

Peter Howson  
**Due diligence**

*Naslov izvornika*  
Peter Howson  
*Due Diligence*  
Gower Publishing Limited

Copyright © hrvatskog izdanja  
MASMEDIA d.o.o.  
Zagreb, Savska 66  
www.masmedia.hr

*Nakladnici*  
Poslovni dnevnik  
MASMEDIA

*Za nakladnike*  
Slaven Andrašić

*Urednik*  
Silvije Orsag

*Izvršna urednica*  
Ksenija Gredeļ Vargović

*Lektura*  
Brigita Baričević

*Proizvodnja*  
Vjeran Andrašić

*Dizajn omota*  
Adverta d.o.o., Andrija Previšić

*Računalna priprema teksta*  
Marko Keletić, Masmedia

*Tisak*  
Grafčki zavod Hrvatske

Peter Howson

# Due diligence

Poslovni dnevnik  
MASMEDIA

CIP – Katalogizacija u publikaciji  
Nacionalna i sveučilišna knjižnica – Zagreb

UDK 334.757:65.012.4

HOWSON, Peter  
Due diligence / Peter Howson;  
<prevoditeljica Sanda Tomičić>. - Zagreb:  
Masmedia : Poslovni dnevnik, 2006.

Prijevod djela: Due diligence

ISBN 953-157-495-2 (Masmedia)

I. Korporacije -- Menadžment  
II. Poslovne informacije -- Upravljanje

300928035

# Sadržaj

<i>Tablice</i> .....	7
<i>Prikazi</i> .....	9
1. Uvod.....	11
2. Kako strukturirati due diligence program.....	27
3. Rad sa savjetnicima.....	47
4. Financijski due diligence.....	65
5. Pravni due diligence.....	91
6. Komercijalni due diligence.....	103
7. Due diligence ljudskih potencijala.....	135
8. Due diligence menadžmenta.....	159
9. Mirovinski due diligence.....	177
10. Porezni due diligence.....	185
11. Due diligence zaštite okoliša.....	207
12. Informatički due diligence i due diligence tehnologije proizvodnje.....	223
13. Tehnološki due diligence.....	233
14. Due diligence intelektualnog vlasništva.....	239
15. Antimonopolski due diligence.....	251
16. Due diligence osiguranja i upravljanja rizikom.....	265

## Dodatak A

A1	Lista provjere za kupca prije sklapanja posla.....	271
A2	Informacija koju treba zahtijevati od ciljanog društva.....	275
A3	Lista provjere za kratko upoznavanje sa zadatkom.....	295
A4	Lista provjere za financijski due diligence.....	297
A5	Lista provjere za pravni due diligence.....	301
A6	Lista provjere za komercijalni due diligence.....	307
A7	Lista provjere za due diligence ljudskih potencijala.....	310
A8	Lista provjere za due diligence menadžmenta.....	313
A9	Lista provjere za mirovinski due diligence.....	314
A10	Lista provjere za porezni due diligence.....	315
A11	Lista provjere za due diligence zaštite okoliša.....	318
A12	Lista provjere za informatički due diligence (IT).....	320
A13	Lista provjere za tehnički due diligence.....	322
A14	Lista provjere za intelektualno vlasništvo.....	326

## Dodatak B

B1	Financijski due diligence - primjer prikaza brojčanih pokazatelja.....	330
B2	Zakonodavstvo vezano uz ljudske potencijale.....	337
B3	Tražene sposobnosti menadžmenta.....	338
B4	Pokazatelji tipa prema Myers-Briggsu.....	340
B5	Britanski izvori za due diligence zaštite okoliša.....	342
B6	Prava nad intelektualnim vlasništvom.....	344
<i>Bilješke</i> .....		349
<i>Kazalo</i> .....		355

# Tablice

1.1.	Glavne teme due diligencea .....	19
1.2.	Ostale discipline due diligencea .....	20
2.1.	Različite vrste fuzija i akvizicija .....	29
4.1.	Razlike između revizije i financijskog due diligencea .....	69
4.2.	Primjer pregleda poslovanja .....	75
4.3.	Manipulacije s dobiti i gubitkom i ostale zamke .....	83
4.4.	Razlozi zašto vrijednosti zaliha mogu biti netočne .....	85
6.1.	Naslovi komercijalnog due diligencea .....	108
6.2.	Žarište komercijalnog due diligencea varira ovisno o tipu sklapanja posla .....	109
6.3.	Primjer rezultata razgovora oko kupovnih kriterija .....	123
7.1.	Karakterizacija kulture prema Milesu i Snowu .....	148
7.2.	Karakterizacija kulture prema Handyju .....	149
7.3.	Prodaja dionica naspram prijenosa prema TUPE-u .....	151
10.1.	Profil poreznog rizika u ciljanim društvima .....	190
15.1.	Razlike između europskih i američkih propisa za fuzije .....	257
A1	Identificirati koje radnje trebaju poduzeti ključni menadžeri i ključne grupe .....	313
B1	Sažetak računa dobiti i gubitka .....	330
B2	Sažetak računa dobiti i gubitka .....	330
B3	Analiza indirektnih troškova marketinga .....	331
B4	Analiza posebnih promocija .....	331
B5	Analiza posebnih naknada/dodataka .....	332
B6	Troškovi marketinga koji se ponavljaju .....	332
B7	Usklađivanje prodaje .....	332
B8	Izvanredne stavke i one koje se ne ponavljaju .....	333
B9	Sažeti prikaz usklađivanja profita/dobiti .....	333
B10	Sažeti prikaz računa dobiti i gubitka .....	334
B11	Sažeti prikaz prognoza za račun dobiti i gubitka .....	334
B12	Operativni profitni most – povijesni .....	335
B13	Operativni profitni most – prognoza .....	335
B14	Pokazatelji tipa prema Myers-Briggsu .....	341



# **Prikazi**

1.1	Proces akvizicije .....	12
1.2	Aktivnosti prije sklapanja posla i veće mogućnosti za uspjeh .....	16
6.1	Proces procjene sklapanja posla .....	103
6.2	Komponente dobiti .....	105
6.3	Razmjena/prijeboj između uštede troškova i rasta prodaje .....	106
7.1	Aktivnosti prije sklapanja posla i uspjeh .....	136
8.1	Tipovi osobnosti prema Jungu .....	168
8.2	Dinamika tima .....	170
8.3	Profil kompetencije/sposobnosti .....	174
8.4	Procjena menadžerskog tima .....	174
12.1	Tipični naslovi za reviziju informatičkog due diligencea .....	225



# 1 | Uvod

## Komu je knjiga namijenjena?

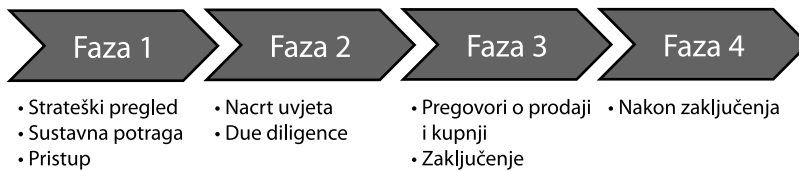
*Due diligence* (dubinsko snimanje) često se opisuje kao dosadan, skup ili vremenski zahtjevan postupak, a često i kao sve troje zajedno. Za mnoge je on način trošenja velike svote novca da vam kaže ono što već znate. A radi se i o nevjerojatnom vremenskom pritisku. Prodavatelji ne dobivaju apsolutno ništa ako kupcu ostave vremena za ispitivanje. Kupac, s druge strane, mora prikupiti i probaviti mnoštvo podataka, i to prilično stručnih i u vrlo kratkom vremenu, i uz često ne baš savršen pristup izvorima informacija. Usprkos vjerovanju mnogih, u praksi to znači da *due diligence* nije nekakvo pametno financijsko modeliranje ili fascinantni pravni izazov, već u biti zadire u upravljanje projektom.

Treba se koncentrirati na tajnu. Ova knjiga pomaže u tome onima koji se time bave u praksi. To su osobe koje će voditi proces *due diligencea*. Znajući koje su informacije potrebne, gdje i kako doći do njih i na koji način rade različiti stručnjaci za *due diligence* kao što su odvjetnici i ekonomisti te savjetnici menadžmenta, sam proces *due diligencea* postaje lakše upravljiv, zabavniji i troškovno učinkovitiji. Omogućuje akviziterima uvid u ono što je bitno te time donošenje boljih odluka.

Knjiga bi trebala pomoći i stručnim savjetnicima. Čak i iskusni savjetnici mogu pronaći nešto novo u poglavljima koja opisuju discipline izvan njihova područja rada. Savjetnici, nažalost, rade isključivo na vlastitom području istraživanja, bez obzira na druge savjetnike. Iako je jedan od ciljeva ove knjige promijeniti takav način razmišljanja, istina je da čak i odvjetnici koji su sklopili velik broj poslova ne mogu znati puno o tome što i na koji način revizori i savjetnici menadžmenta rade.

## Proces akvizicije

*Due diligence* je očito samo jedan dio akvizicije ili investiranja. Da bismo razumjeli u kojem se segmentu uklapa u opći proces akvizicije, pretpostavimo da je proces uredno raspoređen u četiri generičke kategorije kako je navedeno u prikazu 1.1.



### **Prikaz 1.1.** Proces akvizicije

U prvoj fazi je identificiran cilj akvizicije i plan pristupa. To se može razborito napraviti samo nakon temeljitog strateškog pregleda, tijekom kojeg je akvizicija identificirana kao logično strateško sredstvo. Ako pristup dovede do sporazumnog nastavka razgovora, sklapanje posla prelazi u drugu fazu. Dvije strane grubo skiciraju uvjete sklapanja posla i kupac počinje due diligence. Uspješan due diligence vodi do pregovora i ako sve prođe glatko, posao je sklopljen. Nakon toga kupac ulazi u četvrtu fazu koja je možda čak i najvažnija, budući da cijela akvizicija mora biti dobro razrađena da bi na kraju bila isplativa. Svaka od tih faza detaljno je opisana u nastavku knjige.

## **FAZA 1. STRATEGIJA, POTRAGA I PRISTUP**

### **Strateški pregled**

Prošlo je dosta vremena otkad je Barings savjetovao Asdi da ne kupi MFI. Asda je svejedno sklopila posao. Barings je izgubio klijenta i veliku naknadu. Standardni financijski “savjet” od tada se prilično promijenio. Sad je taj savjet, čini se, u skladu s izrekom “postoji dobra ideja; savjetujemo vas da kupite ovo društvo”. Akvizicije mogu biti i jesu rezultat pronalazjenja ideja. Mogu nastati i iz ne baš tako dobrih razloga. Često direktori nalete na dobru “ponudu”, obično od nekih kolega u golf klubu. Čak i danas menadžment može donijeti odluku da bi bila dobra ideja zabačiti se akvizicijom radi promjene rizika dioničara. Nitko ne zna zbog čega jer to dioničari mogu sami za sebe još bolje napraviti. U drugim slučajevima, dogodi se to da akviziter ima gomilu novaca za potrošiti, menadžment želi povećati carstvo, ili vezano usko uz to, menadžment je uvjeren da može upravljati s bilo čim.

Akvizicije su vrlo rizične. Svako akademsko istraživanje naglašava da je stopa neuspjeha prilično iznad 50%. Akvizicije bi, zbog rizika, trebale slijediti nakon detaljnog pregleda strateških ciljeva, i to tek nakon pažljivog razmatranja različitih varijanti. Trebalo bi ih promatrati kao sredstvo za postizanje strateških ciljeva – ništa više i ništa manje. One nikad neće biti protusredstvo za slabe poslovne rezultate ili sredstvo uzdizanja menadžmenta. Akvizicije su strateški instrumenti, put prema strateškom cilju, i s obzirom na vrlo visoku stopu neuspjeha, trebale bi biti zadnji izlaz.

Međutim, strateški pregledi često identificiraju akviziciju kao najlogičniji put prema naprijed. Ako je strateški pregled dobro izveden, onda će sljedeći korak biti dobro organizirana, sustavna potraga za ciljem akvizicije.

## Potruga

Sustavna potraga za akvizicijama često počinje tamo gdje završava strateški pregled. Treba karakterizirati idealan cilj. To znači da treba napraviti set kriterija za tipove društava koje bi trebalo pogledati. Tijekom potrage treba nastojati identificirati svako društvo koje zadovoljava te kriterije i prikupiti osnovne informacije o svakom od njih.

Potencijalne mete akvizicije treba rangirati prema njihovoj mogućnosti zadovoljavanja strateških ciljeva i kategorizirati prema tome jesu li jaki konkurenti za akviziciju ili samo opcije čija će vrijednost pasti. Prikupljaju se detaljnije informacije o društvima koja su jaki konkurenti te ulaze u uži izbor za pristup.

## Pristup

Mete akvizicije su kao autobusi u Londonu. Čekate ih satima, a onda se najednom pojave tri. Od prvog pristupa do poslovnog sporazuma može proći dosta vremena. Pristupanje društvu može izazvati ekstremne reakcije. Neki potencijalni prodavatelji radovat će se misleći kako će postati bogati, drugi mogu biti duboko povrijeđeni, a treći reći “ne” iako misle “da”, dok neki odlaze da bi se kasnije opet vratili. Reakcije variraju ovisno o vlasništvu ciljanog društva, nacionalnosti, industriji i osobnostima onih koji su u to uključeni, ali ako se pojavi mogućnost sklapanja sporazuma u nekom trenutku, obje strane će tu vidjeti zajednički interes i odlučiti pokrenuti preliminarne razgovore.

## FAZA 2. PRELIMINARNI RAZGOVORI PRIJE PREGOVORA

### Nacrt uvjeta

Ako neki pristup vodi zajedničkom interesu, obje strane će htjeti započeti ozbiljne pregovore. Nacrt sporazuma/nacrt uvjeta/pismo namjere je dokument kojim se objavljuje sporazum o pregovaranju kupnje poduzeća. To je neobvezujući dokument (vidi str. 34) u kojem su navedene glavne točke oko kojih su strane u transakciji sporazumne i na temelju kojeg su spremne nastaviti pregovore.

Što se tiče due diligencea, kritična stvar oko potpisivanja nacrtnog sporazuma jest ta da je sklapanje posla u tijeku. Objе strane su obično koncentrirane na izradu dokumenta. Kupac je sad uvjerio prodavatelja u svoje ozbiljne namjere, obje strane su odlučile nastaviti proces pregovora na osnovi sporazuma i obje sad vjeruju da će se sklapanje posla nastaviti jer se mogu osloniti na dokument u kojem su navedene osnovne stavke. Due diligence stoga može započeti.

### Due diligence

Kao što ćemo detaljnije objasniti u nastavku ove knjige, due diligence znači procjenu sklapanja posla s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta. Bavi se

razumijevanjem poslovanja društva koje treba kupiti, i potvrđuje hoće li društvo koje kupuje dobiti ono što misli da kupuje, otkrivajući svaki rizik pri sklapanju poslova, pronalazeći stavke za pregovore i pomažući planiranju integracija nakon sklapanja posla.

“Kosturi” pronađeni tijekom due diligencea ne znače odmah raskid sklapanja posla, nego postaju stavke pregovora na putu prema, uz malo sreće, konačnom sporazumu.

## **FAZA 3. PREGOVORI I SPORAZUM**

### **Pregovori o prodaji i kupnji**

Kad završi due diligence, slijedi faza oko finalizacije detalja za sklapanje posla. To je faza kad se svi svađaju, ali na kraju, nakon zauzimanja pozicija i prepucavanja, pregovori su zaključeni, sporazum postignut, a posao sklopljen. Kao što smo već spomenuli, due diligence nadopunjuje pregovore identifikacijom rizika o kojem kupac mora pregovarati radi dobivanja određene zaštite. To se može postići smanjenjem cijene ili jamstvom prodavatelja da će kompenzirati svaki gubitak.

### **Zaključenje**

Due diligence je završen, dogovoreni su uvjeti sklapanja posla, a proces je zaključen potpisivanjem kupoprodajnog dokumenta. Iz nekih čudnih razloga postoji nepisani zakon da zaključenje treba potpisati u 4 sata ujutro, obično vikendom, iako svi sudionici to svim silama nastoje izbjeći!

## **FAZA 4. NAKON ZAKLJUČENJA – DIO KOJI SVI ZABORAVLJAJU**

Naravno, proces pregovora je vrlo skup i ekstremno izazovan. Ne iznenađuje činjenica da se zadovoljavajući zaključak, s novom akvizicijom u torbi, smatra često i samim krajem. Menadžment je iscrpljen, i nakon svih uzbuđenja previše apatičan da rukovodi procesom integracije<sup>1</sup>, ali, da parafraziramo poznati slogan, “poslovni sporazum je za cijeli život, a ne samo za Božić”. Kad je posao sklopljen, započinje težak dio posla: nova akvizicija mora opravdati plaćenu cijenu. U trci i uzbuđenju oko sklapanja posla ovu fazu često zanemarujemo. Kao što ćemo detaljnije navesti u nastavku knjige, due diligence bi trebao odigrati glavnu ulogu u oblikovanju plana nakon zaključenja. To vodi do sljedeće teme: što bi due diligence trebao postići?

## **Što je due diligence?**

U rječniku ne postoji definicija due diligencea. Ne postoji ni standardna pravna definicija. Pravnik bi to ugrubo definirao na sljedeći način:

proces ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca kojim bi bilo potvrđeno da kupuje ono što misli da kupuje.

*Caveat emptor* (Čuvaj se, kupče!) središnji je dio cijelog procesa akvizicije u anglosaksonskim zemljama. Due diligence je način na koji kupci mogu biti sigurni da točno razumiju što kupuju.

Oni koji sklapaju poslove idu i korak naprijed. Reći će da je due diligence smanjenje rizika. Provedeno je dosta anketa koje ukazuju na rizičnost akvizicija. Kao što je već navedeno, prema tim anketama, najmanje polovica akvizicija doživi neuspjeh. Prava brojka neuspjeha je vjerojatno oko tri četvrtine. Što je bolji due diligence, to više kupci znaju o meti akvizicije i samim tim o neposrednim rizicima koje preuzimaju. Što se tiče onih koji sklapaju poslove, due diligence omogućuje kupcu sljedeće:

- identifikaciju pitanja vezano uz cijenu pregovora i na taj način smanjenje rizika od prevelikog troška
- smanjenje rizika identifikacijom stavki koje zahtijevaju pravnu zaštitu.

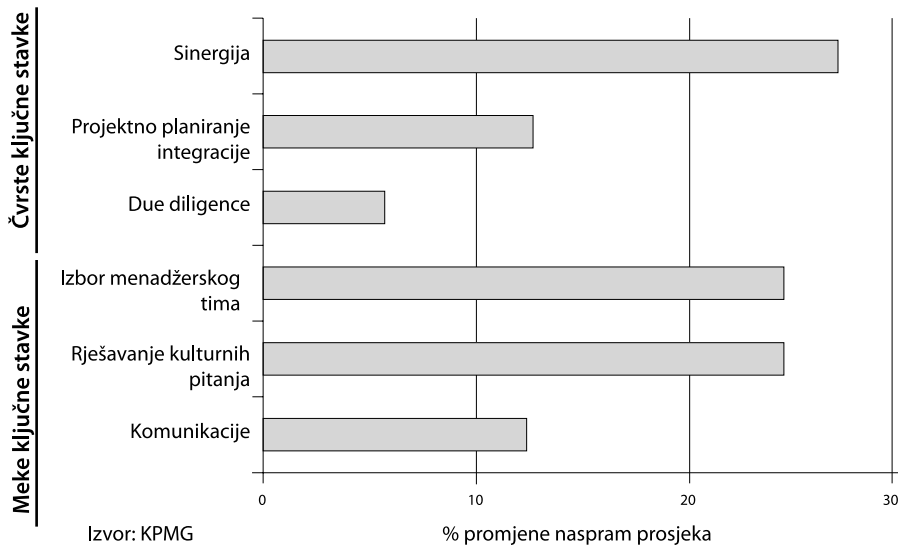
Drugim riječima, oni koji sklapaju posao vide due diligence kao pomoć pri razmatranju vrste zaštite u ugovoru koju treba pružiti prodavatelj i koje bi rizike kupac u potpunosti trebao izbjeći.

Problem kod ovakvog načina razmišljanja je što kratkoročne stavke specifične za pregovore smatra istovjetnima onima koje na samom kraju diktiraju hoće li ili neće posao biti uspješno sklopljen. To i ne mora biti slučaj.

Da ponovimo, ima dovoljno anketa koje pokazuju gdje se pojavljuje rizik prilikom akvizicije. Problem s većinom njih je to što su ih proveli savjetnici koji se bave savjetovanjem oko integracije nakon akvizicije. Bez obzira na to, vjerojatno je istina da većina akvizicija doživi neuspjeh zbog nedostataka u fazi implementacije nakon akvizicije, a ne zbog istraživačke faze prije akvizicije. Primjerice, prema jednom istraživanju<sup>2</sup>, korelacija između uspješne implementacije i općeg uspjeha akvizicije je 83%. Naravno, to je možda i zato što je due diligence prije sklapanja posla tako dobro proveden da rizični poslovi nisu ni sklopljeni, ali studija KPMG-a<sup>3</sup> iz 1999. je potvrdila potrebu da se razmisli prije postavljanja brojnih pitanja tijekom procesa sklapanja posla i o posljedicama nakon sklapanja posla. Kao što je navedeno u prikazu 1.2, u njoj su pronađena tri čvrste i tri meke ključne stavke koje vode do uspješne kupnje. Istraživanje KPMG-a pokušava naglasiti čimbenike koji bi mogli rezultirati boljim prilikama za uspjeh od prosječnih.

Procjena sinergije prije sklapanja posla pojavljuje se kao glavno teže ključno pitanje postizanja uspjeha. Kupci koji ju detaljno provedu imaju 28% više šanse od prosječne za uspješno zaključenje posla. KPMG to opisuje kao "što i gdje" stjecanje vrijednosti pri sklapanju posla. Društva se mogu samo nadati da će izbjeći loša sklapanja poslova pronalazeći načine za postizanje ekstra vrijednosti. To upu-

ćuje na detaljne radnje u ranoj fazi procesa kupnje, a koje uključuju operativne direktore, koje bi trebale potvrditi snagu pretpostavki o sinergiji i predstavljanje pretpostavki.



### Prikaz 1.2. Aktivnosti prije sklapanja posla i veće mogućnosti za uspjeh

Projektno planiranje integracije je sljedeća čvrsta stavka. To je čista mehanika od “kako”. Prema KPMG-u, anketa potvrđuje “da se prilike za uspješno spajanje povećavaju ako proces razrade “kako” započne dosta prije zaključenja posla”.<sup>4</sup>

Treće teže ključno pitanje odnosi se na moć “dobro obavljenog” due diligencea. “Dobro obavljeni” due diligence, smatra KPMG, prihvaćen od strane “s sofisticiranih, prema budućnosti orijentiranih akvizitera” koristi kao odskočnu dasku due diligence koji često raspolaže nizom istraživačkih instrumenata dizajniranih za sustavnu procjenu svih činjenica koje utječu na vrijednost”. “Vrijednost” je stvorena tek kad je posao sklopljen.

Drugim riječima, uspješna definicija akvizitera vezana uz due diligence je drukčija od one pravne ili one vezane uz sklapanje posla. Uspješni akviziter smatra da cilj due diligencea nije samo “revizija” ili verificiranje poslovanja u prošlosti; ne radi se samo o traženju crnih rupa ili o razlozima za određivanje cijene. Naravno da se tome teži, ali je za uspjeh važnije procijeniti izgled u budućnosti i prikazati kako ih ostvariti. Naravno da će due diligence nastojati otkriti slabe strane, ali istu ili barem sličnu važnost treba pridati i identificiranju mogućnosti. Na kraju, samo je jedan razlog za kupovanje društva. Ne zato što je ono dobro poslovalo u prošlosti, niti zato što je jeftino. Jedini razlog akvizicije je dobra budućnost s vama – kao novim vlasnikom. Kao što KPMG navodi, “ako s više novaca sklapate manje poslova, znači da je veći dio procjene sastavljen od strateških i sinergijskih elemenata”.<sup>5</sup>