умови для залучення капіталу підприємства на фінансових ринках, забезпечує концентрацію виробництва, бізнесу та вартості шляхом створення крупних структур (ФПК, ТНК, холдингів, інших об'єднань). Окрім того, укрупнені господарські структури є стійкішими до проявів глобальних криз. У зв'язку з цим останніми роками у вітчизняній економіці досить чітко проявляються світові тенденції до консолідації крупного системного бізнесу.

Вивчення науково-практичної літератури у сфері укрупнення й консолідації бізнесу показує, що увага науковців зосереджується переважно на правових питаннях реалізації реорганізаційної угоди, особливостях проведення поглибленого аналізу компаній, організації укрупнення. Цим питанням присвячені праці Т.І. Єфименко,

[1] На відміну від зовнішньої реструктуризації, в рамках внутрішньої реструктуризації реалізуються заходи з поліпшення внутрішньої організаційної структури, запровадження систем мотивації, вдосконалення структури активів та управління. Зазначені заходи мають внутрішній характер та не пов'язані зі змінами в економіко-правових відносинах підприємства із зовнішніми контрагентами й інституціями.

© Волошанюк Н.В., 2012

В.В. Прохорова, М.В. Стецька, О.О. Терещенка. Водночас недостатня увага приділяється питанню потенціалу синергії, який формується в результаті укрупнення компанії. Хоча саме синергія є основним джерелом створення доданої вартості за його результатами. Тому метою пропонованої статті є дослідження природи потенціалу синергії як ключового чинника формування доданої вартості в результаті укрупнення компаній.

Операції реорганізації, спрямовані на укрупнення компаній, у зарубіжній теорії й практиці позначаються як операції типу Mergers & Acquisitions (M&A). Під поняття "merger" підпадають операції, орієнтовані на злиття або приєднання підприємств, "acquisition" — на придбання (поглинання) одного підприємства іншим.

Комплекс мотивів проведення реструктуризації різних видів слід розглядати у двох аспектах: спрямування на створення доданої вартості для власників та на забезпечення збереження вже створеної вартості. Найбільш теоретично обґрунтованим мотивом, із точки зору створення доданої вартості в результаті укрупнення, є використання синергетичних ефектів, що проявляються в зниженні витрат виробництва чи збільшенні виручки від реалізації продукції. Виправданими є також заходи з удосконалення внутрішньофірмових фінансових відносин на основі запровадження механізмів функціонування внутрішнього ринку. Такі мотиви реструктуризації, як попередження поглинання й рейдерства, фінансова санація й забезпечення інтересів керівництва компанії, здебільшого забезпечують збереження створеної вартості.

У науково-практичній літературі наводяться численні визначення поняття "синергія" й відповідно "десинергія". Сутність цих понять полягає в тому, що комбінація властивостей і факторів цілого (підприємства) відрізняється від суми властивостей і факторів, котрими характеризуються окремі складові (підприємства-правопопередники)[2]. Таким чином, у результаті укрупнення можуть спостерігатись як позитивні (синергія), так і негативні (десинергія) ефекти. Є. Брігхем стверджує, що зміст синергії характеризується принципом "до двох додати два — дорівнює п'ять"[3]. Отже, попереднє визначення звужується лише до позитивного результату внаслідок поєднання елементів. У контексті операцій злиття й поглинання (M&A) це означатиме здатність корпоративного об'єднання бути прибутковішим, ніж його окремі частини в сукупності, внаслідок реалізації можливостей ефективнішого використання ресурсів цих частин.

Головним фінансовим пріоритетом реструктуризації, спрямованої на укрупнення, є максимізація доданої вартості. Потенціал приросту вартості в результаті укрупнення визначається ефектом синергії. Вплив цього ефекту на приріст вартості компанії проявляється в зростанні чистих грошових потоків, що є наслідком

[2] *Bire A.* Synergiemanagement im Rahmen von Mergers&Acquisitions // Controller Magazin. — 2010. — July—August. — S. 80—82.

[3] *Брігхем Є.Ф.* Основи фінансового менеджменту: Пер. з англ. — К.: Молодь, 1997. — 1000 с.

збільшення доходів та зменшення витрат (і, відповідно, грошових видатків), та в зниженні ризиків інвестування коштів, що знаходить свій вираз у зменшенні ставки дисконтування. Наприклад, ефект синергії в результаті укрупнення в гірничо-металургійному комплексі може бути досягнутий через консолідацію в гірничорудному сегменті та підвищення рівня забезпечення підприємств сировиною за помірними цінами. З економічної точки зору, максимально допустима ціна придбання підприємства відповідає його індивідуальній ринковій ціні, збільшеній на приріст вартості в результаті синергії. Потенціал приросту вартості для покупця відповідає різниці між максимально допустимою ціною придбання та фактично сплаченою ціною, включаючи накладні витрати, пов'язані з реструктуризацією.

Ключовим завданням аналізу потенціалу синергії є його кількісна оцінка. З цією метою треба проаналізувати інформацію про ринкову вартість цільового підприємства й компанії, що є ініціатором реорганізації, прогнозну вартість укрупненого підприємства та ціну придбання. Під цільовим (таргет-підприємством) розуміється таке, яке планується придбати чи приєднати в результаті реорганізації, тобто об'єкт придбання. У процесі аналізу можливостей зростання вартості в разі реструктуризації потрібно керуватися таким базовим алгоритмом:

$$\mathrm{NAV} = V_{\text{АБ}} - [V_{\text{А}} + V_{\text{Б}}] - P - E, \qquad (1)$$

де NAV (*net acquisition value*) — чиста додана вартість, створена в результаті укрупнення;

$V_{\text{АБ}}$ — вартість компанії після укрупнення;

$V_{\text{А}}$, $V_{\text{Б}}$ — індивідуальна вартість компаній А і Б до укрупнення;

P — реорганізаційна премія (перевищення ціни угоди над індивідуальною ринковою вартістю підприємства);

E — накладні витрати, пов'язані з реалізацією угоди.

Можна виокремити такі етапи кількісної оцінки потенціалу синергії в результаті укрупнення підприємств:

1) автономна оцінка вартості підприємств, котрі беруть участь у реорганізації, наприклад на основі дисконтування прогнозних грошових потоків кожного підприємства з використанням відповідних ставок дисконтування;

2) знаходження суми вартостей підприємств, що є учасниками реорганізаційної угоди;

3) оцінка вартості укрупненого підприємства на основі дисконтування його прогнозних грошових потоків;

4) визначення потенціалу синергії за результатами укрупнення як різниці між вартістю укрупненої компанії та сумою вартостей компанії-інвестора й таргет-підприємства.

У разі якщо ціна угоди перевищує ринкову вартість таргет-підприємства, отримана додана вартість дорівнюватиме обсягу потенціалу синергії, зменшеному на суму відповідної премії та інших витрат, пов'язаних із реалізацією угоди.

З економічної точки зору, максимально допустима ціна придбання підприємства відповідає його індивідуальній ринковій ціні, збільшеній на приріст вартості, що формується внаслідок мобілізації потенціалу синергії. Звідси випливає, що приріст вартості для покупця відповідає різниці між максимально допустимою ціною придбання та фактично сплаченою ціною, включаючи накладні витрати, пов'язані з реорганізацією:

$$\mathrm{NAV} = [V_{\text{АБ}} - [V_{\text{А}} + V_{\text{Б}}]] - (P + E). \quad (2)$$

Значення у квадратних дужках характеризує величину потенціалу синергії, який є основним джерелом створення доданої вартості в результаті укрупнення. Отже, кількісна оцінка потенціалу синергії є вищою, ніж величина доданої вартості, створеної в результаті укрупнення. Різниця відповідає величині реорганізаційної премії та накладних витрат, пов'язаних із операцією укрупнення.

Вплив ефекту синергії на приріст вартості компанії проявляється в зростанні чистих грошових потоків та рентабельності за cash-flow або (та) в зниженні ризику отримання чистих грошових потоків, котрі підлягають дисконтуванню (в результаті зменшення середньозваженої ціни залучення капіталу). Слід наголосити, що сума зростання вартості є наслідком укрупнення компаній та не означає автоматичного збільшення вартості для підприємства-покупця (його власників). Із рівняння (1) випливає, що величина вартості, генерована ефектом синергії, розподіляється між власниками цільової компанії та компанії-покупця. Перші отримують премію у вигляді перевищення ціни угоди над індивідуальною ринковою ціною підприємства, другі — можливість реалізувати синергію. Вартість таргет-підприємства є нижньою межею ціни, яку готовий акцептувати продавець, оскільки він має всі можливості здійснювати свою господарську діяльність і без реорганізації. Як правило, продавці таргет-підприємств вимагають додаткову премію за згоду на реорганізацію. Продавець виходитиме з того, що ціна реалізації повинна перевищувати вартість, котра буде генеруватися в разі продовження діяльності. Премія за придбання (*acquisition premium*) — це плата понад ринкову вартість цільового підприємства, яку ініціатор готовий заплатити за право володіти ним та отримувати доходи від його діяльності. Йдеться про право контролю над підприємством, що дає змогу мобілізувати так звану вартість контролю (v*alue of control*). Згідно з дослідженням експертів економічного журналу "Merger & Acquisitions", реорганізаційна премія становить у середньому 40—50 % ринкової ціни таргет-підприємства[4].

Компенсацією для покупця мають стати вигоди від реалізації потенціалу синергії. Зі зростанням реорганізаційної премії збільшується частка доданої вартості, що передається продавцю, та зменшується додана вартість, котра залишається інвестору після використання потенціалу синергії. Для того щоб угода мала економічний сенс, теперішня вартість синергетичних переваг повинна перевищувати премію за придбання й відповідні накладні витрати:

[4] *Rappaport A.* Shareholder Value. — Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag, 1999. — P. 172.

$$(P+E) < \sum_{t=1}^{n} \frac{SEt}{(1+\text{WACCs})^t}, \quad (3)$$

де SEt_n — синергетичний ефект у періоді t;

WACCs — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування (середньозважену вартість капіталу).

Аналіз механізму створення вартості в процесі реорганізації ускладнює та обставина, що премія є одномоментним платежем, тоді як для реалізації потенціалу синергії потрібен певний час. Покупець сплачує реорганізаційну премію та набуває опціонне право на отримання ризикових доходів у вигляді синергії в майбутньому. Що більший часовий інтервал реалізації ефекту синергії, то вищі ризики укрупнення та важче оцінити додану вартість, створену в результаті реорганізації.

Успішність реорганізації забезпечується не лише наявністю потенційних можливостей отримання ефекту синергії, а й умінням менеджменту реалізувати синергетичний потенціал на практиці. У цьому контексті велике значення має так званий контролінг синергії, завданням якого є ідентифікація, кількісна оцінка та планування реалізації потенціалу синергії[5]. Процес її реалізації починається зі стратегічного планування. Після поглинання чи злиття важливо правильно інтегрувати дві компанії. Протягом усього процесу ініціатор повинен зважати на реакцію ринку й конкурентів, котру досить важко змоделювати. Відповідні сценарії розвитку ситуації на ринку варто проаналізувати на етапі підготовки проекту угоди.

Для розв'язання проблеми оптимального розподілу між покупцем і продавцем вартості, що генеруватиметься в результаті використання потенціалу синергії, слід визначитися з критеріями оцінки вартості таргет-підприємства та способом проведення розрахунків. Якщо корпоративні права компанії мають обіг на фондовій біржі, ринкова капіталізація підприємства може слугувати адекватним масштабом для його оцінки. Проблема, однак, полягає в тому, що під впливом інформації про плани реорганізації ціна акцій таргет-підприємства може істотно зрости. У такому разі реорганізаційна премія вже буде закладена в ринкову ціну компанії. Для оцінки індивідуальної вартості компанії треба відняти від актуальної ринкової ціни премію за реорганізацію.

Нижня межа ціни реалізації, а отже, й розподіл доданої вартості, що створюється в результаті реорганізації, значною мірою залежить від привабливості наявних у продавця альтернатив. Якщо продавець має інші серйозні пропозиції щодо придбання, нижня межа ціни перевищуватиме актуальну ринкову ціну компанії, коли ж продавець оцінює перспективи розвитку песимістично, мінімальна ціна може бути нижчою. Як уже зазначалося, верхня межа ціни придбання відповідає сумі індивідуальної ринкової ціни таргет-підприємства та очікуваної вартості після

[5] *Bire A.* Зазнач. праця.

реалізації ефекту синергії. Якщо реорганізаційна угода здійснюється за максимальною ціною, це означає, що вся потенційна додана вартість буде перерозподілена на користь продавця.

У разі злиття або придбання великого пакета корпоративних прав ціна реорганізаційної угоди має фіксуватися за результатами дью-дилідженс, який проводиться з метою зниження ризиків корпоративної реструктуризації та асиметрії в інформаційному забезпеченні. Дью-дилідженс, як комплексний аналіз усіх аспектів фінансово-господарської діяльності підприємства, котре підлягає реструктуризації, концентрується на таких питаннях: фінансова діагностика, визначення сильних і слабких сторін таргет-підприємства, аналіз ризиків, пов'язаних із реорганізацією, обґрунтування оцінки вартості цільового об'єкта.

За певних обставин верхня межа ціни, яку пропонує покупець, може бути нижчою за індивідуальну ринкову ціну таргет-підприємства. Це можливо, якщо покупець має досить привабливі альтернативи щодо реорганізації або може реалізувати свої стратегічні цілі, скориставшись іншими інструментами, наприклад через внутрішню реструктуризацію, організацію стратегічних альянсів чи придбання невеликого пакета корпоративних прав. Компанія — ініціатор укрупнення може також реалізовувати стратегію на внутрішній розвиток, аби забезпечити переваги від зовнішньої реструктуризації на основі внутрішньої.

Варто звернути увагу на те, що аналіз вартості, створеної в процесі реорганізації, включає не лише оцінку вартості таргет-підприємства, а й вартісну самооцінку компанії, котра є ініціатором реорганізації. Необхідність самоаналізу вартості компанії на попередньому етапі реорганізації пояснюється трьома основними чинниками.

По-перше, оцінка дає змогу виявити можливості зростання вартості на основі внутрішньої реструктуризації та поліпшити фінансовий стан за рахунок здійснення стратегічних дезінвестицій. По-друге, результати оцінки показують, яка форма розрахунків буде кращою в процесі реорганізації: сплата грошових коштів чи надання певної частини корпоративних прав. По-третє, оцінка обох підприємств, що беруть учать у реорганізації, потрібна не лише для виявлення потенціалу синергії, а й для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав у разі, якщо розрахунки проводитимуться не в грошовій формі.

Як справедливо зазначає О. Терещенко, правильність визначення пропорцій обміну корпоративних прав у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються, на акції або частки в статутному капіталі підприємства-правонаступника є однією з найскладніших фінансових проблем, які виникають під час реорганізації[6]. У разі використання як бази для розрахунків ринкового курсу вартість придбання таргет-підприємства для покупця відповідатиме ринковій вартості пакета корпоративних прав, котрі будуть передані власникам цільового підприємства.

[6] *Терещенко О.О.* Управління фінансовою санацією підприємств: Підручник. — К.: КНЕУ, 2006. — 552 с.

Велику увагу проблематиці формування й розподілу вартості в процесі реорганізації приділив А. Раппапорт. Він наголошує: якщо менеджмент компанії — ініціатора реорганізації вважає, що ринок недооцінює корпоративні права підприємства, то оцінка об'єкта придбання за ринковою ціною призводить до сплати завищеної ціни реорганізаційної угоди. Коли ж вважається, що акції компанії-ініціатора переоцінені ринком, це надає можливість запропонувати власникам об'єкта придбати більше акцій, без зменшення загальної суми доданої вартості, яка перерозподілятиметься на користь власників компанії — ініціатора реорганізації[7].

Якщо пропорції обміну визначаються, зважаючи на ринкову вартість корпоративних прав підприємства, то ці пропорції можна коригувати чи вирівнювати. Корекції ринкового курсу корпоративних прав, а отже, й пропорцій обміну, можна досягти шляхом збільшення статутного капіталу за рахунок інших позицій власного капіталу підприємства (курс зменшиться) або на основі зменшення статутного капіталу (курс збільшиться). Під час обміну корпоративних прав може бути застосована також комбінація надання акцій (часток) підприємств-правонаступників та виплата грошових компенсацій власникам реорганізованих підприємств чи здійснення ними доплат.

Так, у результаті процесів консолідації в гірничо-металургійному комплексі України група "Приватбанк", власники якої володіли мажоритарними пакетами акцій гірничо-металургійних підприємств, стала співвласницею крупної російської корпорації "Євраз Груп". Наприкінці 2007 р. "Євраз" оголосив про підписання угоди, згідно з якою він отримує майже всі акції ГХК "Суха Балка" (99,25 %), Дніпропетровського металургійного заводу ім. Петровського (95,57 %), а також трьох коксохімічних заводів: "Баглійкоксу" (93,74 %), "Дніпрококсу" (98,65 %) та Дніпродзержинського КХЗ (93,83 %). При розрахунках за цією операцією був застосований метод комбінації виплати грошових коштів та надання продавцю додатково емітованих акцій компанії, що є ініціатором реорганізації. Згідно з оцінками, "Євраз" заплатив за цією угодою 2—2,2 млрд дол. США: близько 1 млрд дол. грошима, а решту — акціями. Ефект синергії для корпорації-покупця в результаті цієї операції досягається через консолідацію в гірничорудному сегменті та підвищення рівня забезпечення своїх підприємств сировиною. Крім цього, куплені коксохімічні заводи є додатковим ринком збуту коксівного вугілля, видобутого шахтами "Євразу", а придбання Дніпропетровського металургійного заводу ім. Петровського дало змогу диверсифікувати виробництво та надалі знизити його собівартість.

Важливим аспектом укрупнення є оцінка ефективності відповідної операції. З цією метою на практиці здебільшого використовують три методичних підходи:

1) на основі аналізу зміни ринкового курсу корпоративних прав;

2) на основі аналізу фінансових результатів;

3) на основі оцінок менеджменту.

---

[7] *Rappaport A.* Зазнач. праця.

Перший підхід базується на оцінках ефективності укрупнення компанії учасниками ринку капіталів, зокрема інвесторами. Колективна оцінка інвесторів, котрі перебувають у стані постійної конкуренції між собою, може бути досить об'єктивним критерієм визначення доданої вартості, яка створюється за результатами реорганізації. У вигляді оціночного критерію за цього підходу використовується показник приросту дохідності, що характеризує різницю між реальною й звичайною дохідністю акцій (що не враховує інформацію про укрупнення). На думку А. Раппапорта, безпосередня реакція ринку, котра проявляється в зміні ціни акцій, є найкращою оцінкою довгострокових наслідків реорганізації[8]. На ринку діє така закономірність: чим більшою є премія, сплачена продавцю таргет-підприємства, тим гіршою буде динаміка ринкового курсу, й навпаки. Якщо курс акцій компанії-покупця падає, це означає, що ринок оцінює теперішню вартість майбутніх доходів від синергії як нижчу за величину сплаченої реорганізаційної премії.

Другий підхід до визначення ефективності укрупнення компаній базується на розрахунку фінансових результатів, а саме на порівнянні фінансових результатів новоствореної компанії та усереднених фінансових показників компаній-попередників. Ідеться про використання в ролі критеріїв ефективності показників рентабельності, а не абсолютних показників прибутку. Класичним показником рентабельності, що характеризує норму дохідності на вкладений власниками капітал, є ROE (рентабельність власного капіталу). Втім, він, як і інші показники рентабельності, легко піддається маніпуляціям.

Третій підхід до оцінки ефективності реструктуризації ґрунтується на оцінках менеджменту, а саме результатів укрупнення з боку менеджменту як компанії-покупця, так і компанії-продавця. Цей підхід має такі недоліки:

по-перше, оцінка ефективності управління буде суб'єктивною з точки зору самого менеджменту, а не акціонерів та інвесторів. Згідно з теорією відносин "принципал — агент", такий підхід не відповідає вимогам вартісно орієнтованого управління;

по-друге, оцінка менеджменту компанії-покупця буде відрізнятися від об'єктивної в бік завищення, тоді як управління компанії-продавця схилятиметься до негативної або принаймні набагато жорсткішої оцінки;

по-третє, менеджмент може не володіти інформацією стосовно укрупнення, якщо супроводом операції займається посередник.

Враховуючи результати проведеного аналізу способів оцінки ефективності укрупнення, вважаємо, що найбільш адекватним є метод оцінки зміни ринкового курсу. Якщо ж корпоративні права компанії не мають обігу на фондовому ринку, для оцінки ефективності доцільно використовувати показник економічної доданої вартості (EVA), яка буде створена в результаті укрупнення.

---

[8] *Rappaport A.* Зазнач. праця.

Для аналізу угод на предмет можливості реалізації потенціалу синергії, на наш погляд, доцільно використовувати показник відношення ринкової капіталізації до балансової вартості власного капіталу (чистих активів). Якщо цей показник менший за одиницю, то, за інших рівних умов, компанія недооцінена ринком та може бути об'єктом корпоративної реструктуризації, а коли більший, то навпаки. Проведений аналіз співвідношення ринкової й балансової вартості власного капіталу на окремих підприємствах гірничо-металургійного комплексу України засвідчує, що більшість вітчизняних підприємств цієї галузі недооцінена ринком. Із п'ятнадцяти проаналізованих підприємств показник перевищував одиницю лише у двох: у ВАТ "Криворізький гірничо-металургійний комбінат "Криворіжсталь" він становив 2,05, а у ВАТ "Дніпропетровський металургійний завод імені Комінтерну" — 1,06. Водночас на ВАТ "Алчевський коксохімічний завод" показник відношення ринкової капіталізації до балансової вартості власного капіталу дорівнював 0,09. Одним із чинників такої ситуації є негативний вплив світової фінансової кризи, внаслідок якої вартість активів багатьох підприємств істотно знизилася.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Визначальним мотивом укрупнення підприємств є приріст вартості компаній у результаті використання потенціалу синергії. Для забезпечення зростання вартості компанії теперішня вартість майбутніх доходів від використання потенціалу синергії має перевищувати сплачену реорганізаційну премію на користь продавця та накладні витрати, пов'язані з виконанням угоди. Якщо курс акцій компанії-покупця знижується, це означає, що ринок оцінює теперішню вартість майбутніх доходів від синергії як нижчу за величину сплаченої реорганізаційної премії. Існує закономірність: що вищою є премія, сплачена продавцю таргет-підприємства, то нижчим буде ринковий курс, і навпаки.

Ринкова ціна таргет-підприємства може істотно змінитися під впливом інформації про плани реорганізації. Таким чином, слід розрізняти індивідуальну ринкову ціну компанії за відсутності планів реорганізації та ринкову ціну, котра формується під впливом інформації щодо майбутньої інтеграції.

Для зменшення ризиків корпоративної реструктуризації рекомендується дьюдилідженс, який має концентруватися на фінансовій діагностиці, аналізі сильних і слабких сторін діяльності підприємства, визначенні його реальної вартості з урахуванням стратегії розвитку інвестора. На рівні компанії-інвестора, що є ініціатором укрупнення, доцільно запровадити контролінг синергії, до компетенції якого входять оцінка, аналіз, планування та якомога повніша реалізація потенціалу синергії, за формою проектного контролінгу.