

Financijski klub

Poslovne kombinacije

DUE DILIGENCE

Istraživački rad

Dragan Andrašec

dragan.andrasec@gmail.com

Ključne riječi: dubinsko snimanje, akvizicija, preuzimanje

Zagreb, siječanj 2010. godine

SADRŽAJ

1. UVOD	2
2. DUE DILIGENCE KAO DIO PROCESA AKVIZICIJE	2
3. FINANCIJSKI DUE DILIGENCE	3
4. PRAVNI DUE DILIGENCE	5
4.1. Otkrivanje potencijalnih obveza	5
4.2. Zakonske i ugovorne prepreke	5
4.3. Konačni ugovor	5
5. KOMERCIJALNI DUE DILIGENCE	6
6. OSTALE TEME DUE DILIGENCEA	7
6.1. Due diligence ljudskih potencijala	7
6.2. Due diligence menadžmenta	7
6.3. Porezni due diligence	7
7. ZAKLJUČAK	8
POPIS LITERATURE	9
POPIS ILUSTRACIJA	9
POPIS TABLICA	9

1. UVOD

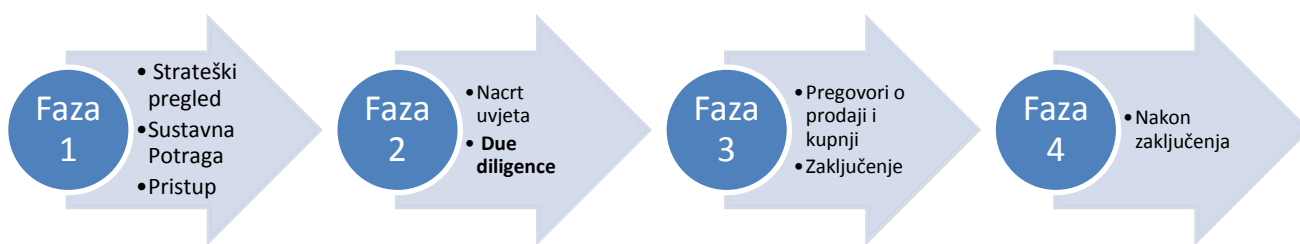
Due diligence se u hrvatskom poslovnom svijetu koristi pod nazivom „*dubinsko snimanje*“, ali, nažalost, često je opisan kao dosadan, skup i vremenski vrlo zahtjevan postupak koji će vam reći sve ono što već znate. Usprkos vjerovanju mnogih, u praksi due diligence ima vrlo bitnu ulogu. Osobe koje vode due diligence znaju koje informacije treba prikupiti, kako do njih doći, koje od njih su važne te omogućuje akviziterima uvid u ono što je bitno, a time uvelike pomaže u donošenju kvalitetnih odluka.

Postoje 3 glavne teme due diligencea: financijska (temelji se provjeri povijesnih podataka iz financijskih izvještaja te potvrda postojećeg profita), pravna (prepoznavanje mogućih štetnih ugovora i jamstava, provjera svih postojećih sporazuma) te komercijalna (konkurentski položaj, razvoj strategije spojenog poslovanja, budući profit, dinamika tržišta). Isto tako tu su i ostale discipline due diligencea: ljudski potencijali i kultura, menadžment, mirovine, porez, okoliš, informatika, tehnika, proizvodnja, intelektualno vlasništvo, vlasništvo, antimonopol, osiguranje/rizik.

2. DUE DILIGENCE KAO DIO PROCESA AKVIZICIJE

Due diligence je, kao što se može vidjeti iz Slike 1., samo jedan dio procesa akvizicije ili investiranja. Cijeli proces akvizicije dijeli se na 4 faze. Prva faza počinje sa temeljitim strateškim pregledom, a to znači da se akvizicija promatra kao sredstvo za postizanje svojih strateških ciljeva. Nakon uspješnog strateškog pregleda, sljedeći korak je sustavna potraga za akvizicijama. Ovdje se određuje idealan cilj te se postavljaju kriteriji za buduća društva koja će ući u uži izbor za sljedeći korak, a to je pristup. Pristup društvima te pokazivanje interesa za kupnju nekog poduzeća može izazvat različite reakcije prodavatelja. Ako se pojave pozitivne odluke sa obje strane, tek tada kreću preliminarne razgovori prije pregovora.

Slika 1. Proces akvizicije



*Nacrtom uvjeta*¹ kao nužnim korakom u drugoj fazi akvizicije objavljuje se sporazum o pregovaranju kupnje poduzeća. Ovim korakom kupac je uvjerio prodavatelja kako je ozbiljan u svojoj namjeri kupovine poduzeća te se sklapa neobvezujući dokument u kojem se definiraju glavne točke oko kojih su spremne nastaviti pregovore. Tek ovdje započinje proces due diligencea.

¹ Također se koristi naziv: nacrt sporazuma, nacrt uvjeta ili pismo namjere

Glavne aspekti sa kojih se obavlja proces dubinskog snimanja su: finansijsko, pravno i komercijalno stajalište. Za due diligence ne postoji definicija², ali može se opisati kao proces ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca kojim bi bilo potvrđeno da kupuje ono što misli da kupuje. Glavni cilj je razumjeti poslovanje društva koje se kupuje, potvrditi ono za što se misli da se kupuje i otkriti svaki rizik pri sklapanju poslova.

Treća faza procesa akvizicije poduzeća slijedi nakon due diligencea, a to je usklađivanje detalja za sklapanje posla, odnosno pregovori. Ovo je svakako najdinamičniji dio akvizicije jer tu direktno dolaze do sukoba dvije strane, a svaka od njih pokušava izvući što više koristi iz akvizicije. Nakon prepucavanja, kad se konačno obje strane dogovore, pregovori se zaključavaju, a posao konačno bude sklopljen.

Konačno zadnja faza akvizicije je zapravo faza nakon zaključenja pregovora, a to je integracija poduzeća i slijedeći težak korak: opravdanje plaćene cijene akvizicije.

3. FINANCIJSKI DUE DILIGENCE

Glavna uloga finansijskog due diligencea (FDD) je raščlaniti ono što su prethodno napravili drugi računovođe. Na prvi pogled izgleda iznenađujuće čemu toliko vremena i novaca trošiti na finansijski due diligence kad većina društava ima revidirane finansijske izvještaje. No, glavni razlog je što i revidirani izvještaji donose mnogo nesigurnosti i to iz slijedećih razloga: svi izvještaji se sastoje od stavaka koje odstupaju od stvarnosti. Metodom odabira politike deprecijacije, procjena dionica i slične stavke uvelike utječu na profitabilnost, pa se na taj način lako može iskriviti dobit.

Tablica 1. Razlike između revizije i finansijskog due diligencea

	Revizija	Financijski due diligence
Cilj	Verificirati rezultate i prezentirati „istinitu i pravu“ sliku	Utvrđiti dobit Izvući „crne rupe“ i stavke za pregovore
Žarište	Prošlost Neovisna verifikacija brojki radi potvrđivanja povijesne finansijske informacije	Prošlost i budućnost Razumjeti zašto su rezultati takvi kakvi jesu Usredotočiti se na ključne pokretače poslovanja
Opseg	Definiran u statutu i propisu	Često ograničen na ključne stavke
Pristup	neograničen	Moguća ograničenja
Dokaz	Testiranje usklađenost, prava i dužnosti	Na temelju razgovora

² Parafrazirano iz Howson, P., *Due diligence*, Masmedia, Zagreb, 2006., str. 14

Najrizičnije stavke su one koje sadržavaju „jednokratne“ profite ili troškove, koje mijenjaju profitabilnost poslovanja i svakako ih treba istaknuti. Da to ne bi bila samo čista ispitivanja vezana uz transakcije, cilj je dobiti uvid u pravo poslovanje poduzeća te na temelju toga predviđati buduće poslovanje. Svakako treba naglasiti da FDD nije prekopavanje po brojkama kao što to rade revizori, umjesto toga govore kakve su brojke i zašto su takve. Dakle, cilj FDD-a je verificiranje i objašnjenje rezultata. Sama procedura FDD-a počinje sa informacijama dobivenima od društava, razgovorima s ključnim članovima menadžmenta i pregled papira revizora. Uzimaju se rezultati izvještaja i dolazi do profitabilnosti, nakon što se izoliraju izvanredni prihodi i troškovi. Na kraju se radi pisani izvještaj, no komunikacija sa savjetnikom koji je radio financijski due diligence ne bi trebala biti jednokratna već bi trebali redovito komunicirati za vrijeme cijelog procesa akvizicije. Isto tako izrađuje se i opširni izvještaj koji pokriva detaljno cijeli profil poslovanja, a ne samo sa financijskog aspekta.

Načini manipulacija s računom dobiti i gubitka³:

- Neuspjeli pokušaj da se poveća prodaja prije sklapanja poslova na način da je povećano reklamiranje, koje nije uspjelo stimulirati prodaju
- Troškovi su nezadrživo niski jer politika deprecijacije nije primijenjena za budućnost; to se najčešće događa s kompjuterskim softverom gdje sredstva gube svoju vrijednost vrlo brzo i treba ih redovito zamjenjivati
- Obveze koje nisu rezervirane, što znači da gubici nisu rezervirani čim su otkriveni, a dobit se računa prije nego što je ostvarena

Najčešći razlozi zašto vrijednosti robe mogu biti netočne⁴:

- Robne zalihe na kraju godine – zalihe robe na kraju godine mogu biti umjetno stvorene kako bi utjecale na odgođeni rashod prenesen u sljedeće računovodstveno razdoblje
- Neučinkovitost proizvodnje – problemi proizvodnje i pokvarena roba trebali bi biti otpisani na računu dobiti i gubitka, ali bi u interesu uljepšavanja mogle biti prenesene u procjenu robnih zaliha
- Zastarjelo/sporo kretanje roba – redovne rezerve mogu biti preniske, utječući na inflaciju profita, isto tako višak rezervi za odgodu poreza može biti pušten prije prodaje poslovanja, umjetno stvarajući profit
- Nepostojeća roba – pozicija u knjigama je veća od stvarne zbog prijevare, narušavanja ili lošeg knjiženja, a time je profitabilnost u prošlosti pretjerano iskazana

U većini slučajeva due diligence provode računovodstvene tvrtke sa posebno formiranim timovima za obavljanje takvih poslova, ali treba upamtiti da financijski due diligence nije revizija, nije toliko siguran i više se oslanja na prosudbu i kao takav može zahtijevati drukčiji tip financijskog stručnjaka.

³ Ibid str. 83.

⁴ Ibid str. 85.

4. PRAVNI DUE DILIGENCE

Pravni due diligence je od središnje važnosti za cjelokupni due diligence program budući da čini temelj kupoprodajnog ugovora. S obzirom na to, bitno je da savjetnici usko surađuju s ostalim stručnjacima u due diligenceu i da budu usredotočeni na komercijalne implikacije svojih saznanja. Tri su cilja pravnog due diligencea:

- Otkriti potencijalne obveze
- Pronaći pravne ili ugovorne prepreke
- Postaviti temelje konačnog ugovora

4.1. Otkrivanje potencijalnih obveza

Pošto je društvo pravno tijelo i kao takvo je odgovorno za sve svoje buduće obveze, koje se dijele na stvarne, buduće i potencijalne. Dok će neke obveze biti zabilježene i rezervirane, druge neće. Najčešći problem na ovom području znaju biti mirovine, porezi, ljudski kapitali, itd... Ugovori također mogu biti izvor nevidljivih obveza. Za istraživanje tog dijela zaduženi su odvjetnici, koji će pregledati glavne ugovore i sporazume, kako bi bili sigurno da ne sadrže loše stvari, a isto tako da potvrde mogu li biti preneseni na kupca. Drugi izvor potencijalnih obveza je sudski spor, kod kojih se procjenjuje eventualna šteta koju bi spor mogao prouzrokovati. Isto tako bitna je i pravna struktura jer se mogu pojaviti razne vrste problema nakon što npr.: društvo napusti grupaciju uz koju je vezano i u sklopu koje dobiva razne diskonte.

4.2. Zakonske i ugovorne prepreke

U sklopu ovog cilja pravnog due diligencea odvjetnici trebaju provjeriti jesu li oni koji prodaju dionice ustvari zakoniti vlasnici, te da novi vlasnik ne bude odgovoran za bilo kakve obveze vezane uz dionice, koje su stvorili prijašnji vlasnici. To znači da treba verificirati jesu li dionice na prodaju podložne bilo kakvim troškovima i drugim obvezama, te također verificirati da li društvo zaista posjeduje imovinu u vlasništvu, imovinu na temelju ugovora o najmu i drugu bitnu imovinu. Tu također spadaju i evidencija i provjera svih licenci koje društvo posjeduje za poslovanje, je li još uvijek na snazi i hoće li biti oduzeto nakon akvizicije.

4.3. Konačni ugovor

Kupoprodajni ugovor je pravni sporazum između kupca i prodavatelja o transakciji, a ima 3 osnovna cilja: obvezati obje strane da dovrše transakciju, osigurati da prodavatelj značajno ne promijeni društvo prije zaključenja posla, odrediti nadležnost ukoliko se pojave problemi koji su trebali biti obznanjeni.

5. KOMERCIJALNI DUE DILIGENCE

Glavna teza komercijalnog due diligencea je da do akvizicije društva ne dolazi zbog poslovanja u prošlosti nego zbog mogućeg ostvarenja dobiti u budućnosti. Komercijalni due diligence (KDD) je procjena budućeg poslovanja. Ra razliku od drugih oblika due diligencea, ovaj traži informaciju izvan ciljanog društva. KDD dolazi do informacija iz javno objavljenih izvora, i što je još važnije, razgovorom s ljudima koji su na istom tržištu kao i ciljano društvo.

Često se zna tvrditi da financijski due diligence daje puno više informacija i analiza potrebnih za formiranje mišljenja o komercijalnoj budućnosti, pa čemu napor i trošak provođenja komercijalnog due diligencea? Razlog je taj što je financijski due diligence usredotočen na internu organizaciju, dok komercijalni prikuplja informacije o tržištu i konkurentnosti. To je također jedan od načina postizanja procjene budućeg poslovanja. Prednosti KDD-a su u tome što je najpovoljniji tip istrage koju provode stručni savjetnici i može utjecati na jasnu odluku o tome da li nastaviti ili stati prije akvizicije, a također valja napomenuti da KDD može biti proveden i bez znanja ciljanog društva. Komercijalni due diligence traje tri do četiri tjedna. Ako traje duže, istraga bi mogla izgubiti svoj fokus.

Komercijalni due diligence je zapravo dodatak aktivnostima financijskih due diligencea, i smatra se profitabilnijim te se upravo iz tog razloga usluge provođenja komercijalnog due diligencea često nude u računovodstvenim tvrtkama u sklopu financijskog due diligencea.

Kao najvažnija grupa ljudi od kojih se dobiva najviše informacija u sklopu komercijalnog due diligencea jesu klijenti. Od bivših klijenata izvlače se informacije o razlogu prestanka kupnje proizvoda ciljanog društva. Sadašnji klijenti imaju dobar uvid u aktualno poslovanje društva, dolazi li do poboljšanja ili pogoršanja, mijenjaju li se ključni kupovni kriteriji, itd. Treća skupina klijenata su ne-klijenti koji daju pravi uvid kakav se proizvod na tržištu zapravo traži. Bitan cilj razgovora s klijentima je napraviti klasifikaciju ciljanog društva u odnosu na konkurenciju, a vezano uz ključne kupovne kriterije.

Kao drugi najvažniji izvor primarnih informacija su konkurenti⁵. Ovdje je najveći problem pristup, a uspješnost isključivo ovisi o savjetodavnoj tvrtci koja radi komercijalni due diligence.

⁵ Ibid str. 123.

6. OSTALE TEME DUE DILIGENCEA

6.1. Due diligence ljudskih potencijala

U ovom segmentu radi se isključivo o razumijevanju kulture poslovanja društava i njegovih zaposlenika. Budući da „kultura obično potiče strategiju“⁶, da bi akvizicija bila uspješna, treba se i tom pitanju posvetiti pažnje. Prema nekim studijama, problemi sa zaposlenicima su razlog skoro polovice neuspjelih akvizicija⁷.

Glavni ciljevi due diligencea ljudskih potencijala bi trebali:

- identificirati sve potencijalne osobe koje bi mogle pokvariti sklapanje posla
- pronaći skrivene obveze, npr.: vezano za plaće tijekom godišnjeg
- proučiti odnose sa sindikatima, te uočiti potencijalne prijetnje nakon akvizicije

6.2. Due diligence menadžmenta

Menadžment može dati više vrijednosti akviziciji nego bilo što drugo. Ali, usprkos tome, due diligence menadžmenta ne provodi se u prevelikom opsegu jer se često provodi neformalno, podsvjesno, i isto tako menadžment se najviše procjenjuje prema referencama. Procjenom menadžmenta nastoji se dati objektivna slika sposobnosti višeg menadžmenta, individualno i kolektivno. Procjenjuje se sposobnost menadžmenta u suočavanju s izazovima u poslu. Što se tiče pristupa odabiru menadžmenta, sve ovisi o vrsti integracije. Primjerice, kod društava koja su kupljena jer su bila loše vođena i koja će biti samostalna, iskustvo pokazuje⁸ da će stupanj uspjeha biti bolji ako menadžment bude zamijenjen. Dok kod potpuno integriranih društava vrijedi suprotno.

6.3. Porezni due diligence

Kad je porez u pitanju, većina ljudi je usredotočena uglavnom na porez na dobit društva, no oporezivanje je prilično tehnička, složena i promjenjiva disciplina i da bi sve prošlo u redu mora biti provedeno od strane stručnjaka. Međutim, potencijalni iznos obveza koje bi mogle biti preuzete, ili raspoloživih ušteda, ako je sklapanje posla strukturirano na učinkovit način, čini to područje vrlo isplativim ako je sve provedeno na promjeren način. Bitno je da većina kupaca koji nisu stručnjaci za porezna pitanja razumiju rezultate i komercijalne posljedice tih rezultata.

⁶ Handy, C., *Understanding Corporations*, 4. Izdanje, Harmondsworth: Penguin, 1997.

⁷ Davey, J.A., Kinicki, A., Kilroy J. i Schenk, C., *After the Merger: Dealing with People's Uncertainty*, *Training and Development Journal*, studeni 1988., str 69-74

⁸ KPMG, *Merger and Acquisition Integration*, London, KPMG, 1998., str. 21.

7. ZAKLJUČAK

Najčešće je due diligence shvaćen samo kao jedan korak u akviziciji, mada on ima puno važniju ulogu u cijeloj akviziciji⁹, a isto tako i u poslije akvizicijskoj fazi. Svakako je glavni cilj dubinskog snimanja otkriti probleme za koje nitko nije ni znao da postoje, koji bi mogli kasnije uvelike naštetiti poduzeću, a time i smanjiti isplativost cijele investicije. Prema tome due diligence nije samo alat za otkrivanje nepravilnosti koje će se upotrijebiti kod pregovora, nego ga treba iskoristiti za duže razdoblje.

Najvažniji aspekti due diligencea su: financijski, pravni i komercijalni.

Financijski due diligence uključuje detaljnu analizu poslovanja, a informacije se uglavnom prikupljaju od menadžmenta. Također treba naglasiti da je pristup due diligencea prilično drukčiji od onog za reviziju. Dok je revizija zakonom uređena¹⁰ te samo provjerava da li sve stavke odgovaraju stvarnim vrijednostima, svrha je objasniti zašto su brojke takve kakve jesu, te pokušati shvatiti sve što izgleda čudno.

Pravni due diligence pokriva niz specijalističkih područja, uključujući i očita pravna područja kao što su vlasništvo, dopuštenja i oprosti i regulatorna pitanja. Ista odvjetnička kuća koju smo angažirali za pravni due diligence može pokriti neke ili sve od njih. Ako su uključeni i drugi stručnjaci, odvjetnici moraju usko surađivati sa njima jer ono što pronađu može biti bitan *input* za konačni ugovor.

Komercijalni due diligence je proces istraživanja društva i njegovog tržišta, a u pravim rukama može dati najbolju informaciju o poslovanju u budućnosti. Oslanja se dosta na primarne izvore (kupce, konkurenciju) da bi došao do najsvježijih činjenica o tržištu.

Financijski i komercijalni due diligence bi trebali biti komplementarni. Ta komplementarnost bi se trebala očitovati u njihovom zajedničkom radu. Oba tima imaju pristup informacijama i izvorima koji mogu biti od koristi onom drugom. Financijski due diligence ima pristup listi dužnika, primjerice. Ona sadržava i identitet bivših klijenata. Iz očitih razloga, komercijalni due diligence tim će htjeti razgovarati o bivšim klijentima. U zamjenu za to, komercijalni može pronaći i ponuditi širi raspon procjena za veličinu tržišta i buduće stope porasta, a koje financijski može uključiti u svoje prognoze i scenarije.

Due diligence prije sklapanja posla je idealno sredstvo za istraživački rad potreban za planiranje unaprijed. Cilj due diligencea je omogućiti kupcu uvid u procjenu rizika i koristi od cijelog sklapanja posla, kao pomoć kod pregovora i kao pomoć kod postizanja vrijednosti nakon zaključenja, no proces due diligencea ne bi trebao prestati odmah nakon sklapanja posla i preuzimanja, jer nova tvrtka mora i opravdati plaćenu cijenu.

⁹ Parafrazirano iz Howson, P., *Due diligence*, Masmedia, Zagreb, 2006., str. 11.

¹⁰ confer, Zakon o reviziji, NN, br. 146/05

POPIS LITERATURE

Knjige:

1. Cvijanović, V., *Prikaz stručnog seminara "Due diligence"*, Ekonomski pregled, 54 (5-6), str 511-513, 2003.
2. Howson, P., *Due diligence*, Masmedia: Poslovni dnevnik, Zagreb, 2006.
3. Kay, I. T., Shelton M., *The people problem in mergers*, McKinsey Quarterly, 2000.
4. Lajoux, A. R., Elson, C.: „The Art of M&A Due Diligence“, McGraw-Hill, New York, 2000.
5. Stephen B., *Financial Due Diligence*, Pearson Education Limited, London, 2000.

Zakoni i propisi:

1. Zakon o reviziji, NN, br. 146/05

Stručni časopisi:

1. Cinotti, Kristijan: „Due diligence: kvantitativna i kvalitativna ocjena poduzeća“, *Suvremeno poduzetništvo: časopis za promicanje poduzetništva i tržišnog gospodarstva*, 2002., broj 4, str. 11-17
2. Davey, J.A., Kinicki, A., Kilroy J. i Schenk, C., *After the Merger: Dealing with People's Uncertainty*, *Training and Development Journal*, studeni 1988., str 69-74
3. Handy, C., *Understanding Corporations*, 4. Izdanje, Harmondsworth: Penguin, 1997.
4. KPMG , *Merger and Acquisition Integration*, London, KPMG, 1998., str. 21.

POPIS ILUSTRACIJA

Slika 1: Proces akvizicije.....1

POPIS TABLICA

Tablica 1: Razlike između revizije i financijskog due diligencea.....2