

**ВПЛИВ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ПРОЗОРОСТІ НА ОЦІНКУ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ.
ЗОНИ РОЗВИТКУ ДЛЯ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМЦІВ**

**THE IMPACT OF INFORMATION TRANSPARENCY ON BUSINESS
VALUATION. DEVELOPMENT ZONES FOR UKRAINIAN ENTREPRENEURS**

Анотація. Розглянуто теоретичні та практичні аспекти впливу інформаційної прозорості на оцінку вартості бізнесу. Показано, що низький рівень прозорості та довіри спричиняє підвищені ризики і дисконт (недооцінку) вартості українських компаній. Проаналізовано типову структуру українського бізнесу (фрагментація на декілька юридичних осіб і ФОПів) та її наслідки, зокрема обмежений доступ до інвестицій і капіталу. На основі порівняння мультиплікаторів Р/Е для розвинених і перехідних ринків показано суттєву різницю в оцінках: українські підприємства оцінюються значно нижче через інституційну непрозорість. Запропоновано ключові зони розвитку для підвищення вартості бізнесу: формування культури прозорості серед підприємців, корпоратизація привабливих державних підприємств із залученням дрібних вітчизняних інвесторів, створення належного правового поля для масового інвестування, перезапуск національного фондового ринку та запровадження обов'язкового накопичувального пенсійного рівня для генерування довгострокового капіталу. Реалізація цих кроків покликана підвищити довіру, розблокувати фінансові ресурси та сприяти зростанню капіталізації українського бізнесу.
Ключові слова: інформаційна прозорість, оцінка бізнесу, довіра, ризики, фондовий ринок, пенсійна реформа, капіталізація.

Abstract. The theoretical and practical aspects of the influence of information transparency on business valuation are examined. It is shown that low transparency and trust lead to higher risks and a discount (undervaluation) in the value of Ukrainian companies. The typical structure of Ukrainian business (fragmentation into multiple legal entities and sole proprietorships) and its consequences, in particular limited access to investment and capital, are analyzed. A comparison of P/E multiples for developed and emerging markets demonstrates a significant valuation gap: Ukrainian enterprises are valued much lower due to institutional non-transparency. Key development areas are proposed to increase business value: fostering a culture of transparency among entrepreneurs, corporatization of attractive state-owned enterprises with the involvement of small domestic investors, creating an appropriate legal framework for broad investment participation, rebooting the national stock market, and introducing a mandatory funded pension tier to generate long-term capital. Implementation of these steps is intended to strengthen trust, unlock financial resources, and promote growth in the capitalization of Ukrainian business.
Keywords: information transparency, business valuation, trust, risks, stock market, pension reform, capitalization.

Вступ. Інформаційна прозорість бізнесу та рівень довіри інвесторів є одними з визначальних чинників успішного розвитку підприємства в сучасній економіці. Чим більше зацікавлені сторони – інвестори, кредитори, партнери – поінформовані про реальний фінансовий стан і результати компанії, тим вище вони оцінюють її перспективи та ринкову

вартість. Навпаки, дефіцит достовірної інформації породжує недовіру, збільшує сприйняття ризику і знижує оцінку вартості бізнесу. В теорії некооперативних ігор така ситуація характеризується рівновагою за Нешем, коли одноосібна відкритість з боку лише окремого гравця принесе йому додаткові витрати без переваг. *Недостатня прозорість* особливо характерна для перехідних економік, де традиційно високий рівень тіньової діяльності та неформальних практик. За оцінками Міністерства економіки, тіньовий сектор в Україні досі становить близько 30% ВВП, за оцінками міжнародних організацій – 30-40% ВВП, що означає значні обсяги бізнес-активності поза офіційною звітністю. Така ситуація негативно впливає на здатність бізнесів залучати інвестиції та збільшувати свою капіталізацію.

Метою цієї статті є дослідити, як *інформаційна відкритість* впливає на оцінку вартості компанії, та окреслити основні напрями (зони розвитку) для підвищення ринкової вартості українських підприємств. У роботі збережено стиль викладу автора – практикуючого фінансиста і викладача – але усунуто розмовні елементи, аби представити матеріал у науково-практичному форматі. Спершу розглянемо теоретичні підґрунтя зв'язку між прозорістю та вартістю бізнесу, далі – особливості українського контексту, і на завершення – рекомендації щодо розвитку, які здатні усунути існуючі бар'єри та реалізувати потенціал зростання вартості українських компаній.

Прозорість інформації та вартість бізнесу: теоретичний огляд

Теорія фінансів стверджує, що *фундаментальна вартість* будь-якого активу визначається очікуваними майбутніми доходами (грошовими потоками), дисконтованими, тобто приведеними до оцінки вартості на поточний момент. Інвестори використовують ставку дисконтування, яка відображає альтернативну доходність і ризики. Відповідно, *чим вищий сприйманий ризик*, тим вищу ставку дохідності (дисконту) вимагають інвестори і тим *нижче оцінюється поточна вартість* компанії при тих самих очікуваних майбутніх результатах. Ризики ж у значній мірі залежать від рівня довіри: якщо інформація про бізнес неповна або недостовірна, інвестор закладає додаткову премію за ризик невизначеності. Таким чином, непрозорість бізнесу безпосередньо знижує його оцінку через збільшення норми дисконту.

Цей ефект узгоджується з економічною теорією та спостереженнями. Так перуанський економіст *Ернандо де Сото* у своїй праці «*Загадка капіталу*» відзначав, що в країнах з нерозвиненими інститутами більшість активів залишається «недокапіталізованою» – потенційна вартість бізнесу не реалізується, оскільки права власності та інформація про активи нечіткі. Він пише, що постсоціалістичні країни та країни третього світу не мають ефективного процесу репрезентації активів, через що капітал «невидимий» і працює не на повну силу. У результаті більшість бізнесів недооцінені подібно до того, як недокапіталізованою є компанія, що випустила акцій менше, ніж дозволяють її прибутки та активи. Недовіра інвесторів і відсутність прозорого відображення власності призводять до того, що значна частина ресурсів залишається «під матрацами» і не трансформується в інвестиції. Отже, *низька прозорість породжує недовіру, а недовіра зменшує вартість бізнесу* – це замкнене коло, яке потрібно розривати шляхом інституційних змін.

З іншого боку, підвищення прозорості може суттєво збільшити інвестиційну привабливість компанії. Відповідно до сигналової теорії, відкритість фірми подає позитивний сигнал ринку і зменшує інформаційну асиметрію, що в результаті підвищує її ринкову оцінку. Дослідження на ринках, що розвиваються, підтверджують позитивний зв'язок між рівнем розкриття інформації та ринковою вартістю компанії (наприклад, за даними Chao et al., 2010, збільшення обсягу інформації знижує недооцінку акцій при IPO). Хоча існують і альтернативні погляди (окремі дослідження вказують на можливі витрати та ризики від надмірної прозорості за певних умов), загальний консенсус полягає в тому, що *прозорість і належне розкриття інформації сприяють зростанню довіри та капіталізації бізнесу*.

Валюація компаній в різних середовищах: емпіричні приклади

Для кращого розуміння масштабу впливу прозорості розглянемо порівняння ринкових мультиплікаторів у різних країнах. Одним із базових показників оцінки вартості є коефіцієнт P/E (price-to-earnings ratio) – співвідношення ринкової капіталізації компанії до її річного прибутку. У розвинених ринкових економіках значення P/E , як правило, вище завдяки нижчим ризикам і більшій довірі інвесторів до бізнесу. Для прикладу, компанії з індексу *S&P 500* (500 найбільших корпорацій США) наразі торгуються в середньому приблизно за 29 річних прибутків. Це означає, що якщо умовна компанія має чистий прибуток \$1 млн, інвестори оцінюють її в ~\$29 млн (тобто $P/E \approx 29$).

На менш розвинених ринках, де інституційні ризики вищі, типові мультиплікатори значно нижчі. Для порівняння, на Варшавській фондовій біржі (регіональний ринок, що вважається ближчим до перехідної економіки) індекс *WIG20* (20 найбільших компаній Польщі) має середній P/E близько 11. Ще більш разючим є приклад українського бізнесу, представлений на тому ж польському ринку: великий український агрохолдинг *Astarta Holding*, акції якого котируються у Варшаві, оцінюється зараз лише приблизно в 3,7 річних прибутків. Іншими словами, інвестори готові платити за українську компанію менш ніж чотири її річних заробітки, тоді як за аналогічні за прибутковістю бізнеси на Заході – кілька десятків.

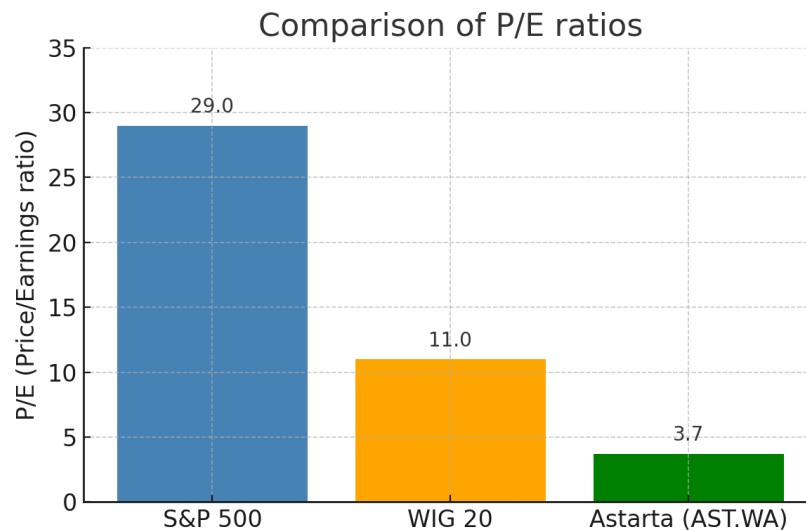


Рис. 1. Порівняння коефіцієнтів P/E для розвинутого ринку (*S&P 500*), перехідного ринку (*WIG20*, Польща) та української компанії (*Astarta*, *AST.WA*) станом на березень 2025 р. Яскраво виражена нижча оцінка українського бізнесу свідчить про значний “дисконт” через підвищені ризики та недовіру.

Ці емпіричні дані підтверджують тезу про дисконт до вартості бізнесу в умовах непрозорості. Інвестори вважають ринки на кшталт українського більш ризикованими, тому вимагають набагато нижчу ціну за одиницю прибутку компанії. Різницю в оцінках також видно на рівні управлінських рішень. Занадто низька капіталізація спонукає власників до радикальних кроків: так, один з найбільших українських агрохолдингів *Kernel* у 2023 році вирішив піти з Варшавської біржі (делістинг), оскільки його мажоритарних акціонерів не влаштовувала хронічно низька ринкова оцінка бізнесу. На думку засновників і ключових акціонерів, публічність на іноземній біржі не принесла очікуваного зростання вартості через “український дисконт” – котирування відображали лише 3–4 річні прибутки, що є дуже низьким множником для прибуткового бізнесу. Але така поведінка великого бізнесу, в свою чергу, викликає розчарування інвесторів у інших українських активах, що призводить до їх недооцінки, тож світовий ринок капіталу стає не вигідним для українських компаній через занижену оцінку вартості.

З точки зору фінансової моделі, причиною такого недооцінення є саме високі ризики. Для українських активів інвестори застосовують значно вищу ставку дисконтування,

враховуючи ризики країни, слабкий захист прав власності, нестабільність та брак інформації, а також негативний досвід інвестицій, як з компанією Kernel. Класична формула дисконтованих грошових потоків пояснює: якщо в знаменнику присутня більша ставка (r), то теперішня вартість потоку зменшується. В умовах довіри та передбачуваності (низького r) компанії можуть коштувати 20–30 річних прибутків, а за відсутності довіри (високого r) – тільки 3–5 прибутків.

Варто підкреслити, що мова йде не про об'єктивну ефективність українських бізнесів – багато з них за рівнем прибутковості й потенціалу не поступаються західним. Проблема саме у “чорній скриньці” непрозорості: інвестор не бачить реальної картини або не довіряє їй. Якщо компанія не може «довести» свій прибуток – наприклад, не має якісного аудиту, не консолідує фінансові результати через складну структуру юридичних осіб, не розкриває інформацію – то ринок фактично не вірить в ці прибутки. Бізнес, який міг би мати потенційно високу оцінку, залишається *невидимим, наче спортивний болід, замкнений у гаражі*. Це стримує розвиток і масштабування компанії: недооцінений бізнес важко продати, важко залучити в нього значні інвестиції або кредитне фінансування, адже відсутня прозора база для оцінки ризиків.

Таким чином, недовіра та непрозорість перетворюються на *низьку капіталізацію*. Для економіки це означає недоотримані інвестиції і повільніше зростання. Наступні розділи присвячені аналізу специфіки українського бізнес-середовища, що зумовлює таку ситуацію, та пошуку шляхів її зміни.

Особливості українського бізнес-середовища та прозорості

Український малий і середній бізнес історично сформував унікальну модель, спрямовану на мінімізацію податкового навантаження і бюрократичних ризиків. Йдеться про феномен “бізнес-зоопарку” – коли діяльність розбивається на безліч дрібних суб'єктів (ФОПів, невеликих ТОВ тощо). З точки зору податкової оптимізації це може бути вигідно, адже фізична особа-підприємець (ФОП) сплачує єдиний податок за спрощеною системою. Однак така *розпорошена структура* має зворотний бік – повну непрозорість і невизначеність для інвестора. Типовий успішний український бізнес часто юридично не оформлений як єдина компанія, а складається з десятка ФОПів і декількох юридичних осіб, які формально не пов'язані між собою. Немає консолідованої фінансової звітності за міжнародними стандартами, її незалежного аудиту, а отже *немає чіткої оцінки вартості* такого бізнесу. Фактично він існує лише доки власник тримає під контролем усі частини цієї мозаїки. Продати або інвестувати в такий “бізнес” як цілісний актив майже неможливо – з правової точки зору об'єкту продажу немає. Це створює ситуацію, коли *високоприбутковий бізнес “схований у печері”*: навіть якщо він генерує значні кошти, ринок про це не дізнається, бо немає прозорої структури для демонстрації результатів.

Ще одна риса локального середовища – це *короткостроковий горизонт планування* та недовіра навіть між внутрішніми партнерами. Багато українських підприємців звикли працювати у режимі швидких оборотів і сьогоденних задач, не замислюючись про довгострокову стратегію капіталізації. За десятиліття незалежності лише одиниці виводили свій бізнес на ІРО чи залучали стратегічних інвесторів; більшість ж воліли повний контроль “у своїх руках” і мінімум розголосу. На психологічному рівні власники часто *ототожнюють себе зі своїм бізнесом*, не розглядаючи його як відокремлений актив, який можна продати чи передати. Лише останнім часом починається усвідомлення, що для масштабування і довготривалого успіху бізнес має працювати незалежно від особи власника – з прозорими процедурами управління, обліку, звітності.

Типова структура українського бізнесу

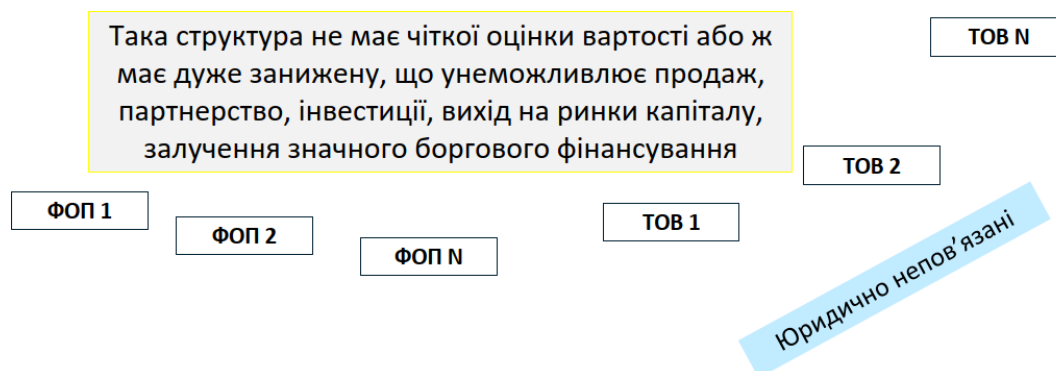


Рис. 2. Схематичне зображення типової структури українського підприємства: декілька ФОПів (приватних підприємців) та ТОВ (товариств з обмеженою відповідальністю) діють паралельно без юридичного об'єднання. Така модель дозволяє мінімізувати податки, але унеможливорює **консолідовану оцінку бізнесу** і знижує його прозорість для інвесторів.

Підсумовуючи, внутрішні чинники (структура бізнесу, тінізація, короткий горизонт) значною мірою пояснюють, чому *рівень інформаційної прозорості українських компаній низький*. Це не лише наслідок недосконалого законодавства, а й питання ментальності та звичок ведення бізнесу. Однак для переходу на новий рівень розвитку підприємцям доведеться змінювати підходи – розбудовувати більш відкриті та стійкі бізнес-моделі. Далі розглянемо конкретні кроки, які формують “зони розвитку” для підвищення прозорості та капіталізації українського бізнесу.

Зони розвитку для українських підприємців

На основі аналізу можна виокремити кілька ключових напрямів, що потребують уваги для зростання вартості бізнесу в Україні. Ці “зони розвитку” охоплюють як зміни на рівні окремих підприємців, так і загальнодержавні реформи ринкової інфраструктури:

1. **Культура прозорості та орієнтація на капіталізацію.** Першочергово необхідна **зміна менталітету** підприємців щодо інформаційної відкритості. Засновники бізнесів мають розглядати свій бізнес не лише як джерело поточного прибутку, а і як актив, що може бути проданий, поділений чи доінвестований. При чому в останньому випадку засновник втратить одноосібне володіння, перейде до відносин партнерства на право власності. Це означає фокус не тільки на прибутку, але й на *капіталізації*. Необхідно запровадити практику регулярної фінансової звітності, аудиту, розкриття ключових показників, їх комунікації, навіть якщо закон цього прямо не вимагає. Прозорість має стати конкурентною перевагою. Важливу роль тут відіграє бізнес-освіта: програми для власників (МВА тощо) вже почали акцентувати на вартості бізнесу, а не лише на прибутках. Формування культури, де **довіра** є невід’ємною частиною бізнес-клімату, створить передумови для приходу інвесторів і росту оцінок.
2. **Оптимізація структури бізнесу.** Підприємцям варто поступово відмовлятися від надмірної фрагментації на ФОПи у тих випадках, де бізнес досяг певного масштабу. *Консолідація* діяльності в межах прозорих компаній (товариств чи акціонерних товариств) зі зрозумілою структурою власності істотно підвищить інвестиційну привабливість. Звісно, спрощена система оподаткування є важливою для малого бізнесу, але великому та середньому бізнесу потрібно виходити з “тіні ФОПів”. Державна політика теж має врахувати цей момент: податкова реформа повинна зберігати стимули для малих підприємців, але не заохочувати штучне дроблення

більшого бізнесу. *Прозора юридична структура* – фундамент для оцінки бізнесу, тому тут зона відповідальності як самих власників (навести лад у своїх активах), так і держави (створити умови, за яких легально і прозоро працювати вигідно).

3. **Корпоратизація державних активів і залучення приватних інвесторів.** В Україні є ряд привабливих державних компаній у різних секторах (інфраструктура, енергетика, банківський сектор), які потенційно могли б стати *локомотивами фондового ринку*. Їх часткова приватизація або перетворення на акціонерні товариства з розміщенням акцій для широкого кола інвесторів створить декілька позитивних ефектів. По-перше, це підвищить прозорість самих компаній (вони перейдуть на стандарти публічної звітності). По-друге, дозволить *населенню інвестувати* в ці підприємства й стати співвласниками. Як приклад, ІРО таких гігантів як “Укрпошта” чи державні банки могли б стати знаковими подіями, що привернуть увагу до фондового ринку. Звичайно, корпоратизація держактивів має відбуватися з урахуванням національної безпеки та інтересів, але розпорошене акціонерне володіння набагато краще, ніж неефективна держвласність без доступу до капіталу. Тут важливо належне законодавче забезпечення і політична воля. Це потенційно дозволить залучити непрацюючі заощадження в економіку.
4. **Правове поле для масового інвестування та краудфандингу.** Сучасні технології дають можливість залучати кошти від великої кількості дрібних інвесторів (через краудфандингові платформи, випуск акцій чи боргових розписок для населення). В Україні вже з’являються ініціативи, де людям пропонують інвестувати в будівництво нерухомості, індустриальні парки тощо, але часто це відбувається у *квазі-правових* формах – шляхом придбання умовних сертифікатів чи інших інструментів, які не повністю захищені законом. Необхідно створити *чіткі правові механізми* для спільного інвестування: законодавство про краудфандинг, про захист прав міноритарних акціонерів у неопублічних компаніях, про колективні інвестиційні інструменти. Треба мати чітку мету – донести до широких кіл населення, що замість знецінення під матрацами ефективніше інвестувати кошти у стабільні українські бізнеси. Якщо дрібний інвестор буде впевнений у захищеності своїх прав, до економіки потече значний внутрішній капітал, прихований незадіяний ресурс. Умовно кажучи, гроші “з-під матраців” підуть у розвиток бізнесу. Це вимагатиме і розвитку фінансових посередників (інвестиційних фондів, платформ), і регуляторної підтримки з боку держави (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку має запровадити зрозумілі правила гри).
5. **Перезапуск фондового ринку.** Відсутність повноцінно функціонуючої фондової біржі в Україні – один з факторів, що змушує компанії шукати капітал за кордоном. На сьогодні українські емітенти практично відсутні на внутрішньому ринку: обсяги торгів мізерні, індекси малоліквідні. Потрібно фактично *створити національний ринок капіталу наново*. Це включає декілька складових:
 - технічне переоснащення біржової інфраструктури та регуляторних процедур до рівня світових стандартів;
 - *стимули для бізнесу* виходити на біржу – наприклад, можливість скорочувати на суму капітальних інвестицій об’єкт оподаткування податком на прибуток, а залучені через фондовий ринок кошти будуть спрямовуватись саме в них;
 - залучення *якірних емітентів* – як державних (п.3 вище), так і приватних лідерів ринку, готових першими вийти з тіні;
 - просвітництво і залучення внутрішнього інвестора – українських громадян та інституцій – до купівлі акцій вітчизняних компаній.

Без локального фондового майданчика країна втрачає можливості зростання: компанії не можуть швидко масштабуватися через випуск акцій, а інвестори не мають інструментів вкладати в економіку, окрім як шляхом банківських депозитів чи нерухомості. Польський досвід показовий: після реформ 1990-х *Варшавська фондова біржа (WSE)* стала головним

фінансовим хабом регіону Центрально-Східної Європи. Наразі на WSE існує навіть окремий індекс *WIG-Ukraine*, що об'єднує українські компанії, які вимушено розміщуються за кордоном. Їхня присутність там – прямий наслідок відсутності шляху “дістатися” українського інвестора всередині країни. Перезапуск вітчизняної біржі створить цей шлях.

6. **Накопичувальна пенсійна система та інституційні інвестори.** Нарешті, важливою зоною розвитку є *створення довгих грошей* у вигляді пенсійних та інвестиційних фондів. У багатьох країнах саме пенсійні накопичення населення стали потужним джерелом внутрішніх інвестицій. Україна поки що має лише солідарну пенсійну систему; запровадження обов'язкового накопичувального пенсійного рівня давно обговорюється. Така реформа здатна дати поштовх і фондовому ринку, і економіці загалом. Польща, наприклад, здійснила пенсійну реформу в кінці 1990-х, створивши мережу пенсійних фондів, які почали інвестувати у фінансові інструменти – це збіглося з розквітом Варшавської біржі. Українські пенсійні фонди (як державні, так і приватні) у разі появи повинні стати надійними інституційними інвесторами для українського бізнесу. Вони забезпечуватимуть стабільний попит на акції та облигації, зменшуючи залежність від зовнішніх спекулятивних капіталів. Накопичення громадян, які нині розпорошені (чи взагалі неформальні), будуть працювати через прозорі фінансові установи на економічний розвиток. Без цього елементу важко уявити повноцінний інвестиційний ландшафт.

Кожна з перелічених зон розвитку є важливою складовою формування *прозорої та інвестиційно привабливої екосистеми* підприємництва. Вони взаємопов'язані: культура прозорості спонукає вихід на біржу, біржа стимулює прозорість; залучення населення як інвесторів підвищує довіру, а пенсійні фонди забезпечують масовість цього процесу. Важливо, що зміни потрібні як знизу (на рівні самих бізнесів), так і зверху (на рівні державної політики та інституцій). Лише двосторонній рух назустріч один одному – бізнесу та держави – дозволить подолати проблему недовіри. Поява успішних “*острівців довіри*” – публічних історій, коли прозора українська компанія отримала високу оцінку і залучила значні інвестиції – здатна розширити простір довіри для всієї економіки.

Висновки. Інформаційна прозорість виступає критичним фактором вартості бізнесу, особливо в умовах економіки, що трансформується. Українські підприємства сьогодні недооцінені порівняно зі світовими аналогами, і причина цього не стільки в їхній внутрішній слабкості, скільки в інституційних умовах – дефіциті прозорості та довіри. Замкнене коло “непрозорість – недовіра – низька капіталізація” стримує як окремі компанії, так і економіку країни в цілому. Розірвати його можливо шляхом цілеспрямованих змін у культурі ведення бізнесу та розвитку фінансової інфраструктури.

Збереження тіньових підходів і “*бізнесу в тіні*” вже несе підприємцям більше втрат, ніж користі. Тому все більше бізнес-лідерів усвідомлюють необхідність виходу “на світло” – через покращення корпоративного управління, звітності, легалізацію структур. Держава зі свого боку має забезпечити *правила гри*, за яких прозорість буде винагороджуватися (через кращий доступ до фінансування, менші регуляторні ризики тощо). Впровадження накопичувальної пенсійної системи, запуск біржових механізмів, створення умов для масового інвестування населення – всі ці кроки сприятимуть формуванню довіри.

Отже, *підвищення інформаційної прозорості* – це стратегічний шлях зростання вартості українського бізнесу. Реалізація описаних зон розвитку дозволить перетворити сьогоднішні невидимі активи на реально оцінений капітал, що працює на власників та суспільство. Українські підприємці отримають змогу повніше реалізувати потенціал своїх підприємств, а інвестори – знайти привабливі можливості всередині країни. У кінцевому підсумку виграє економіка України, отримавши *потужний імпульс інвестиційного прориву* та стале зростання, засноване на довірі і прозорості.

Література

1. Де Сото, Е. (2009). *Загадка капіталу: Чому капіталізм перемагає на Заході і ніде більше*. Київ: Ніка-Центр.
2. Barron's. (2025). Astarta Holding PLC (AST.WA) – огляд акцій [Електронний ресурс]. URL: <https://www.barrons.com/market-data/stocks/ast?countrycode=pl> (дата звернення: 31.03.2025).

References

1. De Soto, H. (2000). *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*. New York: Basic Books.
2. Barron's. (2025). *Astarta Holding PLC (AST.WA) stock overview* [Electronic resource]. Retrieved from: <https://www.barrons.com/market-data/stocks/ast?countrycode=pl> (accessed March 31, 2025).