

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**SKRBNI PREGLED KOT PODLAGA ZA NAKUP IN PRODAJO
PODJETIJ**

Ljubljana, september 2016

JONA ŠTEFANČIČ SKALAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Jona Štefančič Skalar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Skrbni pregled kot podlaga za nakup in prodajo podjetij, pripravljene v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Metko Tekavčič

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno ne prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 27. 9. 2016

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OSNOVNA IZHODIŠČA SKRBNEGA PREGLEDA POSLOVANJA PODJETIJ 6	
1.1 Opredelitev skrbnega pregleda	7
1.2 Kupoprodajni proces podjetij ter vloga skrbnega pregleda v njem	10
1.2.1 Proces prodaje podjetja in vloga skrbnega pregleda v njem.....	11
1.2.2 Proces nakupa podjetja in vloga skrbnega pregleda v njem	12
1.3 Udeleženci v kupoprodajnem procesu podjetij.....	15
1.3.1 Udeleženci na strani prodajalca	16
1.3.2 Udeleženci na strani kupca	18
1.4 Pomen skrbnega pregleda	19
1.4.1 Pomen prodajalčevega skrbnega pregleda.....	19
1.4.2 Pomen kupčevega skrbnega pregleda	19
1.5 Informacije, ki jih daje skrbni pregled.....	20
1.6 Koristniki informacij skrbnega pregleda	20
1.7 Tveganja, ki jih skrbni pregled zmanjšuje.....	21
1.8 Vpliv izvedbe skrbnega pregleda na uspešnost kupoprodajnega procesa	22
2 VRSTE SKRBNIH PREGLEDOV POSLOVANJA PODJETIJ.....	24
2.1 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na področje poslovanja ciljnega podjetja.....	26
2.1.1 Finančni skrbni pregled	27
2.1.2 Davčni skrbni pregled.....	27
2.1.3 Pravni skrbni pregled.....	28
2.1.4 Ostala področja skrbnih pregledov	28
2.2 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na obseg pregleda.....	30
2.2.1 Omejeni skrbni pregled.....	30
2.2.2 Podrobni skrbni pregled.....	31
2.3 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na iniciatorja kupoprodajne transakcije	31
2.3.1 Prodajalčev skrbni pregled	31
2.3.2 Kupčev skrbni pregled.....	32
2.4 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na faze prevzemnega procesa.....	32
2.4.1 Strateški skrbni pregled investitorja	33
2.4.2 Omejeni skrbni pregled ciljnega podjetja	33
2.4.3 Podrobni skrbni pregled ciljnega podjetja	33
2.4.4 Skrbni pregled ciljnega podjetja za namene pogajanj	34
2.4.5 Poprevzemni integracijski skrbni pregled	34
2.4.6 Poprevzemni skrbni pregled osebne motivacije zaposlenih	34
3 IZVEDBA SKRBNEGA PREGLEDA POSLOVANJA PODJETIJ	35
3.1 Postopek izvedbe skrbnega pregleda	35
3.1.1 Priprava ponudbe ter določitev obsega skrbnega pregleda.....	36
3.1.2 Izvedba postopkov sprejema stranke in posla	37

3.1.3	Sklenitev pogodbe o izvedbi skrbnega pregleda	38
3.1.4	Ureditev dostopa do podatkov, podpisi sporazumov o varovanju zaupnih informacij, priprava seznama zahtevanih podatkov in dokumentov	39
3.1.5	Izvedba intervjujev s poslovodstvom in zaposlenimi v ciljnem podjetju	40
3.1.6	Obdelava podatkov in informacij	40
3.1.7	Izvedba dodatnih intervjujev s poslovodstvom in zaposlenimi v ciljnem podjetju ter posredovanje dodatnih podatkov in informacij o ciljnem podjetju	40
3.1.8	Poročanje naročniku med samo izvedbo skrbnega pregleda	41
3.1.9	Izdaja osnutka poročila o skrbnem pregledu	41
3.1.10	Obdelava morebitnih vprašanj naročnika ter izdaja končnega poročila o skrbnem pregledu	42
3.1.11	Predstavitev ugotovitev skrbnega pregleda	42
3.1.12	Posredovanje poročila o skrbnem pregledu drugim deležnikom	42
3.2	Podroben pregled tradicionalnih področij skrbnega pregleda	42
3.2.1	Finančni skrbni pregled	43
3.2.2	Davčni skrbni pregled	43
3.2.3	Pravni skrbni pregled	44
3.3	Praktične izkušnje pri izvedbi skrbnega pregleda	45
4	PRAVNI OKVIR, KI OPREDELJUJE IZVEDBO SKRBNEGA PREGLEDA POSLOVANJA PODJETIJ	48
4.1	Pravni okvir za izvedbo skrbnega pregleda v Sloveniji	48
4.1.1	Zakonske zahteve, ki veljajo za vsa podjetja	48
4.1.2	Zakonske zahteve, ki veljajo za kupoprodajni proces v primeru državnega premoženja in premoženja občin	49
4.2	Pravni okvir za izvedbo skrbnega pregleda v ZDA, Veliki Britaniji ter Nemčiji ...	53
4.2.1	Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda v ZDA	54
4.2.2	Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda v Veliki Britaniji	55
4.2.3	Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda v Nemčiji	57
4.3	Primerjava zahtev glede izvedbe skrbnega pregleda med različnimi regulativami	57
5	SLOVENSKA PODJETJA IN SKRBNI PREGLED POSLOVANJA PODJETIJ	58
5.1	Slovenska podjetja kot naročniki skrbnih pregledov	58
5.1.1	Pregled dez/investicijskih aktivnosti slovenskih podjetij	58
5.1.2	Pregled pristopov k izvedbi skrbnega pregleda s strani slovenskih podjetij	59
5.1.3	Pregled pomembnejših naročnikov skrbnih pregledov v Sloveniji	60
5.2	Slovenska podjetja kot predmet skrbnih pregledov	65
5.2.1	Podjetja, katerih lastnik je država in sodijo v program prodaje državnega premoženja	67
5.2.2	Podjetja, katerih prodajo zahtevajo banke upnice	68
5.2.3	Ostala slovenska podjetja, kot predmet skrbnih pregledov	70
5.3	Slovenska podjetja kot izvajalci skrbnih pregledov	71

5.3.1	Delitev izvajalcev skrbnih pregledov glede na vrsto skrbnih pregledov, ki jih lahko nudijo svojim naročnikom	72
5.3.2	Delitev izvajalcev skrbnih pregledov glede na profil ciljnega podjetja oziroma naročnika skrbnega pregleda ter vrednost kupoprodajne transakcije	73
5.3.3	Delitev izvajalcev skrbnih pregledov glede na nabor transakcijskih storitev, ki jih nudijo naročniku	74
5.4	Razvoj skrbnih pregledov v Sloveniji.....	75
6	POVZETEK UGOTOVITEV RAZISKAVE O SKRBNIH PREGLEDIH POSLOVANJA PODJETIJ	75
	SKLEP	81
	LITERATURA IN VIRI	83

KAZALO TABEL

Tabela 1: Zbirni prikaz vrst skrbnih pregledov	25
Tabela 2: Vsebina pravnega skrbnega pregleda	44
Tabela 3: Pregled težav pri izvedbi skrbnega pregleda z vidika posameznega udeleženca .	47
Tabela 4: Privatizacija v Sloveniji – zaključeni postopki	62
Tabela 5: Seznam lastniških deležev v lasti DUTB na dan 31. avgust 2016	63

KAZALO SLIK

Slika 1: Povzetek različnih definicij skrbnega pregleda ter prikaz usmerjenosti skrbnega pregleda v prihodnost	9
Slika 2: Faze prevzemnega procesa.....	14
Slika 3: Udeleženci v kupoprodajnem procesu	16
Slika 4: Dejavniki, ki vplivajo na uspešno izveden skrbni pregled.....	23
Slika 5: Prepletanje vsebine obravnavanih področij ter ugotovitev po posameznih področjih poslovanja ciljnega podjetja.....	26
Slika 6: Faze izvedbe skrbnega pregleda.....	36

UVOD

Za svetovno gospodarstvo je značilen trend združitvev in prevzemov (angl. *mergers and acquisitions*) podjetij, s ciljem povečati vrednost premoženja lastnikov. Raziskave različnih avtorjev pa žal kažejo, da je rezultat mnogih prevzemov oziroma združitvev ravno nasproten. Eden izmed vzrokov za to je, da potencialni investitor premalo podrobno pozna poslovanje ciljnega podjetja. Da bi bil prevzem podjetja uspešen, je potrebno izvesti skrbni pregled poslovanja ciljnega podjetja. Ta namreč omogoča, da se zmanjša tveganje povezano s prevzemom/nakupom podjetja. Zaradi navedenega sem se odločila podrobneje proučiti postopek ter pomen skrbnega pregleda v kupoprodajnem procesu, ob združitvah podjetij, prodajah ter tudi drugih statusno pravnih preoblikovanjih podjetij.

Glavni namen skrbnega pregleda je pomagati naročniku pri oceni tveganj, potencialnih dobičkov ter priložnosti nameravanega prevzema, združitve (BenDaniel & Rosenbloom, 1990, str. 119), prodaje ciljnega podjetja. Skrbni pregled je interaktivno delo, polno izzivov, v katerem potencialni investitor oziroma podjetje prodajalec izvede analizo poslov ter različnih področij poslovanja ciljnega podjetja.

Izvedba skrbnega pregleda traja različno dolgo, odvisno od velikosti in kompleksnosti poslovanja ciljnega podjetja, razpoložljivega časa za izvedbo skrbnega pregleda, razpoložljivih finančnih sredstev za izvedbo kupoprodajne transakcije ter nameravane stopnje prevzemne integracije. Kljub temu, da skrbni pregled zahteva določen čas, prevzemnega procesa običajno ne podaljša, saj omogoča, da se tako potencialni investitor kot prodajalec osredotočita na bistvena vprašanja kupoprodajne transakcije.

Poleg finančnega poslovanja skrbni pregled proučuje tudi druga področja delovanja ciljnega podjetja. Običajno se naročniki odločajo za finančni, davčni in pravni skrbni pregled. Izbor področij, ki jih skrbni pregled pokriva, je odvisen od panoge ciljnega podjetja, njegove velikosti, načina prodaje ter tudi drugih dejavnikov. Konič (2002, str. 48) loči:

1. **finančni skrbni pregled** (pregled razpoložljivih denarnih sredstev, upravičenosti terjatev, načina izkazovanja zalog ter njihove kurantnosti, opredmetenih in neopredmetenih sredstev ter obveznosti, ki izhajajo iz tega naslova, naložb podjetja, finančnih in poslovnih obveznosti, poravnavanje obveznosti, realnosti izkazanih prihodkov, stroškov in odhodkov),
2. **pravni skrbni pregled** (predmet pregleda so statutarne zadeve podjetja, pogodbe z managementom in zaposlenimi, odnosi s sindikati, pravne zadeve, povezane z opredmetenimi in neopredmetenimi sredstvi, pogodbene in druge obveznosti, tožbe ter spori podjetja),
3. **davčni skrbni pregled** (pozornost je usmerjena zlasti na neobičajne davčne obveznosti),

4. **organizacijski skrbni pregled** (proučiti je potrebno usposobljenost posloводства in zaposlenih, nabavno in prodajno ter tržno strategijo),
5. **proizvodni skrbni pregled** (ta zajema pregled kapacitet podjetja, zastarelosti opreme, fleksibilnosti proizvodnje, potrebnih investicij),
6. **okoljevarstveni skrbni pregled** (proučiti je potrebno skladnost poslovanja podjetja z okoljsko zakonodajo, morebitno proizvodnjo nevarnih snovi, odlaganje nevarnih odpadkov in druga okoljska tveganja).

Z namenom pridobiti čim bolj realno sliko o poslovanju ciljnega podjetja, je potrebno ugotovitve skrbnih pregledov različnih področij poslovanja ciljnega podjetja med seboj povezati. To zahteva sodelovanje in usklajevanje mnenj izvajalcev posameznih skrbnih pregledov. Pri skrbnih pregledih sodelujejo finančniki, pravniki, davčniki, specialisti za posamezno panogo in drugi relevantni strokovnjaki. Izvajalce skrbnega pregleda poleg preteklega poslovanja ciljnega podjetja zanimajo tudi možnosti za uspešno poslovanje v prihodnje.

Vsako področje poslovanja ciljnega podjetja je lahko predmet podrobnega ali omejenega skrbnega pregleda. Podrobnost pregleda je odvisna od faze kupoprodajnega procesa. V začetnih fazah je skrbni pregled manj podroben in lahko temelji le na javnih podatkih, v kasnejših pa je bolj poglobljen in obravnava več zadev.

S skrbnim pregledom se ne ugotovi le, ali je nameravana kupoprodajna transakcija smiselna ali ne, temveč predvsem, ali z nameravano kupoprodajno transakcijo nadaljevati (Sherman, 1998, str. 58). V kolikor se s skrbnim pregledom ugotovi, da dejansko stanje v ciljnem podjetju bistveno odstopa od pričakovanega, se kupec oziroma prodajalec lahko odločita, da od nameravane kupoprodajne transakcije odstopita. Zato je smiselno s skrbnim pregledom pričeti v čim bolj zgodnji fazi kupoprodajnega procesa.

Rezultati skrbnega pregleda služijo različnim namenom. Skrbni pregled proučuje poslovanje ciljnega podjetja v prihodnosti. Ocena prihodnjega poslovanja je osnova za oceno vrednosti podjetja ter določitev take cene, ki bo sprejemljiva tako za prodajalca kot kupca. Poleg določitve primerne cene ugotovitve skrbnega pregleda vplivajo tudi na vsebino kupoprodajne pogodbe. Pri prevzemih v isti panogi se pogosto pokažejo sinergijski učinki, ki jih je potrebno ustrezno ovrednotiti. Prav tako je potrebno dovolj zgodaj identificirati ključne zadeve, na katere je potrebno biti pozoren pri integraciji.

Skrbni pregled pozitivno prispeva k uspešnosti kupoprodajnega procesa ter zmanjša možnost neprijetnih presenečenj. Teh ne more popolnoma odpraviti, saj obstajajo zadeve, ki jih zaradi objektivnih razlogov pri skrbnem pregledu ne moremo preveriti, niso predmet skrbnega pregleda ali pa naročniku oziroma izvajalcu niso razkrite. Skrbni pregled bo dal želene rezultate le, če se bosta naročnik ter izvajalec nanj pripravila in če bo ta ustrezno izveden.

Izvedba skrbnih pregledov je pomembna tudi za slovenska podjetja, saj v prevzemih podjetij vidijo možnost za anorgansko rast, v prodaji naložb pa možnost za dezinvestiranje ter izboljšanje svojega finančnega položaja. V kupoprodajnem procesu slovenska podjetja nastopajo v več vlogah – kot naročniki skrbnih pregledov (v vlogi kupca ali prodajalca), kot predmet skrbnih pregledov ter kot izvajalci skrbnih pregledov. Kot enega izmed pomembnejših naročnikov/iniciatorjev skrbnih pregledov v Sloveniji je potrebno izpostaviti državo oziroma Republiko Slovenijo. Republika Slovenija je neposredno ali preko družbe Slovenski državni holding, d. d. (v nadaljevanju SDH ali Slovenski državni holding) še vedno lastnica precejšnjega števila pomembnih slovenskih podjetij.

Z namenom zagotoviti preglednost postopkov pri prodaji državnega in občinskega premoženja je Republika Slovenija zakonsko opredelila:

- izvedbo skrbnega pregleda. To je opredelila z Uredbo o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin (Ur. l. RS, št. 123/2003, 140/2006, 95/2007, 55/2009 – odl. US in 38/2010 – ZUKN, v nadaljevanju Uredba ali Uredba o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin),
- postopek upravljanja naložb, ki so v lasti SDH, ter naložb, ki so v lasti Republike Slovenije in z njimi upravlja SDH. Ta je opredeljen v Zakonu o Slovenskem državnem holdingu (Ur. l. RS, št. 25/2014, v nadaljevanju ZSDH-1 ali Zakon o Slovenskem državnem holdingu).

Področje izvedbe skrbnih pregledov v Sloveniji ni neposredno zakonsko opredeljeno, izjema sta le zgoraj omenjena pravna predpisa.

Namen in cilji magistrskega dela s temeljno tezo. Ker je skrbni pregled ciljnega podjetja pomemben del kupoprodajnega procesa in ker se z izvedbo skrbnih pregledov profesionalno ukvarjam, sem področje skrbnih pregledov izbrala za temo magistrskega dela. Skrbni pregled se sicer kot pojem pojavlja na različnih področjih poslovanja podjetja in tudi v družbi na sploh (na področju človekovih pravic, kazenskega prava, preprečevanja korupcije), vendar se magistrsko delo osredotoča le na izvedbo skrbnih pregledov za namene nakupov in prodaj podjetij.

Za raziskavo področja skrbnih pregledov poslovanja podjetij sem se odločila z namenom podrobneje raziskati teoretična ozadja, ki vodijo k izvedbi skrbnega pregleda, predstaviti praktične napotke za izvedbo skrbnega pregleda (predvsem s perspektive izvajalca skrbnih pregledov) ter opredeliti takšno zasnovo skrbnega pregleda, ki bo v čim večji meri pripomogla k uspešnosti kupoprodajne transakcije ter nadaljnje integracije.

Cilji magistrskega dela so:

1. **predstaviti** področje izvedbe skrbnih pregledov,
2. **teoretična spoznanja o skrbnih pregledih povezati s praktičnimi izkušnjami**, ki sem jih kot izvajalka skrbnih pregledov pridobila v zadnjih petnajstih letih. Zaposlena sem namreč v svetovalnem podjetju, ki sodi med štiri največja svetovalna podjetja na svetu. Gre za tako imenovano skupino »Big 4«, ki je podrobneje opredeljena v uvodu petega poglavja,
3. **raziskati** področje skrbnih pregledov v Sloveniji in tujini,
4. **ugotoviti stopnjo reguliranosti** izvedbe skrbnih pregledov tako v Sloveniji kot v izbranih tujih pravnih redih (pravni red Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA), Velike Britanije, Nemčije),
5. **predstaviti potek izvedbe** skrbnega pregleda v praksi, njegovo koristnost ter težave, s katerimi se srečujejo naročniki, ciljno podjetje in izvajalci skrbnih pregledov,
6. **pridobiti poglobljen vpogled ter novo znanje**, ki ga bom uporabila pri svojem delu kot izvajalka skrbnih pregledov. Pridobljeno novo znanje bo omogočalo izboljšavo obstoječih metod dela, uvedbo novih pristopov, izvedbo kvalitetnejših storitev,
7. **proučiti najnovejše usmeritve** glede izvedbe skrbnih pregledov.

Temeljni cilj magistrskega dela je preverba teze: »Skrbni pregled daje pomembne in koristne informacije pri nakupu oziroma prodaji podjetij, zato je njegova izvedba tako za kupca kot za prodajalca podjetja nujna«.

Metode raziskovanja/raziskovalni pristop. Magistrsko delo vsebuje teoretični in praktični del.

Teoretični del magistrskega dela zajema:

- proučitev monografij različnih avtorjev ter druge literature, ki je na voljo,
- primerjavo pogledov različnih avtorjev na posamezno obravnavano področje,
- predstavitev osnovnih pojmov povezanih s skrbnim pregledom, metodološke izvedbe skrbnega pregleda, pomena skrbnega pregleda, tveganj, ki jih skrbni pregled zmanjšuje, udeležencev pri skrbnem pregledu, regulative, ki ureja področje skrbnih pregledov,
- strukturiranje, klasificiranje in shematski prikaz ugotovitev.

Praktični del magistrskega dela zajema:

- prikaz poteka skrbnega pregleda v praksi ter prikaz težav, s katerimi se srečujejo različni udeleženci v procesu skrbnega pregleda. Navedeno temelji na podatkih, ki sem jih pridobila kot izvajalka skrbnih pregledov v obdobju zadnjih petnajstih let.
- raziskavo in analizo področja izvedbe skrbnih pregledov v Sloveniji – z vidika prodajalca, izvajalca, ciljnega podjetja ter tudi potencialnega investitorja.

Analiza temelji tako na primarnih kot tudi na sekundarnih podatkih. Gre za javno dostopne podatke ter podatke podjetja, v katerem sem zaposlena.

Struktura magistrskega dela. Poleg uvoda, sklepa ter navedbe literature oziroma virov, magistrsko delo obsega šest poglavij. V vsakem poglavju je na podlagi ugotovljenih dejstev podan objektivni pogled na obravnavano področje.

V prvem poglavju »Osnovna izhodišča skrbnega pregleda poslovanja podjetij« sta predstavljeni opredelitev in pomen skrbnega pregleda ter umestitev skrbnega pregleda v kupoprodajni proces. Predstavljeni so posamezni udeleženci v kupoprodajnem procesu. Navedena so tudi tveganja, ki jih skrbni pregled zmanjšuje ter informacije, ki jih skrbni pregled daje. Poglavje se zaključi s predstavitev vpliva izvedbe skrbnega pregleda na uspešnost kupoprodajnega procesa.

V drugem poglavju »Vrste skrbnih pregledov poslovanja podjetij« so opredeljene različne vrste skrbnih pregledov in razvrstitev teh po različnih kriterijih. Posamezne vrste skrbnih pregledov so predstavljene z namenom, da se za nameravano kupoprodajno transakcijo izbere ustrezni skrbni pregled.

Tretje poglavje »Izvedba skrbnega pregleda poslovanja podjetij« opisuje postopek izvedbe skrbnega pregleda. Poleg podrobne predstavitve izvedbe skrbnega pregleda je v tem poglavju predstavljena tudi vsebina skrbnega pregleda treh ključnih področij poslovanja ciljnega podjetja. Gre za predstavitev vsebine finančnega, davčnega in pravnega skrbnega pregleda. Predstavljene so tudi praktične izkušnje ter težave, s katerimi se ob izvedbi skrbnega pregleda srečujejo izvajalci, naročniki ter tudi ciljna podjetja.

V četrtem poglavju »Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda poslovanja podjetij« je obravnavan pravni okvir, ki opredeljuje področje izvedbe skrbnega pregleda v različnih pravnih redih. Gre za primerjavo zakonskih podlag med Slovenijo, ZDA, Veliko Britanijo in Nemčijo. V poglavju so obravnavane tako razlike kot tudi podobnosti v pristopu k skrbnim pregledom v prej omenjenih državah.

Peto poglavje »Slovenska podjetja in skrbni pregled poslovanja podjetij« obravnava slovenska podjetja v povezavi s skrbnimi pregledi. Obravnava in analizira slovenska podjetja kot naročnike skrbnih pregledov, kot pregledovana podjetja ter tudi kot izvajalce skrbnih pregledov. Poleg tega to poglavje obravnava razvoj izvedbe skrbnih pregledov v Sloveniji.

V šestem poglavju »Povzetek ugotovitev raziskave o skrbnih pregledih poslovanja podjetij« so povzete dodatne ugotovitve, do katerih sem prišla pri raziskavi v okviru preverjanja teze magistrskega dela.

Magistrsko delo se zaključuje s sklepom ter literaturo in viri.

1 OSNOVNA IZHODIŠČA SKRBNEGA PREGLEDA POSLOVANJA PODJETIJ

Pojem skrbnega pregleda se ne uporablja samo v zvezi s kupoprodajnim procesom podjetij, temveč tudi na drugih področjih. Ta so na primer: zaščita človekovih pravic, civilno pravo, preprečevanje korupcije ter kazensko pravo. Ker je namen magistrskega dela obravnava skrbnega pregleda za potrebe nakupa oziroma prodaje podjetij, se magistrsko delo osredotoča izključno na skrbni pregled poslovanja podjetja.

Skrbni pregled poslovanja podjetja je kritična točka, ki pomembno vpliva na uspešnost kupoprodajne transakcije. Kot orodje v kupoprodajnem procesu se ga poslužujejo tako potencialni investitorji kot tudi lastniki/uprave podjetij v postopku dezinvestiranja (zlasti pri prodajah večjih podjetij).

Kljub raziskavam, ki kažejo, da je približno polovica prevzemov neuspešnih (Cobblah, Graham & Yawson, 2010, str. 3) ter kljub vse bolj turbulentnemu okolju, se prevladujoč trend, da podjetja rastejo z združitvami in prevzemi, namesto z organsko rastjo, še naprej nadaljuje. Ker je precejšnje število prevzemov/združitev neuspešnih, postaja proces skrbnega pregleda ne le vse bolj natančen, temveč tudi širši glede na obseg področij, ki naj bi jih pokrival (Gleich, Kierans & Hasselbach, 2010, str. 1). Skrbni pregled naj bi tako poleg tradicionalnega finančnega, davčnega in pravnega področja pokrival tudi organizacijski vidik, področje človeških virov, kulturo podjetja (Cobblah, Graham & Yawson, 2010, str. 12).

Cobblah in soavtorji (2010, str. 15) navajajo, da naj bi se prevzemni proces pričel že pred izvedbo skrbnega pregleda ciljnega podjetja. Pričel na bi se s skrbnim pregledom potencialnega investitorja. Šele na podlagi takega pregleda potencialni investitor določi karakteristike, katere naj bi imelo ciljno podjetje, ki ga želi prevzeti. Po postopku identifikacije možnih ciljnih podjetij, prične potencialni investitor s prevzemnim procesom. Del tega je tudi skrbni pregled ciljnega podjetja. Poleg pregleda osnovnih področij poslovanja ciljnega podjetja, se s skrbnim pregledom preveri tudi, ali ima ciljno podjetje karakteristike, ki jih je potencialni investitor identificiral kot pomembne. Več o različnih oblikah skrbnega pregleda poslovanja v posameznih fazah prevzemnega procesa v poglavju 2.4.

Za lažje razumevanje podajam opredelitev osnovnih pojmov, ki sem jih uporabila pri pisanju magistrskega dela. V magistrskem delu sem sicer poskušala poenotiti uporabljene izraze, včasih pa sem bila primorana (zaradi lažjega razumevanja) uporabiti različne. Opis uporabljenih izrazov je naveden v nadaljevanju.

Terminologija:

1. **kupoprodajni proces, kupoprodajna transakcija** – pomeni aktivnosti povezane s prevzemom, združitvijo, nakupom, pripojitvijo, spojitvijo, prvo javno izdajo delnic, prodajo deležev v podjetju ter drugimi statusno pravnimi spremembami. Vključuje tako prodajni kot nakupni vidik.
2. **podjetje** – magistrsko delo sicer govori o prodaji oziroma nakupu podjetja, predmet kupoprodajne transakcije pa je lahko: celotno podjetje, skupina podjetij, posamezen delež v ciljnem podjetju (angl. *share deal*) ali samo določena sredstva ciljnega podjetja (angl. *asset deal*).
3. **nakup podjetja, prevzem, proces nakupa** – pomeni aktivnosti, ki imajo za posledico prevzem, združitev pripojitev, spojitev, nakup delnic ciljnega podjetja.
4. **prodaja podjetja, prodajni postopek, proces prodaje** – pomeni aktivnosti, ki imajo za posledico odprodajo določene naložbe, deleža v podjetju, dezinvestiranje.
5. **ciljno podjetje, pregledovano podjetje, tarča** – podjetje, ki je predmet skrbnega pregleda.
6. **potencialni investitor, potencialni kupec** – prevzemno podjetje, uprava podjetja oziroma posameznik, ki se je odločil za prevzem podjetja, nakup določenega deleža.
7. **podjetje prodajalec, prodajalec, lastnik** – posameznik, ki se je odločil za prodajo določenega lastniškega deleža, celotnega podjetja, uprava podjetja, ki namerava prodati določeno naložbo.
8. **kupoprodajna pogodba** – pogodba o nakupu in prodaji podjetja (angl. *sales and purchase agreement*).
9. **novo podjetje** (angl. *New Co*) – podjetje, ki je nastalo kot posledica uspešno zaključenega kupoprodajnega procesa.
10. **skrbni pregled** – skrajšano ime za skrbni pregled poslovanja podjetja (z izjemo poglavij, ki obravnavajo skrbni pregled drugih področij v družbi).

1.1 Opredelitev skrbnega pregleda

Izraz »skrbni pregled« (angl. *due diligence*) je prišel v splošno rabo leta 1933 z zakonom o vrednostnih papirjih (angl. *Securities Act*), ki so ga izdali v ZDA. Za namene združitev in prevzemov se je izraz skrbni pregled pričel uporabljati v osemdesetih letih prejšnjega stoletja.

Postopek skrbnega pregleda se je kasneje razširil še na druge poslovne transakcije kot na primer na izdajo vrednostnih papirjev, prodajo nepremičnin, oceno vrednosti podjetij, odobritev komercialnih posojil, analizo tekočega poslovanja itd. Pravzaprav je sam postopek proučevanja in raziskovanja predmeta nakupa star toliko kot trgovina, saj so ljudje pred samim nakupom praviloma želeli preveriti kaj kupujejo (Bing, 1996, str. 90). Potreba po preverbi predmeta nakupa oziroma prodaje je še toliko večja, kadar

kupoprodajna transakcija temelji na pisni pogodbi in jo je zato potrebno izvesti še z večjo mero skrbnosti.

Chapman in Bing (v Flyvbjerg, 2012, str. 4) menita, da izvedba skrbnega pregleda bistveno prispeva k informiranemu sprejemanju odločitev, saj nosilec odločanja zagotavlja tako večjo kakovost kot tudi večji nabor informacij. Postopek skrbnega pregleda zagotavlja tudi, da se tovrstne informacije sistematično uporabljajo pri sprejemu odločitev, pri oceni stroškov, koristi in tveganj.

Skrbni pregled je torej stalnica pri prevzemih, združitvah ter prodajah podjetij. Izvaja se kot del kupoprodajnega procesa podjetja ter identificira tveganja, ki so povezana s poslovanjem ciljnega podjetja – na področju, ki je predmet skrbnega pregleda (finance, davki, pravo, informacijska tehnologija, itd.). V nadaljevanju podajam nekaj opredelitev skrbnega pregleda.

Pri skrbnem pregledu gre za identifikacijo tveganj, povezanih s:

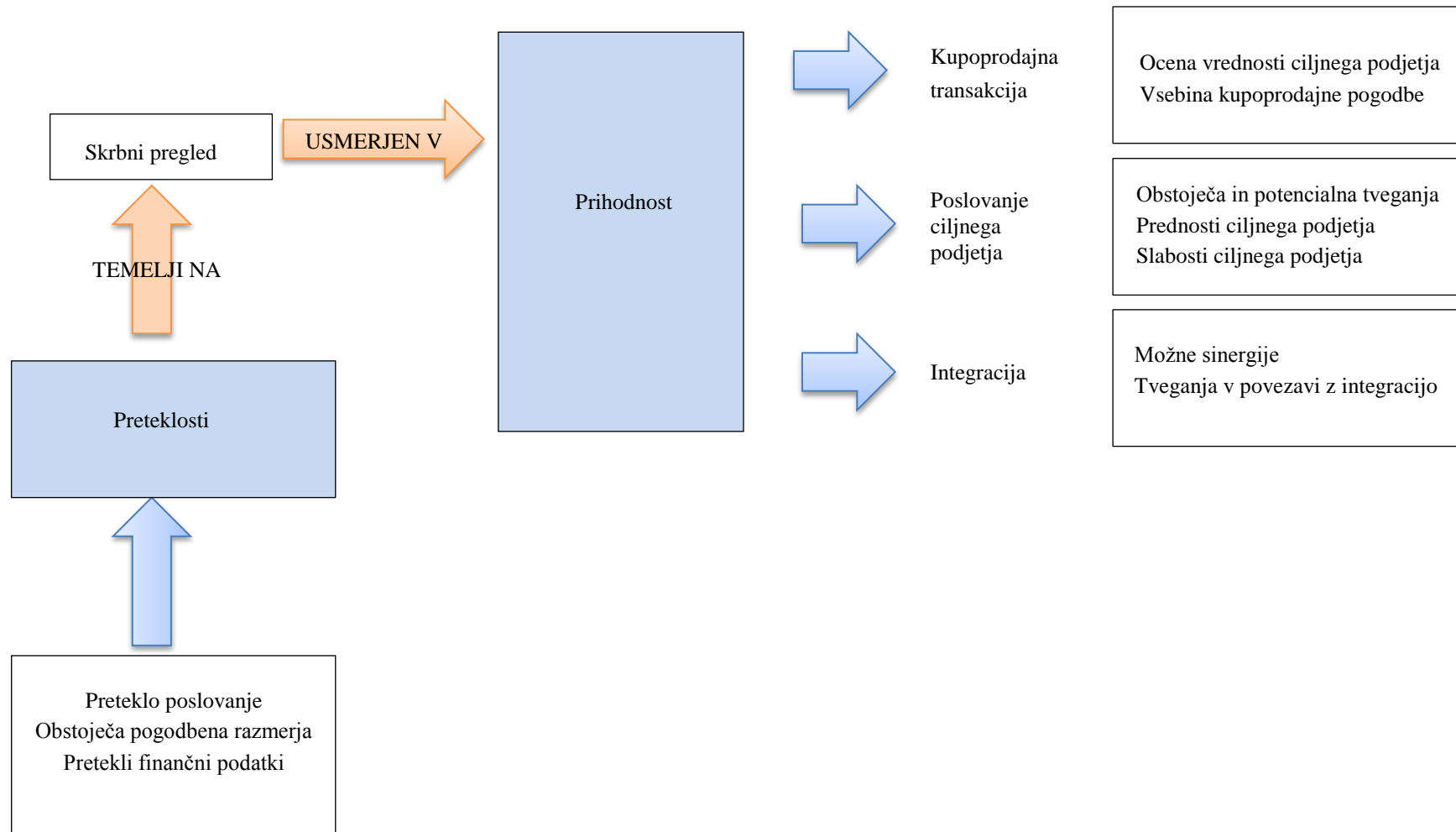
- poslovanjem podjetja na določenem področju,
- podjetjem samim,
- sredstvi, ki jih podjetje poseduje.

V večini primerov gre za pregled, za katerega se lastniki, uprava, potencialni investitorji samostojno odločijo. Z zakonskimi zahtevami po skrbnem pregledu se srečamo predvsem, ko gre za podjetja javnega interesa.

Berens in soavtorji (Berens, Brauner, Strauch & Knauer, 2016, str. 5) skrbni pregled opišejo kot pregled ciljnega podjetja, ki je izvršen z določeno mero skrbnosti. Skrbni pregled se izvede tekom kupoprodajne transakcije z namenom, da se zmanjša informacijska asimetrija med kupcem in prodajalcem. Peemoeller (v Brokemper & Herrmann, 2010, str. 21) navaja, da skrbni pregled vključuje oceno prednosti in slabosti ciljnega podjetja ter analizo tveganj, ki so povezana z nakupom in kvaliteto vrednotenja.

Če je skrbni pregled podjetja izveden z določeno mero skrbnosti in je usmerjen na zadeve, povezane s kupoprodajno transakcijo, zmanjšuje nepričakovana tveganja. Poročilo o skrbnem pregledu navaja tudi ukrepe, ki jih je potrebno izvesti v fazi integracije. Kljub temu, da temeljito izveden skrbni pregled sicer pomembno zmanjšuje negotovost pri prevzemih, pa ne more v celoti odpraviti vseh tveganj, povezanih z nakupom oziroma prodajo podjetja (Brokemper & Herrmann, 2010, str. 21).

Slika 1: Povzetek različnih definicij skrbnega pregleda ter prikaz usmerjenosti skrbnega pregleda v prihodnost



Predhodno omenjeni avtorji opredeljujejo skrbni pregled različno. Njihove opredelitve sem združila v spodnjo zbirno opredelitev.

Skrbni pregled zajema proučitev podatkov o trenutnem ter preteklem poslovanju (na različnih področjih) ciljnega podjetja, z namenom ugotoviti:

1. kako bo ciljno podjetje poslovalo v prihodnosti,
2. kje so možne sinergije ter kako uspešno izpeljati integracijo,
3. kako ustrezno izpeljati kupoprodajno transakcijo oziroma oblikovati kupoprodajno pogodbo, da bodo čim bolj zaščiteni interesi kupca oziroma prodajalca (vključno z dogovorom o primerni ceni).

Iz zapisanega je razvidno, da skrbni pregled sicer temelji na historičnih in obstoječih podatkih, vendar je v resnici usmerjen v prihodnost.

Tako oblikovano opredelitev skrbnega pregleda poslovanja prikazujem v Sliki 1.

1.2 Kupoprodajni proces podjetij ter vloga skrbnega pregleda v njem

Da bi ustrezno uvrstila skrbni pregled ter pojasnila njegovo vlogo pri prodaji oziroma nakupu podjetja, bom v tem poglavju predstavila kako poteka kupoprodajni proces podjetja (lahko gre za združitev, prevzem, prodajo), in sicer v odvisnosti od tega kdo je iniciator kupoprodajnega procesa.

Iniciator kupoprodajnega procesa je lahko:

1. lastnik podjetja, ki se želi dezinvestirati ali uprava podjetja, ki želi prodati določeno naložbo. V takem primeru je običajno sprožen proces prodaje kot je opisan v poglavju 1.2.1. V okviru tega se izvede tudi prodajalčev skrbni pregled. Na vabilo k prodaji se lahko odzove več kupcev, ki nato izvedejo kupčev skrbni pregled.
2. potencialni kupec, ki želi iz različnih razlogov investirati v ciljno podjetje. V takem primeru imamo običajno le enega kupca, ki pristopi k lastniku/upravi ciljnega podjetja s ponudbo za prevzem oziroma s ponudbo za odkup določenega poslovnega deleža. Proces nakupa podjetja je opisan v poglavju 1.2.2. Del tega procesa je tudi kupčev skrbni pregled. Z namenom pridobiti neodvisni pogled na podjetje, ki je predmet prodaje, se lahko prodajalec pred izvedbo kupoprodajnega procesa odloči, da opravi prodajalčev skrbni pregled.

Razlogi za prodajo oziroma nakup podjetja so opisani v poglavjih 1.2.1 ter 1.2.2.

1.2.1 Proces prodaje podjetja in vloga skrbnega pregleda v njem

Z namenom optimizacije vrednosti za delničarje in zaradi sprememb na trgu morajo podjetja prilagoditi svojo strategijo in poslovni portfelj (Gole, 2013, str. 1). Proces prodaje podjetja oziroma dezinvestiranja lahko vključuje prodajo celotnega podjetja, dela podjetja, podružnice, poslovne enote, divizije, produktne linije. S tem se sprostijo finančni in človeški resursi, ki se nato lahko usmerijo na druge poslovne priložnosti.

Razlogi za prodajo so različni. Avtorji Weston, Siu in Johnson (2001, str. 348–351) navajajo naslednje razloge za prodajo podjetja:

1. opustitev osnovne dejavnosti,
2. sprememba strategije oziroma prestrukturiranje,
3. pridobitev sredstev za dodatne investicije,
4. žetev preteklih dobičkov,
5. opustitev neželene dejavnosti,
6. financiranje preteklih prevzemov,
7. izpolnjevanje zakonodajnih zahtev,
8. prodaja določenih dejavnosti menedžerjem,
9. prodaja nepovezanih dejavnosti,
10. prodaja izdelkov z nizko donosnostjo,
11. učenje,
12. financiranje naložbe v drugo podjetje.

Za proces prodaje so avtorji oblikovali različne modele predstavitve. Gole (2013, str. 2) je oblikoval naslednji pet-stopenjski model dezinvestiranja podjetja:

1. **Strateška ocena** – ta korak vključuje analizo portfelja, identifikacijo področij, ki naj bi bila predmet dezinvestiranja, oblikovanje ustreznih dezinvesticijskih odločitev in oblikovanje optimalne oblike kupoprodajne transakcije.
2. **Planiranje dezinvestiranja** – ko se podjetje odloči o predmetu dezinvestiranja, mora najprej pridobiti dovoljenje uprave, nato okvirno določiti, katera sredstva in obveznosti bodo pripadala enoti, ki se bo dezinvestirala, pripraviti plan kako zadržati ključne ljudi v tej enoti, oblikovati plan komuniciranja, osnovati skupino, ki se bo ukvarjala z dezinvestiranjem, pripraviti plan dezinvestiranja.
3. **Priprava na dezinvestiranje** – tretji korak bi lahko razdelili na:
 - a) pripravo na prodajo – angažiranje svetovalcev, dogovor o procesu prodaje, priprava materialov, namenjenih potencialnim investitorjem (informacijski memorandum, skrbni pregled, procesno pismo), organiziranje podatkovne sobe,
 - b) dokončno izločitev enote, ki se prodaja iz obstoječe strukture,
 - c) pripravo samostojnih finančnih izkazov izločene enote.

4. **Izvršitev dezinvestiranja** – v tej fazi lastnik poda namero o prodaji, vodi prodajo, se pogaja in na koncu sklene kupoprodajno transakcijo.
5. **Analiza (ne)izvršene kupoprodajne transakcije** – smiselno je, da skupina, ki se ukvarja z dezinvestiranjem, ob koncu kupoprodajne transakcije izmenja izkušnje in oblikuje priporočila za prihodnje dezinvesticije.

Dezinvestiranje običajno pomeni zahtevno in zapleteno transakcijo (še zlasti v smislu časa in človeških virov). Hkrati pa je tudi priložnost za upravo podjetja, ki se dezinvestira, da prilagodi svojo strategijo in poslovni portfelj na način, da za delničarje ustvari večjo vrednost (Gole, 2013, str. 15). Celotni kupoprodajni proces ter sama izvedba transakcije mora biti ustrezno strukturirana in organizirana, voditi jo mora za to usposobljena skupina.

Operativno poteka proces prodaje podjetja v naslednjih fazah (povzeto po različnih avtorjih):

1. zbiranje informacij, povezanih z odločitvijo o dezinvestiranju,
2. odločitev o predmetu dezinvestiranja,
3. analiza ciljnega podjetja pred nameravano prodajo in priprava na prodajo,
4. indikativna ocena vrednosti ciljnega podjetja,
5. raziskava in določitev liste potencialnih investitorjev, ki jim bo poslana kratka ponudba (angl. *teaser*),
6. priprava kratke ponudbe za potencialne investitorje,
7. priprava informacijskega memoranduma,
8. izvedba neodvisnega prodajalčevega skrbnega pregleda, ki bo namenjen potencialnim investitorjem,
9. kontaktiranje investitorjev in posredovanje kratke ponudbe,
10. posredovanje informacijskega memoranduma zainteresiranim investitorjem,
11. zbiranje interesentov za nadaljevanje kupoprodajnega procesa,
12. priprava podatkovne sobe in izvedba kupčevega skrbnega pregleda,
13. zbiranje ponudb,
14. pogajanja,
15. sklenitev kupoprodajne pogodbe.

1.2.2 Proces nakupa podjetja in vloga skrbnega pregleda v njem

Proces nakupa podjetja lahko razdelimo v tri faze (Jansen, 2000, v Brokemper & Herrmann, 2010, str. 18):

1. strateška analiza in faza iskanja primerne ciljnega podjetja/tarče,
2. faza izvedbe skrbnega pregleda ter kupoprodajne transakcije,
3. faza integracije.

Prva faza, to je **faza strateške analize in iskanja primernih ciljnih podjetij**, vključuje analizo trga, iskanje primernih ciljnih podjetij za prevzem, pripravo liste podjetij primernih za prevzem, sistematični proces pregleda trga in konkurence ter identifikacijo sinergij pri integraciji. Tako izveden nakupni/prevzemni proces omogoča potencialnemu investitorju, da namesto čakanja na priložnosti proaktivno določi in izbere ciljna podjetja. S proaktivnim pristopom potencialni investitor vzpostavi tudi zavedanje, da se morajo vsi oddelki podjetja vključiti v postopek iskanja potencialnih ciljnih podjetij. Na podlagi izkušenj in poznavanja trga lahko, na primer trženjski oddelek ter oddelek za raziskavo trga, pomembno prispevata k iskanju pravih ciljnih podjetij.

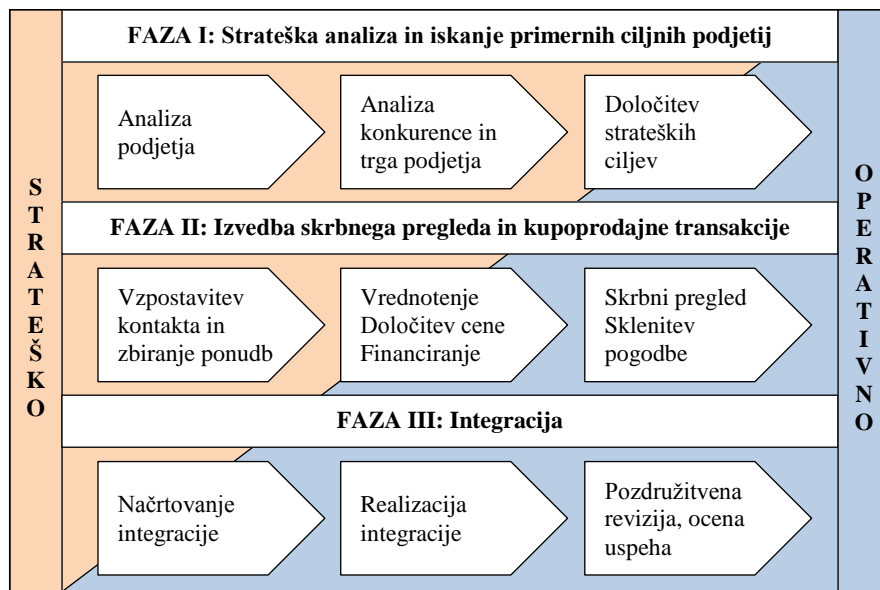
V drugi fazi, ki vključuje **skrbni pregled ter izvedbo kupoprodajne transakcije**, potencialni investitor vzpostavi interdisciplinarno projektno skupino, ki podrobno analizira poslovanje ciljnega podjetja. Poleg skrbnega pregleda osnovnih področij poslovanja ciljnega podjetja kot so finance, davki, pravna razmerja, analiza ciljnega podjetja zajema tudi tržno analizo in analizo proizvodnih kapacitet.

Tretja faza, to je **faza integracije**, ki nastopi po podpisu kupoprodajne pogodbe, vključuje (Jansen, 2016, str. 361) planiranje poteka integracije, izvedbo same integracije ter na koncu tudi oceno uspešnosti integracije. Integracija poteka na organizacijskem, strateškem, administrativnem, operativnem in kulturnem nivoju. Povezati je potrebno tudi vse zunanje partnerje združenih podjetij (stranke, dobavitelje, svetovalce ter ostale deležnike).

V konceptu, ki ga je uvedel Jansen (2000, v Brokemper & Herrmann, 2010, str. 19), igrajo pomembno vlogo dejavniki, ki vplivajo na uspešnost integracije. Na tovrstne dejavnike je potrebno biti pozoren v vseh fazah prevzemnega procesa.

Skrbni pregled zagotavlja pomemben vpogled v poslovanje ciljnega podjetja in pomeni prihranek pri času in naporu v fazi integracije.

Slika 2: Faze prevzemnega procesa



Vir: S. A. Jansen, *Mergers & Acquisitions*, 2016, str. 293.

Proces prevzema podjetja običajno poteka v naslednjih fazah (povzeto po različnih avtorjih):

1. analiza trga,
2. iskanje primernih ciljnih podjetij,
3. izbira ciljnega podjetja oziroma podjetij,
4. proučitev razpoložljivih informacij o ciljnem podjetju, kot so na primer javno objavljeni podatki, podatki iz kratke ponudbe ter podatki iz informacijskega memoranduma,
5. pogajanja z obstoječimi lastniki glede možnosti prevzema,
6. dogovor s ciljnim podjetjem ter njegovimi lastniki o izvedbi skrbnega pregleda,
7. kontaktiranje in izbor izvajalca, ki bo opravil kupčev skrbni pregled,
8. podpis sporazuma o varovanju zaupnih informacij ciljnega podjetja,
9. dogovor o načinu priprave podatkov/podatkovne sobe,
10. izvedba kupčevega skrbnega pregleda,
11. ocena vrednosti ciljnega podjetja,
12. kontaktiranje financerjev, ki bodo pomagali financirati kupoprodajno transakcijo,
13. oddaja ponudbe,
14. pogajanja z obstoječimi lastniki,
15. pridobitev potrebnih soglasij za prevzem ciljnega podjetja,
16. sklenitev kupoprodajne pogodbe,
17. izdelava zaključnih računov,
18. prevzem podjetja,
19. integracija.

Podjetja se odločajo za nakupe podjetij iz različnih razlogov. Motive za nakup oziroma prevzemne aktivnosti je mogoče združiti v tri skupine (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regner, 2015, str. 210–213):

1. strateški motivi,
2. finančni motivi,
3. poslovodni motivi.

Strateški motivi se nanašajo na razvoj in izboljšanje poslovanja potencialnega investitorja. Pri tem potencialni investitor zasleduje naslednje cilje:

- geografsko širjenje poslovanja podjetja (nove lokacije, trgi, globalizacija),
- sprememba konkurenčnega položaja na trgu (konsolidacija, prevzem konkurentov, ekonomija obsega),
- izboljšanje poslovnih zmogljivosti (dostop do boljše tehnologije, spodbujanje inovacij).

Finančni motivi so usmerjeni na doseganje čim boljšega donosa za lastnike podjetja oziroma izboljšanje obstoječega finančnega položaja podjetja. Aktivnosti vključujejo investiranje presežnih denarnih sredstev ter doseganje finančnih koristi na račun ugodnih priložnosti na trgu.

V tretjo skupino avtor uvršča **poslovodne motive**. Gre za osebne cilje, ki jih zasleduje uprava potencialnega investitorja. Ti so povezani s finančnimi nagradami ter povečanjem osebnega ugleda uprave ob uspešnih prevzemih. Uprava se odloči za prevzemne aktivnosti tudi na osnovi opazovanja investicijske dejavnosti konkurentov. Če so ti zelo aktivni, se podobno odzove tudi uprava potencialnega investitorja. Prav tako na upravo pritiskajo mediji, različni svetovalci, itd. Zasledovanje interesov uprave podjetja potencialnega investitorja ne pomeni nujno tudi zasledovanje interesa lastnikov.

1.3 Udeleženci v kupoprodajnem procesu podjetij

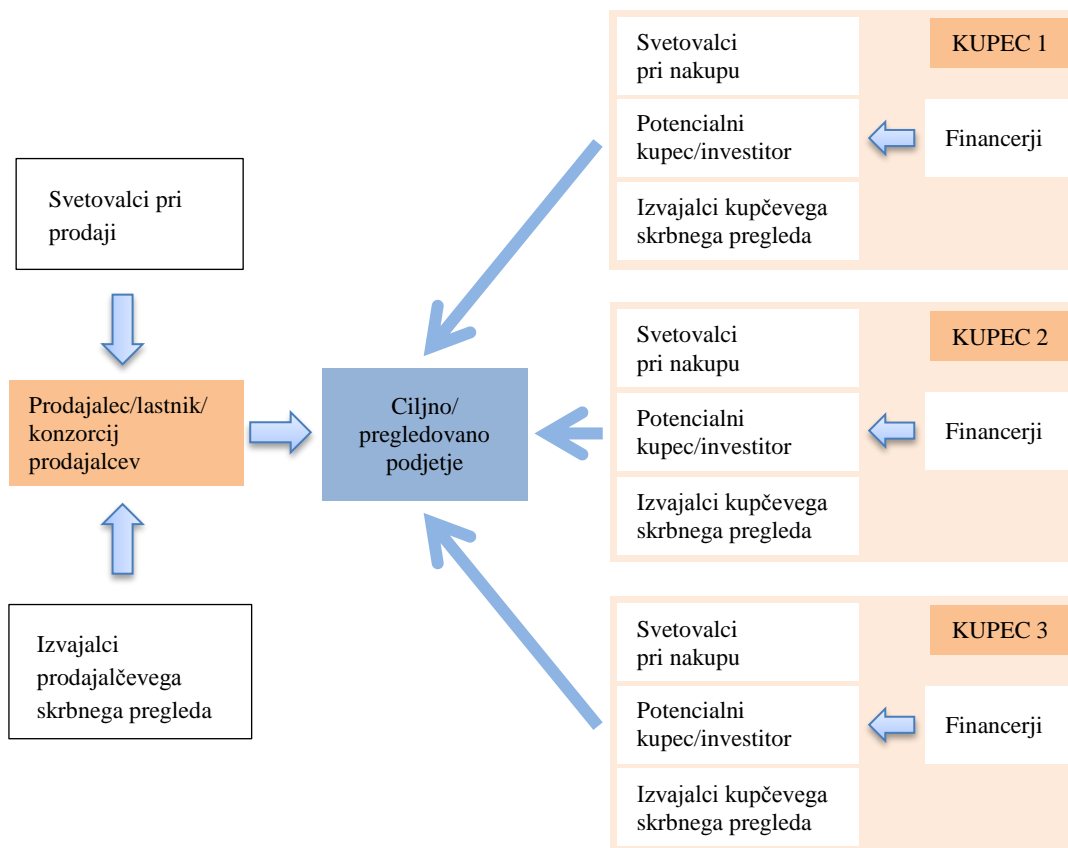
V kupoprodajnem procesu podjetja sodeluje več udeležencev, ki so koristniki informacij iz skrbnega pregleda. Ti udeleženci so:

1. na strani prodajalca:
 - a) naročnik skrbnega pregleda – običajno gre za lastnika/lastnike podjetja, ki se prodaja,
 - b) svetovalac/svetovalci pri prodaji ciljnega podjetja,
 - c) izvajalec/izvajalci skrbnega pregleda,
 - d) ciljno/pregledovano podjetje.

2. na strani posameznega potencialnega kupca:
 - a) naročnik skrbnega pregleda – običajno je to potencialni kupec ciljnega podjetja,
 - b) svetovalec/svetovalci pri nakupu podjetja,
 - c) izvajalec/izvajalci skrbnega pregleda,
 - d) financer/financerji kupoprodajne transakcije.

Omenjeni udeleženci so prikazani na Sliki 3.

Slika 3: Udeleženci v kupoprodajnem procesu



V nadaljevanju sledi podroben opis vsakega izmed udeležencev v kupoprodajnem procesu.

1.3.1 Udeleženci na strani prodajalca

Naročnik. Navadno v vlogi naročnika in iniciatorja skrbnega pregleda nastopa lastnik podjetja, ki se prodaja. Včasih se kot naročnik (in plačnik) skrbnega pregleda pojavi tudi kar samo ciljno podjetje.

Kadar je lastnikov, ki so zainteresirani za prodajo ciljnega podjetja več, se ti pogosto povežejo v konzorcij, ki ga zastopa eden izmed lastnikov. Poleg skrbnega pregleda lastnik podjetja sproži tudi ostale postopke, vezane na prodajo. Motivi, ki vodijo lastnika k

prodaji, so različni. Zadnja leta je v Sloveniji prodaja predvsem posledica slabšega finančnega položaja, v katerem se je znašel lastnik oziroma ciljno podjetje.

Svetovalci pri prodaji. Ko se lastnik odloči za prodajo svoje naložbe, pogosto angažira finančne svetovalce pri prodaji. Ti pomagajo voditi celotni prodajni proces (od iskanja potencialnih kupcev do sklenitve kupoprodajne pogodbe). Lastniki angažirajo finančne svetovalce, predvsem ko gre za prodajo večjih podjetij. Poleg finančnih svetovalcev lahko prodajalec angažira tudi pravne svetovalce. Svetovalci pri prodaji vstopajo v pogodbeno razmerje s prodajalcem t.j. lastnikom/lastniki podjetja.

Izvajalci skrbnega pregleda. Poleg svetovalcev pri prodaji lastnik ciljnega podjetja angažira tudi izvajalce, ki opravijo prodajalčev skrbni pregled. Izvajalec skrbnega pregleda je lahko en sam za več področij poslovanja ciljnega podjetja, ali pa lastnik za vsako področje skrbnega pregleda najame specialista. Izvajalec skrbnega pregleda je običajno v pogodbenem razmerju z lastnikom ciljnega podjetja, lahko pa izvajalec vstopi v pogodbeno razmerje kar s samim ciljnim podjetjem (na podlagi pobude s strani lastnika).

Ciljno podjetje. Glavna akterja v kupoprodajnem procesu sta tako prodajalec kot tudi ciljno podjetje. Uspeh kupoprodajne transakcije in izvedbe skrbnega pregleda je v veliki meri odvisen prav od (ne)sodelovanja ciljnega podjetja oziroma njegove uprave. Ciljno podjetje je odgovorno za kvaliteto posredovanih informacij, dokumentov in predstavitev. V primeru, da uprava ciljnega podjetja ni zainteresirana za prodajo, lahko to močno ovira tako kupoprodajni proces kot tudi izvedbo skrbnega pregleda.

Ciljno podjetje je pri izvedbi skrbnega pregleda izpostavljeno nevarnosti odliva zaupnih informacij iz podjetja, zato običajno od izvajalcev skrbnega pregleda in potencialnih kupcev zahteva podpis t.i. Sporazuma o varovanju zaupnih informacij podjetja. Ciljno podjetje je še posebej previdno, ko gre za razkrivanje zaupnih informacij konkurentom. Količino zaupnih informacij, ki jih uprava ciljnega podjetja posreduje potencialnim kupcem je možno nadzorovati. V začetni fazi pogajanj uprava ciljnega podjetja razkrije manj zaupnih informacij, z vsakim nadaljnjim krogom pogajanj (ko potencialni kupci že oddajo zavezujoče ponudbe) pa več.

V postopku prodajalčevega skrbnega pregleda je običajno, da se upravo ciljnega podjetja zaprosi za pregled in potrditev poročila o skrbnem pregledu. Namen take potrditve je, da uprava ciljnega podjetja pregleda poročilo in potrdi tako navedbe v poročilu kot tudi dejstvo, da v poročilu ni bilo izpuščeno kaj takega, kar bi lahko pomembno vplivalo na sliko o poslovanju ciljnega podjetja.

1.3.2 Udeleženci na strani kupca

Kot je razvidno iz Slike 3, pri kupoprodajni transakciji običajno nastopa več kot en sam kupec. V nadaljevanju so navedeni udeleženci, ki se pojavljajo na kupčevi strani (velja za vsakega potencialnega kupca).

Potencialni kupec/naročnik skrbnega pregleda. Običajno je potencialni kupec tudi naročnik skrbnega pregleda. Manj pogosto se v vlogi naročnika pojavijo svetovalci kupca. Manj pogosta je tudi situacija, ko skrbni pregled (ali pa pregled določenih področij poslovanja ciljnega podjetja) opravi kar potencialni kupec sam.

Kadar je potencialnih kupcev več, so ti organizirani v ločene projektne skupine, med katerimi ni pretoka informacij. Podjetje prodajalec poskrbi, da so vsi potencialni kupci načeloma obravnavani enako in da imajo na voljo enake informacije.

Izvajalci skrbnega pregleda. Navadno potencialni kupci nimajo dovolj znanja, da bi sami izvedli skrbni pregled, zato najamejo za to usposobljenega izvajalca/izvajalce.

Ker je število usposobljenih izvajalcev na določenem trgu omejeno, se lahko pojavi tudi situacija, ko svetovalno podjetje izvaja skrbni pregled:

- za več kupcev hkrati,
- za prodajalca in kupca.

V takih primerih gre za potencialni konflikt interesov in tako morajo izvajalci vzpostaviti varovala, ki preprečujejo nastanek konflikta interesov. Običajno svetovalno podjetje pridobi soglasje vseh vpletenih strani ter vzpostavi informacijske bariere med različnimi projektnimi skupinami (člani ene projektne skupine ne smejo biti člani druge skupine, hramba elektronske in papirne projektne dokumentacije je med projektnimi skupinami strogo ločena, komuniciranje med projektnimi skupinami je prepovedano). Ker so večja svetovalna podjetja del mednarodne mreže, lahko izvajalec v takih primerih angažira sodelavce iz tujine in s tem še lažje zagotovi ločenost projektnih skupin.

Svetovalci pri nakupu. Potencialni kupci običajno nimajo zaposlenih dovolj strokovnjakov, da bi jim pomagali pri izvedbi kupoprodajne transakcije (določitev ustrezne cene, priprava pogodbe), zato angažirajo svetovalce pri nakupu. Svetovalci pri nakupu lahko podjetju pomagajo tudi pri iskanju potencialnih tarč za prevzem.

Financerji. Pri prevzemu oziroma združitvi se pogosto zgodi, da potencialni kupec nima dovolj lastnih sredstev za financiranje prevzema. Zaradi tega se v kupoprodajni proces vključijo financerji. Da bi si zagotovili varnost vloženih sredstev ter se prepričali o

smiselnosti kupoprodajne transakcije, financerji zaprosijo za vpogled v poročilo o izvedenem skrbnem pregledu.

1.4 Pomen skrbnega pregleda

Temeljito izveden ter diverzificiran skrbni pregled pomembno vpliva na uspešnost kupoprodajne transakcije. Poda namreč ključne informacije o ciljnem podjetju. Poleg tega identificira pomembnejša tveganja/zadeve, ki bi lahko vplivale na njegovo prihodnje poslovanje in na prodajno ceno (ter posledično na kupoprodajno pogodbo). Skrbni pregled mora biti opravljen dovolj zgodaj (Herd & Perry, 2004, str. 12), da se potencialni investitor pred pomembnejšimi tveganji, v zvezi s ciljnim podjetjem, dovolj dobro zavaruje.

Drobne (2014, str. 28) navaja, da skrbni pregled:

1. nudi podporo pri načrtovanju in sprejemanju odločitev, vezanih na kupoprodajno transakcijo,
2. identificira tveganja,
3. daje podporo pri načrtovanju obvladovanja teh tveganj.

Poleg navedenega skrbni pregled zmanjšuje:

1. informacijsko asimetrijo med prodajalcem in kupcem,
2. negativna presenečenja v po-prevzemni dobi in v fazi integracije.

Izveden skrbni pregled predstavlja tudi podlago za oceno vrednosti ciljnega podjetja ter ugotavljanje možnih sinergij in uspešnosti integracije.

1.4.1 Pomen prodajalčevega skrbnega pregleda

Prodajalčev skrbni pregled daje informacije tako prodajalcem kot tudi potencialnim kupcem. Prodajalcem daje informacijo o stanju v ciljnem podjetju in tveganjih kot jih vidijo izvajalci skrbnega pregleda, potencialnim kupcem pa poda informacijo o poslovanju ciljnega podjetja, na podlagi katere lahko sprejmejo odločitev o oddaji ponudbe. Več o prodajalčevem skrbnem pregledu v poglavju 2.3.1.

1.4.2 Pomen kupčevega skrbnega pregleda

Namen kupčevega skrbnega pregleda je, da potencialnemu investitorju poda čim več potrebnih informacij o ciljnem podjetju, ki služijo kot osnova za pripravo prevzemne ponudbe. Potencialni investitor na podlagi poročila o skrbnem pregledu dobi celovito sliko o poslovanju ciljnega podjetja. Skrbni pregled proučuje prednosti, slabosti, priložnosti in

nevarnosti v poslovanju ciljnega podjetja. Ugotavlja tudi vse nepravilnosti, ki so zajete v predstavitev podjetja ter nerazkrite dejanske in potencialne obveznosti. Več o kupčevem skrbnem pregledu v poglavju 2.3.2.

1.5 Informacije, ki jih daje skrbni pregled

Skrbni pregled daje udeležencem v kupoprodajnem procesu zelo obsežen nabor informacij. Vsebina informacij je odvisna od dogovorjenega obsega skrbnega pregleda ter od vrste izvedenega skrbnega pregleda. Skrbni pregled se običajno nanaša na poslovanje ciljnega podjetja v zadnjih treh letih. Če je možno, ciljno podjetje posreduje tudi podatke o poslovanju v tekočem (še ne zaključenem) poslovnem letu. Občasno skrbni pregled vključuje tudi pregled projekcij poslovanja ciljnega podjetja.

Kot je razvidno iz Slike 1, skrbni pregled poslovanja ponuja informacije, vezane na tri temeljna področja:

1. izvedba kupoprodajne transakcije (cena, kupoprodajna pogodba),
2. ugotavljanje sinergij ter izvedba integracije,
3. poslovanje ciljnega podjetja v prihodnje.

Skrbni pregled mora biti temeljit in zajemati čim več področij poslovanja ciljnega podjetja. S tem bo verjetnost, da bo prevzem/prodaja podjetja uspešna, večja.

1.6 Koristniki informacij skrbnega pregleda

Skrbni pregled je v osnovi namenjen naročniku skrbnega pregleda – t.j. potencialnemu kupcu/prodajalcu. Ta določa tudi obseg skrbnega pregleda. Krog koristnikov informacij iz poročila o skrbnem pregledu ne zajema le naročnika skrbnega pregleda, temveč tudi ostale udeležence v kupoprodajnem procesu (glej poglavje 1.3). Naročniku je izvajalec skrbnega pregleda odškodninsko odgovoren, medtem ko ostalim udeležencem v večini primerov ni. Tem poročilo izda na podlagi podpisa izjave o neprevzemanju odgovornosti do tretjih oseb (angl. *hold harmless letter*).

Med ostale udeležence sodijo:

1. **svetovalci naročnika** – ti uporabijo podatke iz poročila pri svojem delu. V prej omenjeni izjavi jih izvajalec opozori, da se na podatke iz poročila o skrbnem pregledu zanašajo na lastno odgovornost.
2. **potencialni kupci, v primeru prodajalčevega skrbnega pregleda** – poročilo o prodajalčevem skrbnem pregledu je namenjeno potencialnim kupcem. Iz poročila potencialni kupci razberejo informacije, ki jih potrebujejo za svojo odločitev o oddaji

ponudbe za nakup podjetja ter o ponujeni ceni. Potencialni kupci (ter tudi njihovi svetovalci) v prvi fazi prejmejo poročilo na podlagi podpisa izjave o neprevzemanju odgovornosti. Izvajalec prevzame odgovornost le do končnega kupca na podlagi tako imenovane izjave o prevzemu odgovornosti do določenih tretjih oseb (angl. *reliance letter*).

3. **financerji** – pogosto se zgodi, da želijo poročilo o skrbnem pregledu pridobiti tudi potencialni financerji prevzemnega posla. Tem lahko izvajalec poročilo posreduje bodisi s prevzemom odgovornosti ali brez. V primeru prevzema odgovornosti, običajno izvajalci omejujejo odgovornost do vseh udeležencev v kupoprodajnem procesu na dogovorjeni večkratnik cene storitve.
4. **ciljno podjetje** – ciljno podjetje se kot prejemnik informacij pojavlja v dveh primerih:
 - a) ko ciljno podjetje v imenu lastnika vodi proces prodaje in je tudi prejemnik prodajalčevega skrbnega pregleda,
 - b) ko mora uprava ciljnega podjetja potrditi vsebino prodajalčevega skrbnega pregleda.

1.7 Tveganja, ki jih skrbni pregled zmanjšuje

V kupoprodajnem procesu je pomembno učinkovito obvladovanje dejavnikov, ki lahko predstavljajo tveganje za izvedbo kupoprodajne transakcije oziroma negativno vplivajo na vložena sredstva investitorja ter na rast podjetja. Pri identificiranju teh dejavnikov in doseganju zastavljenih ciljev, igra pomembno vlogo skrbni pregled. Ta predstavlja organizirano podporo obvladovanju tveganj, ki se lahko, ob in po prevzemu, pojavijo zaradi vzpostavljanja na novo organiziranega procesa poslovanja ter delovanja prevzetega podjetja.

Skrbni pregled ugotavlja in zmanjšuje tveganja, povezana s ciljnim podjetjem, ki se nanašajo na:

1. doseganje pričakovanega donosa,
2. doseganje drugih ciljev,
3. organizacijsko kulturo,
4. dolgoročne in potencialne obveznosti,
5. identificiranje konfliktov interesov med upravo in zaposlenimi,
6. odvisnost od ključnih oseb,
7. določitev previsoke kupnine.

Z vidika prevzema je pomembno tudi, da se zadeve (tveganja), ki lahko vplivajo na izvedbo kupoprodajne transakcije (angl. *deal breakers*) ugotovijo dovolj zgodaj. To omogoča, da potencialni investitor, v kolikor ugotovi, da so tveganja previsoka oziroma pričakovani donos prenizek, v začetni fazi kupoprodajne transakcije odstopi od

nameravanega prevzema. Tako potencialni investitorji že v začetnih fazah izvedbe skrbnega pregleda (pred izdajo poročila o izvedenem skrbnem pregledu) zahtevajo poročilo o ključnih tveganjih poslovanja ciljnega podjetja (angl. *red flag report*). Tako poročilo omogoča, da se potencialni investitorji prepričajo o smiselnosti nameravane kupoprodajne transakcije in preprečijo nastajanje nepotrebnih stroškov.

V primeru, da se s skrbnim pregledom ugotovi, da obstajajo zadeve (tveganja), ki bi lahko pomembno vplivale na kupoprodajno transakcijo, take ugotovitve ne pomenijo nujno, da bo potencialni investitor odstopil od kupoprodajne transakcije. S tem, ko so tveganja prepoznana, lahko potencialni investitor poišče način kako se pred njimi ustrezno zavaruje (v kupoprodajni pogodbi ali preko vpliva na doseženo ceno).

1.8 Vpliv izvedbe skrbnega pregleda na uspešnost kupoprodajnega procesa

Skrbni pregled je eden izmed dejavnikov, ki pomembno vplivajo na uspešnost kupoprodajnega procesa. Na podlagi proučene literature s tega področja lahko trdim, da je za uspešnost kupoprodajnega procesa pomembno:

1. da je skrbni pregled izveden temeljito,
2. da pokriva čim več področij poslovanja ciljnega podjetja (skrbni pregled naj ne bi pokrival le tradicionalnih področij kot so finance, davki in pravne zadeve),
3. da se skrbni pregled izvaja v različnih fazah prevzemnega procesa (več o tem v poglavju 2.4).

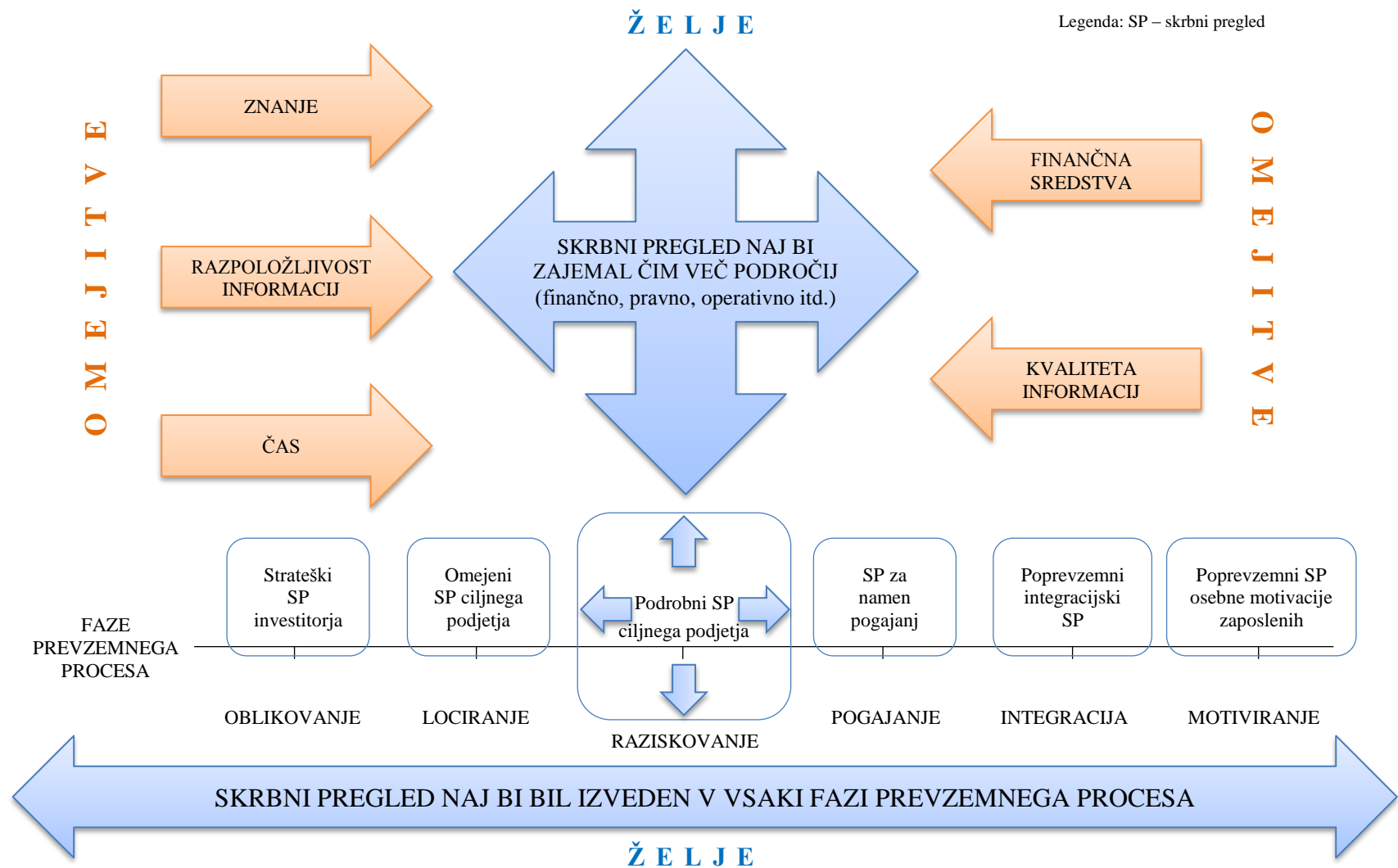
Vsak potencialni investitor si želi, da bi v čim večji meri zasledoval zgoraj navedene usmeritve, vendar ga pri tem ovirajo naslednji dejavniki:

1. razpoložljiv čas,
2. razpoložljiva denarna sredstva,
3. razpoložljivost drugih virov (strokovnjaki, poznavanje lokalnega okolja),
4. omejen nabor informacij, ki jih je ciljno podjetje pripravljeno razkriti,
5. kvaliteta in razpoložljivost informacij v ciljnem podjetju (ciljno podjetje na primer določenih informacij sploh ne zbira).

Omejitev predstavlja tudi že omenjeno dejstvo, da skrbni pregled sicer temelji na trenutnih in historičnih podatkih, vendar je usmerjen v prihodnost, ki pa je ni mogoče zagotovo napovedati.

Omenjene dileme so prikazane v Sliki 4.

Slika 4: Dejavniki, ki vplivajo na uspešno izveden skrbni pregled



2 VRSTE SKRBNIH PREGLEDOV POSLOVANJA PODJETIJ

Že prejšnje poglavje je nakazalo, da je za uspešen prevzem potreben bolj diverzificiran pristop k proučevanju ciljnega podjetja, ki ni omejen zgolj na glavne pravne in finančne zadeve poslovanja ciljnega podjetja (Drobne, 2014, str. iv). Skrbni pregled mora zajemati tista ključna področja poslovanja ciljnega podjetja, ki v primeru, da ostanejo neraziskana, povečujejo tveganje, povezano s kupoprodajno transakcijo.

Na vrsto in obseg skrbnega pregleda vplivajo različni dejavniki, ki so navedeni v nadaljevanju. K dejavnikom, ki jih navajata avtorja Reed Lajoux in Elson (Reed Lajoux & Elson, 2010, str. 8–9) sem dodala še druge dejavnike, ki sem jih identificirala v okviru izdelave magistrskega dela. Pri odločitvi o vrsti in obsegu skrbnega pregleda igra pomembno vlogo tudi razmerje med stroški skrbnega pregleda ter pričakovanimi koristmi.

Dejavniki, ki vplivajo na vrsto in obseg skrbnega pregleda so:

1. velikost ciljnega podjetja,
2. struktura ciljnega podjetja,
3. značilnost trga, na katerem posluje ciljno podjetje (lokalni/mednarodni/globalni trg),
4. reguliranost panoge ciljnega podjetja,
5. statusno pravna oblika ciljnega podjetja,
6. interes lastnikov/ potencialnih investitorjev,
7. značilnosti lastnikov/potencialnih investitorjev,
8. oblike nameravane kupoprodajne transakcije (prodaja sredstev ali prodaja deleža v podjetju),
9. razpoložljiv čas, ki ga imajo na voljo za izvedbo kupoprodajne transakcije lastniki, potencialni investitorji ali ciljno podjetje,
10. razpoložljivost sredstev (znesek se pripiše k vrednosti kupoprodajne transakcije),
11. kakovost računovodskih podatkov,
12. nagnjenost potencialnega investitorja k tveganjem,
13. stopnja nameravane integriranosti podjetij po prevzemu (minimalna, delna ali popolna). Večja kot je nameravana stopnja integriranosti, bolj obsežno in bolj podrobno mora biti skrbni pregled izveden. V tem primeru naj bi skrbni pregled pokrival tudi ostale dejavnike kot so kadri, kultura podjetja, upravljanje.

Skrbni pregled bi moral pokrivati vsaj naslednja področja (Reed Lajoux & Elson, 2010, str. 7–8):

1. pregled računovodskih izkazov (potrditev obstoja premoženja, obveznosti in kapitala v bilanci stanja, določitev finančnega položaja podjetja na podlagi izkaza poslovnega izida in izkaza denarnih tokov).

2. pregled vodenja in upravljanja (potrditev kakovosti in zanesljivosti računovodskih poročil, ocena notranjih kontrol in določitev smiselnosti nepredvidenih izdatkov).
3. pravni pregled (pregled potencialno pravno spornih zadev, ki so posledica preteklih dogodkov v ciljnem podjetju).
4. pregled dokumentov in transakcij (dokumentacija v podjetju mora biti ustrezno urejena in strukturirana).

Način in globina izvedbe skrbnega pregleda sta odvisna tudi od privolitve ciljnega podjetja k izvedbi skrbnega pregleda. Ciljno podjetje v uvodni fazi prevzema zelo verjetno ni pripravljeno razkriti vseh podrobnosti, ki bi zanimale potencialnega investitorja. Z vsako naslednjo fazo v kupoprodajnem procesu ciljno podjetje razkriva več zaupnih informacij.

Različni avtorji so si enotni, da je za uspešen prevzem ključna dobra priprava ter dobro izveden skrbni pregled, ki naj bi pokrival čim več različnih področij. Naročnikovo željo po čim bolj poglobljenem skrbnem pregledu omejujejo:

- razpoložljiv čas,
- razpoložljiva sredstva,
- pripravljenost ciljnega podjetja k razkritju določenih informacij.

Na podlagi pregleda literature sem pripravila prikaz različnih vrst skrbnih pregledov (Tabela 1).

Tabela 1: Zbirni prikaz vrst skrbnih pregledov

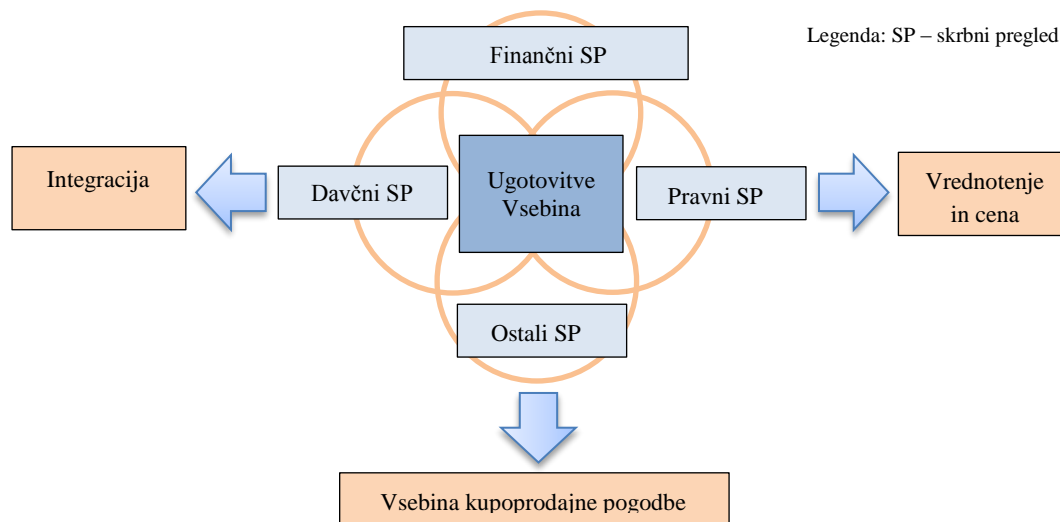
Kriterij delitve	Področje pregleda	Obseg	Iniciator kupoprodajne transakcije	Faza prevzemnega procesa
Vrsta skrbnega pregleda	Finančni	Omejeni	Prodajalčev	Strateški pregled investitorja
	Davčni	Podrobni	Kupčev	Omejeni pregled ciljnega podjetja
	Pravni			Podrobni pregled ciljnega podjetja
	Ostale vrste			Pregled ciljnega podjetja za namene pogajanj
				Poprevzemni integracijski pregled
				Poprevzemni pregled osebne motivacije zaposlenih

2.1 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na področje poslovanja ciljnega podjetja

Skrbni pregled naj bi razreševal tako pravna, finančna, davčna, organizacijska kot tudi strateška vprašanja ciljnega podjetja. Tako se naročnik in izvajalec dogovorita za izvedbo skrbnega pregleda različnih področij poslovanja ciljnega podjetja (Drobne, 2014, str. 18). Izbira področij skrbnega pregleda je odvisna od dejavnikov, ki so navedeni v uvodu drugega poglavja.

Posamezna področja skrbnega pregleda se med seboj vsebinsko prekrivajo (na primer neka pravna pogodba ima učinke, ki jih je potrebno upoštevati tudi pri oceni finančnega položaja podjetja). Da bi potencialni investitor pridobil celovito sliko o poslovanju ciljnega podjetja in ugotovil vpliv posamezne zadeve tako na postopek ocene vrednosti podjetja ter določitev same cene, vsebino kupoprodajne pogodbe, poslovanje podjetja v prihodnje ter morebitno integracijo, se morajo ugotovitve po posameznih področjih med seboj povezovati. Da je to možno, morajo izvajalci, ki izvajajo skrbni pregled posameznega področja poslovanja, med seboj sodelovati. Stopnja sodelovanja je omejena, kadar izvajalci prihajajo iz različnih podjetij.

Slika 5: Prepletanje vsebine obravnavanih področij ter ugotovitev po posameznih področjih poslovanja ciljnega podjetja



Najbolj pogosta področja poslovanja ciljnega podjetja, ki jih obravnava skrbni pregled so predstavljena v naslednjih poglavjih.

2.1.1 Finančni skrbni pregled

Posebej pomemben del skrbnega pregleda je pregled finančnega poslovanja ciljnega podjetja. Finančni skrbni pregled prikazuje izmerljive vrednosti ter posredno pokaže tudi stopnjo urejenosti ostalih področij poslovanja ciljnega podjetja. Je pokazatelj pričakovanega donosa, ki se predpostavlja po prevzemu in pokazatelj vrednosti podjetja, ki ga investitor kupuje (Drobne, 2014, str. 3). Zajema preteklo finančno poslovanje, upravljanje ciljnega podjetja in analizo računovodskih izkazov (Drobne, 2014, str. 18).

V okviru finančnega skrbnega pregleda se razišče finančni položaj ter finančno stabilnost in donosnost ciljnega podjetja. Prouči in pojasni se trende poslovanja ciljnega podjetja (običajno za zadnja tri leta), morebitna odstopanja v gibanju posameznih bilančnih postavk ter vpliv določenih bilančnih postavk na kupoprodajno pogodbo. Izračuna se različne finančne kazalce, v nekaterih primerih se prouči tudi projekcije poslovanja.

Prav tako se identificira finančna tveganja, ki lahko vplivajo na dolgoročno vrednost ciljnega podjetja. Poznati je potrebno prihodnje stroškovne učinke pogodb ter tudi drugih dolgoročnih zadev, povezanih s poslovanjem ciljnega podjetja. Ugotoviti se mora, v katera sredstva bo potrebno vlagati, da bo podjetje lahko še naprej poslovalo.

Medtem ko ocena vrednosti podjetja navadno ni del skrbnega pregleda, pa izveden skrbni pregled daje dobro osnovo za izdelavo ocene vrednosti podjetja.

Za dobro izveden finančni skrbni pregled je potrebno poznati tudi izvor in kakovost finančnih podatkov. Če je možno, se finančni skrbni pregled izvede na revidiranih podatkih, ki so jim dodani podatki za zadnji dopolnjeni kvartal v tekočem poslovnem letu.

V poglavju 3.2.1 so predstavljena ključna vprašanja, ki so predmet finančnega skrbnega pregleda.

Zavedati se je potrebno, da samo finančni podatki ne odražajo popolnoma realne slike poslovanja ciljnega podjetja ter da so za celovito sliko potrebni še drugi podatki.

2.1.2 Davčni skrbni pregled

Davčni skrbni pregled zajema pregled davčne politike ciljnega podjetja in pregled davčnega okolja države (Holmes et al., 2005, str. 227), v kateri ciljno podjetje posluje. Zajema tudi pregled davčnih zadev in njihovega vpliva na prihodnje poslovanje ciljnega podjetja. V primeru, da lastniška struktura ciljnega podjetja oziroma skupine vključuje tudi podjetja v tujini, zahteva tovrstni skrbni pregled sodelovanje davčnih strokovnjakov, ki poznajo davčno zakonodajo v tujini. Običajno se v takem primeru v izvedbo skrbnega pregleda vključijo davčni strokovnjaki iz držav, kjer ciljno podjetje posluje.

V okviru davčnega skrbnega pregleda se presoja vpliv davčne zakonodaje na izplačilo dividend, prouči davčno strukturo ciljnega podjetja, poštenost ciljnega podjetja pri plačevanju in prikazovanju davkov (Koletnik, 2010, str. 457). Davčni skrbni pregled vedno izvajajo specialisti za davčno področje.

V poglavju 3.2.2 so podrobno predstavljene ključne teme, ki jih zajema davčni skrbni pregled.

2.1.3 Pravni skrbni pregled

Pravni skrbni pregled proučuje vpliv pravnih zadev na poslovanje ciljnega podjetja v prihodnosti. Gre za pregled obstoječih pogodbenih razmerij, vezanih na različna področja poslovanja ciljnega podjetja (zaposleni, nepremičnine, posojila, garancije, dolgoročne pogodbe s kupci), oceno vpliva teh razmerij, pregled statutarnih zadev in sporov, v katerih je ciljno podjetje udeleženo ter pregled morebitnih obveznosti, ki iz tega izhajajo. Tovrstni skrbni pregled vedno izvajajo pravniki.

V poglavju 3.2.3 so predstavljene ključne teme, ki jih zajema pravni skrbni pregled.

2.1.4 Ostala področja skrbnih pregledov

V poglavjih 2.1.1, 2.1.2 in 2.1.3 so opisana tri področja poslovanja ciljnega podjetja, ki so najbolj pogosto predmet skrbnega pregleda. Poleg teh področij so občasno predmet skrbnega pregleda tudi področja poslovanja, ki so navedena v nadaljevanju. Več kot je različnih področjih, ki jih skrbni pregled zajema, bolj celovito sliko o poslovanju ciljnega podjetja potencialni investitor dobi. Bolj kot je slika celovita, večja je možnost uspešnega prevzema.

2.1.4.1 Operativni skrbni pregled

Operativni skrbni pregled zahteva poznavanje panoge, v kateri ciljno podjetje posluje, zato je za izvajalce skrbnega pregleda potrebno angažirati panožne strokovnjake. Pogosto ga izvajajo kar strokovnjaki s strani potencialnega investitorja oziroma lastnika podjetja. Rezultati skrbnega pregleda podajajo sliko o donosu, ki ga je mogoče realizirati. Operativni skrbni pregled namreč proučuje možne sinergije podjetij, ki se združujejo in njihov vpliv na prihodnje poslovanje. Prav tako proučuje proizvodni proces oziroma v primeru storitvenega podjetja proces izvedbe storitev. Skrbni pregled tudi ugotavlja morebitna ozka grla v poslovnem/proizvodnem procesu, potrebne investicije, itd.

2.1.4.2 Skrbni pregled informacijske tehnologije

Tovrstni skrbni pregled proučuje zadeve, vezane na področje informacijske tehnologije (v nadaljevanju tudi IT). Informacijska tehnologija ima namreč ključno vlogo pri poslovnih procesih, zbiranju informacij o poslovanju ciljnega podjetja in pri finančnem poročanju. Proučuje stanje IT opreme, potrebne investicije v IT opremo in programe, kompatibilnost z IT sistemi potencialnega investitorja, sisteme varovanja podatkov ciljnega podjetja in podatkov strank ciljnega podjetja, veljavnost programskih licenc, itd.

Izvedba IT skrbnega pregleda je zlasti pomembna v podjetjih, kjer je dejavnost zelo podprta z informacijsko tehnologijo. Potencialni investitor mora vedeti ali je obstoječi IT sistem varen in učinkovit ter ali lahko podpira prihodnjo rast poslovanja ciljnega podjetja. Poznati mora stroške integracije na področju informacijske tehnologije ter možne sinergije (PwC – IT due diligence, 2016).

2.1.4.3 Skrbni pregled človeških virov

Predmet skrbnega pregleda so človeški viri v ciljnem podjetju. Osredotoča se na poslovodstvo ciljnega podjetja, ključne sodelavce in njihove talente ter tudi programe in infrastrukturo, ki pomaga ciljnemu podjetju, da privabi, zadrži in motivira svoje zaposlene (Rimmer & SanAndres, 2012, str. 2).

Skrbni pregled človeških virov proučuje naslednja štiri glavna področja (Rimmer & SanAndres, 2012, str. 2):

1. demografski podatki o zaposlenih ter pogoji zaposlovanja,
2. programi za stimuliranje zaposlenih (nadomestila, dodatki),
3. ocena talentov poslovodstva,
4. ključne zadeve vezane na prehod zaposlenih v novo podjetje.

K področjem, ki sta jih identificirala predhodno omenjena avtorja, bi dodala še naslednja, ki so prav tako pomembna z vidika tveganj, povezanih s človeškimi viri:

1. pregled pogodb s ključnimi osebami v ciljnem podjetju,
2. proučitev moči sindikatov,
3. pogoji za odpravnine,
4. kadrovska struktura (kadrovski presežki, kadrovski primanjkljaji, izobraženost kadrov).

Zadeve, ki jih obravnava skrbni pregled človeških virov se prepletajo z zadevami, ki jih obravnavata pravni in organizacijski skrbni pregled, zato je potrebno ugotovitve po predhodno omenjenih področjih med seboj povezati.

2.1.4.4 Organizacijski skrbni pregled

Organizacijski skrbni pregled proučuje način vodenja ciljnega podjetja, ravnanje posloводства, vedenje organizacije, organizacijsko kulturo, organizacijsko strukturo in ključne procese, z namenom ugotoviti katero vedenje v organizaciji bo doprineslo h kreiranju dodane vrednosti za lastnika in katero bo to vrednost zmanjševalo. S skrbnim pregledom se ugotavlja kakšna so organizacijska tveganja in priložnosti, kakšen je njihov vpliv ter verjetnost nastanka. Skrbni pregled podaja tudi priporočila na kakšen način je možno ustvariti dodano vrednost v poprevzemnem obdobju (Humanica – Organisational Due Diligence, 2016).

Organizacijski skrbni pregled se po vsebini prepleta s skrbnim pregledom človeških virov.

2.1.4.5 Okoljevarstveni skrbni pregled

Okoljevarstveni skrbni pregled pokriva vse bolj pomembno področje poslovanja podjetij. Proučuje obveznosti ciljnega podjetja, povezane z onesnaževanjem vode, zraka in zemlje, do katerih prihaja zaradi izvajanja poslovne dejavnosti. Preučuje tudi okoljska dovoljenja.

Potencialni investitor se odloči za izvedbo okoljevarstvenega skrbnega pregleda kadar ima poslovanje ciljnega podjetja močan vpliv na okolje oziroma je izpostavljeno določenim okoljskim kvotam.

2.2 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na obseg pregleda

Ko potencialni investitor razmišlja o določenem ciljnem podjetju in o možnem prevzemu, se lahko odloči za izvedbo omejenega ali podrobnega skrbnega pregleda.

2.2.1 Omejeni skrbni pregled

Za omejeni skrbni pregled (angl. *limited/high level due diligence*) se potencialni investitor odloči kadar želi preveriti ali je ciljno podjetje zanj zanimivo ter preliminarno identificirati pomembnejša tveganja povezana s prevzemom ciljnega podjetja.

Na ta način se z nižjimi stroški, v primerjavi s podrobnim skrbnim pregledom, preveri temeljne značilnosti poslovanja ciljnega podjetja ter poda potencialnemu investitorju ključne parametre, da se odloči ali želi nadaljevati s kupoprodajno transakcijo. Če je ciljno podjetje dovolj zanimivo in so ključni parametri ustrezni, se potencialni investitor odloči za izvedbo podrobnega skrbnega pregleda.

Omejeni skrbni pregled se običajno opravi pred podpisom pisma o nameri za nakup (angl. *letter of intent*). Po podpisu pisma o nameri pa se opravi še podrobni skrbni pregled ciljnega podjetja.

2.2.2 Podrobni skrbni pregled

V okviru podrobnega skrbnega pregleda (angl. *full scope due diligence*) se prouči celoten nabor zadev/vprašanj, ki se običajno obravnavajo v okviru pregleda posameznega področja poslovanja ciljnega podjetja. Potencialni investitor se za tovrstni skrbni pregled odloči, kadar je v večji meri zainteresirano za prevzem.

2.3 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na iniciatorja kupoprodajne transakcije

Iniciator kupoprodajne transakcije je lahko lastnik določenega podjetja ali potencialni kupec/investitor. Glede na to delimo skrbne preglede na dve osnovni vrsti:

1. prodajalčev skrbni pregled,
2. kupčev skrbni pregled.

2.3.1 Prodajalčev skrbni pregled

Iniciator skrbnega pregleda je v tem primeru lastnik podjetja. Običajno se tovrstni pregled izvede preden lastnik napove prodajo podjetja v javnosti, včasih tudi preden se prodajalec sploh odloči za prodajo. S prodajalčevim skrbnim pregledom lastnik podjetja pridobi, s strani zunanjega izvajalca, neodvisni pogled na poslovanje ciljnega podjetja. Takemu skrbnemu pregledu običajno sledi tudi ocena vrednosti ciljnega podjetja, šele potem se prodajalec odloči za eventualno prodajo.

V primerjavi s kupčevim skrbnim pregledom, je pri prodajalčevem skrbnem pregledu izvajalcu na voljo širši nabor informacij o ciljnem podjetju. Odvisno od namena prodajalčevega skrbnega pregleda, bodo informacije v poročilu prikazane z različnim nivojem podrobnosti. Prodajalčev skrbni pregled je namenjen tako lastniku kot tudi potencialnim kupcem. Običajno ga prodajalec predloži v podatkovno sobo.

Glede na to, da se s prodajalčevim skrbnim pregledom pridobi neodvisni pogled na poslovanje ciljnega podjetja in se lažje pogaja s potencialnimi kupci o ceni in drugih pogojih nakupa, se za prodajalčev skrbni pregled lahko odloči prodajalec tudi v primeru, ko sam ni iniciator kupoprodajne transakcije.

2.3.2 Kupčev skrbni pregled

Ko govorimo o skrbnem pregledu, običajno mislimo na kupčev skrbni pregled. Kot že ime samo pove, je iniciator tega skrbnega pregleda potencialni kupec z namenom pridobiti vpogled v poslovanje ciljnega podjetja ter ugotoviti potencialna tveganja/zadeve, ki lahko vplivajo na donosnost ciljnega podjetja oziroma združenih podjetij v prihodnje.

Tako izveden skrbni pregled je osnova za oceno vrednosti ciljnega podjetja, vsebino kupoprodajne pogodbe ter za identifikacijo glavnih zadev/tveganj, vezanih na integracijo.

Medtem ko se prodajalčev in kupčev skrbni pregled razlikujeta v tem, kdo je naročnik/iniciator skrbnega pregleda ter v količini informacij o ciljnem podjetju, ki so izvajalcu na voljo v posameznem primeru, ostajata vsebina oziroma nabor vprašanj po posameznih področjih poslovanja (na primer finance, davki, pravne zadeve) ciljnega podjetja enaka, ne glede na to kdo je iniciator skrbnega pregleda. Manjše razlike v obravnavanih vprašanih nastajajo glede na cilj, ki ga ima posamezna stran (prodajalec/kupec) v kupoprodajni transakciji, ter glede na informacije, ki so posamezni strani na voljo za izvedbo skrbnega pregleda.

2.4 Razvrstitev skrbnih pregledov glede na faze prevzemnega procesa

Da bi dosegli tako kratkoročni kot tudi dolgoročni uspeh prevzema oziroma združitve, je pomembno in potrebno, da se v različnih fazah prevzemnega procesa izvedejo različni skrbni pregledi. Tako izvedeni skrbni pregledi se razlikujejo po namenu, obsegu, globini, izvajalcih, informacijah, ki so potrebne za izvedbo ter ugotovitvah.

Proces združevanja oziroma prevzema podjetja avtorja Galpin in Herndon delita na šest korakov (Galpin & Herndon, v Galpin, 2010, str. 140):

1. oblikovanje – določanje strategije prevzema za podjetje, ki je potencialni investitor,
2. lociranje – določitev podjetij, ki ustrezajo strategiji potencialnega investitorja,
3. raziskovanje – izvedba podrobnega skrbnega pregleda potencialnih ciljnih podjetij,
4. pogajanje – sklenitev dogovora med podjetjem prodajalcem in potencialnim investitorjem,
5. integracija – združevanje ljudi/procesov in sistemov dveh podjetij,
6. motiviranje – spodbujanje zaposlenih, da bi dosegli načrtano kratkoročno in dolgoročno uspešnost novega podjetja.

Avtorja trdita, da skrbni pregled ni enkratno dejanje, temveč naj bi se kontinuirano izvajal čez celotni prevzemni proces. Glede na posamezno fazo prevzemnega procesa se spreminja tudi namen skrbnega pregleda. Tako poznamo naslednje vrste skrbnih pregledov:

1. strateški skrbni pregled investitorja,
2. omejeni skrbni pregled ciljnega podjetja,
3. podrobni skrbni pregled ciljnega podjetja,
4. skrbni pregled ciljnega podjetja za namen pogajanj,
5. poprevzemni integracijski skrbni pregled,
6. poprevzemni skrbni pregled osebne motivacije zaposlenih.

Zbir ugotovitev vseh šestih vrst skrbnih pregledov omogoča objektivni vpogled v zmožnosti ciljnega podjetja, da investitorju zagotavlja pričakovano vrednost. V nadaljevanju predstavljam vsako izmed zgoraj omenjenih vrst skrbnega pregleda.

2.4.1 Strateški skrbni pregled investitorja

Pri strateškem skrbnem pregledu investitorja gre za pregled podjetja, ki je tudi potencialni investitor (samopregled). Namen tovrstnega skrbnega pregleda je definirati strategijo rasti investitorja. To se določi na podlagi analize prednosti, slabosti, priložnosti, nevarnosti – t.i. SWOT analize. Na podlagi strategije rasti investitorja se določi kakšno bi bilo primerno ciljno podjetje ter tudi način povezovanja poslovnih procesov, tehnologije ter človeških virov med investitorjem in ciljnim podjetjem. Opredeli se tudi ključne strateške parametre ciljnega podjetja – t.j. tiste značilnosti ciljnega podjetja, ki bodo na pravi način dopolnjevale trenutne prednosti in slabosti investitorja. Gre torej za določitev strategije prevzema/združitve ter tudi za določitev kriterijev za oceno strateške ustreznosti (angl. *strategic fit*) ciljnega podjetja.

2.4.2 Omejeni skrbni pregled ciljnega podjetja

Na podlagi strateškega skrbnega samopregleda investitor določi možne tarče za prevzem ter prične z uvodnimi razgovori z lastniki potencialnih ciljnih podjetij. V tej uvodni prevzemni fazi investitor izvede omejeni skrbni pregled izbranih ciljnih podjetij (na podlagi analize panoge ter javnih podatkov), ki vključuje finančno, operativno in organizacijsko analizo. Na podlagi omejenega skrbnega pregleda se investitor odloči, ali bo vstopil v naslednjo fazo prevzemnega procesa. V primeru pozitivnega odgovora, investitor s podjetjem prodajalcem podpiše pismo o nameri.

2.4.3 Podrobni skrbni pregled ciljnega podjetja

Podrobni skrbni pregled ciljnega podjetja je skrbni pregled, na katerega se osredotoča literatura o prevzemih in združitvah. Je tudi skrbni pregled, katerega izvedba je predmet magistrskega dela. Zato je v tem poglavju obravnavan zelo na kratko. Običajno obsega finančni, davčni in pravni skrbni pregled, poznamo pa tudi operativni, okoljevarstveni skrbni pregled, skrbni pregled informacijske tehnologije ter druge preglede.

2.4.4 Skrbni pregled ciljnega podjetja za namene pogajanj

V tej fazi se skrbni pregled ciljnega podjetja osredotoča na korake, ki bodo definirali strategijo pogajanj in bodo vodili k sklenitvi kupoprodajne pogodbe. Ugotovitve skrbnega pregleda se uporabijo kot argumenti pri pogajanjih, za osnovo pri določitvi cene ciljnega podjetja, pri oblikovanju vsebine kupoprodajne pogodbe, pri obravnavi sinergij ter integracijskih tveganj. Namen tovrstnega skrbnega pregleda je izkoristiti poznavanje ciljnega podjetja ter priložnosti za sinergije, da bi dosegli primerno ceno in pogoje nakupa.

2.4.5 Poprevzemni integracijski skrbni pregled

Ko je kupoprodajna transakcija zaključena in prične novo podjetje delovati, nastopi faza integracije med investitorjem in ciljnim podjetjem. Takrat je potrebno izvesti podroben skrbni pregled, ki naslavlja zadeve, ki se pojavijo neposredno po integraciji. Tak skrbni pregled:

1. posreduje »združenemu« poslovodstvu in zaposlenim znanje, ki je potrebno, da lahko vodijo vsakodnevno poslovanje.
2. vsebuje podrobne podatke o novem podjetju, kar omogoča oblikovanje ustrezne integracijske strategije ter tudi njene implementacije.
3. opredeljuje glavna področja, kjer bo potekala integracija ter tudi tveganja, ki jih bo potrebno proučiti na temelju strateške ustreznosti investitorja ter ciljnega podjetja.

2.4.6 Poprevzemni skrbni pregled osebne motivacije zaposlenih

Tovrstni skrbni pregled se izvede, ko je integracija zaključena, ko so sinergije uresničene in ko se iščejo trajne izboljšave v poslovanju novega podjetja. Poslovodstvo novega podjetja mora ugotoviti kaj motivira posameznega zaposlenega, zato ta pregled imenujemo skrbni pregled osebne motivacije zaposlenih (angl. *manager-to-employee due diligence*).

Razlogi za skrbni pregled osebne motivacije so naslednji:

1. faktorji, ki motivirajo enega zaposlenega, niso enaki faktorjem, ki motivirajo drugega.
2. ugotovljene razlike v motivaciji posameznih zaposlenih predstavljajo osnovo za dolgoročno rast novega podjetja.

Končni cilj skrbnega pregleda osebne motivacije zaposlenih je razumevanje, kateri so tisti faktorji, ki vplivajo na osebno motivacijo posameznega zaposlenega in posledično tudi na uspešnost poslovanja novega podjetja.

3 IZVEDBA SKRBNEGA PREGLEDA POSLOVANJA PODJETIJ

Za razliko od postopkov ocenjevanja vrednosti podjetij, revizije in reviziji sorodnih storitev, postopka izvedbe skrbnega pregleda ne določa noben strokovni standard. Čeprav bi morda potencialni investitorji želeli drugače, skrbni pregled tudi ni revizija in posledično ne daje nobenih zagotovil.

V primeru prodaje državnega premoženja in premoženja občin, okvir izvedbe skrbnega pregleda določata:

1. Uredba o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin,
2. Zakon o Slovenskem državnem holdingu.

Uredba določa področja, ki naj bi jih skrbni pregled zajemal (več o tem v naslednjem poglavju), Zakon o Slovenskem državnem holdingu pa opredeljuje pristop pri razpolaganju s finančnim premoženjem države.

3.1 Postopek izvedbe skrbnega pregleda

Kot je omenjeno v poglavju 1.3, v kupoprodajnem procesu sodelujejo naslednji trije glavni udeleženci:

1. podjetje prodajalec,
2. ciljno podjetje,
3. potencialni kupec podjetja.

Tako podjetje prodajalec kot podjetje, ki je potencialni kupec običajno sama ne izvajata skrbnega pregleda, temveč za to najameta zunanjega izvajalca.

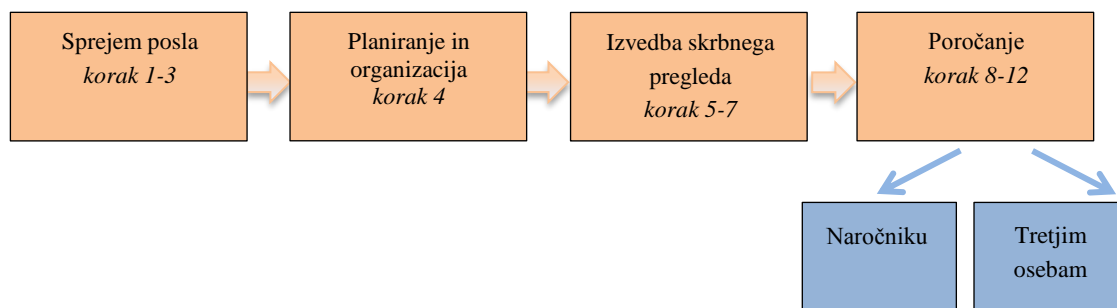
V nadaljevanju je opisan postopek izvedbe skrbnega pregleda pri izvajalcu. Ta poteka v naslednjih korakih:

1. priprava ponudbe ter določitev obsega skrbnega pregleda,
2. izvedba postopkov sprejema stranke in posla,
3. sklenitev pogodbe o izvedbi skrbnega pregleda,
4. ureditev dostopa do podatkov, podpisi sporazumov o varovanju zaupnih informacij, priprava seznama zahtevanih podatkov in dokumentov,
5. izvedba intervjujev s poslovodstvom in zaposlenimi v ciljnem podjetju,
6. obdelava podatkov in informacij,

7. izvedba dodatnih intervjujev s poslovodstvom in zaposlenimi ter posredovanje dodatnih podatkov in informacij o ciljnem podjetju,
8. poročanje naročniku med samo izvedbo skrbnega pregleda (če je tako dogovorjeno),
9. izdaja osnutka poročila o skrbnem pregledu,
10. obdelava morebitnih vprašanj naročnika ter izdaja končnega poročila o skrbnem pregledu,
11. predstavitev ugotovitev skrbnega pregleda (če je tako dogovorjeno),
12. posredovanje poročila o skrbnem pregledu drugim deležnikom (če je tako dogovorjeno in za to obstaja potreba).

Zgornjih dvanajst korakov je mogoče združiti v štiri glavne faze, ki so prikazane v Sliki 6.

Slika 6: Faze izvedbe skrbnega pregleda



3.1.1 Priprava ponudbe ter določitev obsega skrbnega pregleda

Priprava ponudbe je eden izmed ključnih korakov pri izvedbi skrbnega pregleda, saj opredeli obseg skrbnega pregleda ter tudi vprašanja, ki naj bi jih skrbni pregled posameznega področja poslovanja ciljnega podjetja obravnaval. Običajno skrbni pregled zajema pregled poslovanja ciljnega podjetja s finančnega, davčnega in pravnega vidika. Posledično naročniki tako najbolj pogosto sklepajo pogodbe o izvedbi finančnega, davčnega ter pravnega skrbnega pregleda. Naročniki se lahko odločijo tudi za skrbni pregled drugih področij poslovanja ciljnega podjetja. Izbor je odvisen od namena kupoprodajne transakcije in drugih dejavnikov (več v uvodu drugega poglavja).

Izboru področij poslovanja ciljnega podjetja, ki jih bo skrbni pregled zajemal, sledi opredelitev zadev/vprašanj, ki naj bi jih izvajalec v okviru skrbnega pregleda posameznega področja obravnaval. Zadeve/vprašanja:

1. lahko opredeli naročnik sam. Tako prakso srečujemo pri naročnikih, ki pogosto izvajajo prevzeme. V takem primeru so navadno zadeve, ki naj bi jih obravnaval skrbni pregled opredeljene zelo podrobno.
2. določita, na podlagi podrobnejše analize konkretne situacije, naročnik in izvajalec skupaj.

3. temeljijo na običajnem (»standardnem«) naboru vprašanj (prilagojenem za specifične panoge), ki ga naročniku za posamezno področje poslovanja ciljnega podjetja ponudi izvajalec.

Osnovo za določitev vprašanj, ki naj bi jih obravnaval skrbni pregled posameznega področja poslovanja ciljnega podjetja, pogosto predstavlja lista standardnih vprašanj (angl. *due diligence checklist*). Univerzalne liste vprašanj, s katero bi lahko v celoti zajeli vsako panogo, podjetje ali sistem, ni. Pri določitvi končne liste je potrebno upoštevati potrebe potencialnega investitorja (Howson, 2008, str. 1), specifične ciljnega podjetja, namen kupoprodajne transakcije ter tudi dejavnike opredeljene v naslednjem odstavku.

V poslovnem svetu je na razpolago kar precej predlogov list vprašanj, ki pa jih je potrebno prilagoditi konkretni situaciji, cilju prevzema in razpoložljivemu času. Izbor vprašanj je odvisen tudi od tega katere sinergije namerava potencialni investitor doseči in katera področja je potencialni investitor, v iskanju strateške ustreznosti ciljnega podjetja, definiral kot pomembna. V vsakem primeru velja, da se mora lista vprašanj prilagoditi specifični panogi v kateri ciljno podjetje posluje.

Sestava primerne liste vprašanj je bolj pomembna v primeru prodajalčevega skrbnega pregleda, saj potencialni kupci pričakujejo, da prodajalčev skrbni pregled odgovori na določena vprašanja.

3.1.2 Izvedba postopkov sprejema stranke in posla

Za izvajalce skrbnih pregledov je običajno, da v fazi priprave in sprejema ponudbe preverijo primernost naročnika skrbnega pregleda ter tudi sprejemljivost samega posla t.j. nameravanega skrbnega pregleda.

Pri preverbi primernosti naročnika skrbnega pregleda se preveri integriteto in finančno stanje naročnika ter odgovori na vprašanje, ali je naročnik taka pravna oseba, s katero želi izvajalec biti povezan. Namen tega je zagotoviti, da si izvajalec skrbnega pregleda zaradi takega poslovnega sodelovanja ne poslabša svoje podobe v javnosti.

V okviru postopka sprejema posla si izvajalec odgovori na vprašanje, ali je izvedba nameravanega posla zanj sprejemljiva. Prouči se profitabilnost posla, preveri, ali ima izvajalec ustrezna znanja, ali ima na voljo dovolj časa, kadrov, itd. Del sprejema posla je tudi preverba:

1. zagotavljanja neodvisnosti (za izvajalce skrbnih pregledov, ki so tudi revizijska podjetja),
2. morebitnega obstoja konflikta interesov.

Zagotavljanje neodvisnosti. Zakon o revidiranju (Ur. l. RS, št. 65/2008, 63/2013 – ZS – K, v nadaljevanju Zakon o revidiranju) ter nova Uredba št. 537/2014 Evropskega parlamenta in sveta o posebnih zahtevah v zvezi z obvezno revizijo subjektov javnega interesa (Ur. l. EU, št. 158/2014) z vidika zagotavljanja neodvisnosti ne prepovedujeta izvedbe skrbnega pregleda za revizijske stranke (velja tako za prodajalčev kot tudi za kupčev skrbni pregled).

Morebitni obstoj konflikta interesov. Izvajalec skrbnega pregleda se lahko sreča z naslednjimi situacijami:

1. izvajalec skrbnega pregleda dobi povpraševanje za izvedbo storitve skrbnega pregleda s strani več potencialnih kupcev,
2. izvajalec skrbnega pregleda dobi povpraševanje za izvedbo storitve skrbnega pregleda ciljnega podjetja tako s strani prodajalca kot tudi s strani kupca,
3. predmet skrbnega pregleda (ciljno podjetje) je podjetje, v katerem je izvajalec skrbnega pregleda že revizor (tak potencialni konflikt nastane pri izvajalcih, ki poleg svetovalne dejavnosti opravljajo tudi revizijsko dejavnost).

Prvi dve situaciji sta obravnavani že v poglavju 1.3.2, tretja je obravnavana v nadaljevanju.

Izvajalec mora biti torej pozoren na konflikt interesa, ki lahko nastane, kadar je ciljno podjetje tudi revizijska stranka podjetja, ki izvaja skrbni pregled. To velja predvsem za kupčev skrbni pregled. V tem primeru obstaja nevarnost prehoda informacij o ciljnem podjetju, ki jih ima revizor na izvajalca kupčevega skrbnega pregleda. Projektna skupina, ki izvaja revizijo, ima precej širok nabor informacij o ciljnem podjetju, ki pa jih ciljno podjetje morda ne želi razkriti potencialnemu kupcu in s tem projektni skupini, ki izvaja kupčev skrbni pregled.

Izvajalec skrbnega pregleda mora pridobiti soglasji o sprejemljivosti nastalega položaja tako s strani ciljnega podjetja kot tudi s strani naročnika skrbnega pregleda. Prav tako mora zagotoviti, da informacije med revizijsko projektno skupino in projektno skupino, ki izvaja skrbni pregled, ne prehajajo. Na kakšen način je možno to doseči, je opisano v poglavju 1.3.2. Obstajajo tudi primeri, ko se v procesu izvedbe skrbnega pregleda uprava ciljnega podjetja strinja, da lahko informacije o ciljnem podjetju prehajajo med revizijsko projektno skupino in projektno skupino, ki izvaja skrbni pregled.

3.1.3 Sklenitev pogodbe o izvedbi skrbnega pregleda

Ko je obseg skrbnega pregleda potrjen, določena cena za izvedbo ter ko so dogovorjeni še ostali parametri izvedbe posla, naročnik in izvajalec skrbnega pregleda skleneta pogodbo o izvedbi skrbnega pregleda.

Poleg obsega in vsebine skrbnega pregleda se v pogodbi opredeli tudi:

1. čas izvedbe – čas izvedbe je v tesni povezavi s cilji, globino in zahtevnostjo skrbnega pregleda (Mayr, 2011, str. 49). Izvajalec ne more prosto določati, kdaj bo opravil skrbni pregled. Na časovni okvir izvedbe skrbnega pregleda vplivata tako prodajalec kot tudi ciljno podjetje. Prodajalec, pogosto skupaj s svetovalci pri prodaji, določa časovnico prodajnega procesa. Ciljno podjetje pa opredeli čas, ki je potreben za pripravo zahtevanih informacij, dokumentov ter izvedbo skrbnega pregleda.
2. ceno izvedbe – cena izvedbe skrbnega pregleda je odvisna od njegovega obsega, globine in pričakovane usposobljenosti izvajalcev (Mayr, 2011, str. 49).
3. odgovornost izvajalca do naročnika skrbnega pregleda, v zvezi z izvedenim skrbnim pregledom - ta je običajno omejena na določen večkratnik cene storitve skrbnega pregleda.
4. obveznosti ciljnega podjetja – obveznosti ciljnega podjetja se v pogodbi opredelijo kljub temu, da ciljno podjetje običajno ni sopodpisnik pogodbe o izvedbi skrbnega pregleda. Sodelovanje ciljnega podjetja pri izvedbi skrbnega pregleda zagotovi naročnik skrbnega pregleda.

Podrobnosti vezane na obseg in vsebino skrbnega pregleda so podrobneje opredeljene v poglavju 3.1.1.

3.1.4 Ureditev dostopa do podatkov, podpisi sporazumov o varovanju zaupnih informacij, priprava seznama zahtevanih podatkov in dokumentov

Ko je pogodba podpisana, nastopi naslednji ključni korak izvedbe skrbnega pregleda, in sicer pravočasna pridobitev kvalitetnih informacij. Ciljno podjetje posreduje izvajalcu skrbnega pregleda podatke, informacije in dokumente v več oblikah:

1. Podatki za izvedbo skrbnega pregleda so izvajalcu na voljo v vnaprej pripravljeni podatkovni sobi. Podatkovna soba je običajno pripravljena s strani ciljnega podjetja. Na vsebino ter nabor posredovanih dokumentov izvajalec skrbnega pregleda nima večjega vpliva. V tem primeru ima kontrolo nad dokumenti in informacijami predvsem ciljno podjetje, saj se odloči, katere informacije bo razkrilo in posredovalo izvajalcu skrbnega pregleda. Ciljno podjetje nosi tudi strošek priprave in vzpostavitve podatkovne sobe. Tak način je za ciljno podjetje kadrovsko in časovno bolj zahteven od postopka, opisanega v naslednji točki. Priprava podatkov in dokumentov v obliki podatkovne sobe je primerna, ko je potencialnih investitorjev, ki se zanimajo za nakup ciljnega podjetja, več.

V zadnjem času so podatkovne sobe organizirane večinoma v elektronski obliki. Izvajalci tako skrbnega pregleda ne opravijo na lokaciji ciljnega podjetja, temveč kar v svoji pisarni.

2. Podatki so izvajalcu skrbnega pregleda posredovani na podlagi njegove liste zahtevanih dokumentov in podatkov (angl. *information request list*). V tem primeru ima kontrolo nad postopkom pridobivanja informacij predvsem izvajalec skrbnega pregleda. Hkrati pa ta nosi tudi odgovornost, da z zahtevanimi podatki in dokumenti izpolni dogovorjen obseg dela (ob predpostavki, da mu da ciljno podjetje na voljo zahtevane informacije).

V kolikor ciljno podjetje ne želi sodelovati pri izvedbi skrbnega pregleda, ali ni seznanjeno z namero o prevzemu, se skrbni pregled lahko izvede tudi na podlagi javno dostopnih podatkov. V tem primeru je nabor informacij, ki jih daje skrbni pregled, omejen.

Pred vstopom v podatkovno sobo oziroma pred posredovanjem zahtevanih dokumentov, ciljno podjetje od izvajalca skrbnega pregleda zahteva, da podpiše sporazum o varovanju zaupnih informacij ter protokol o pogojih uporabe podatkovne sobe.

3.1.5 Izvedba intervjujev s poslovodstvom in zaposlenimi v ciljnem podjetju

Pri izvedbi skrbnega pregleda je informacije in podatke o ciljnem podjetju mogoče pridobiti tako s pregledom dokumentov in podatkov kot tudi z izvedenimi intervjuji s ključnimi osebami v ciljnem podjetju. Intervjuji dajo dodatno težo posredovanim podatkom ter osmislijo pregledovane zadeve. Z intervjuji je možno pojasniti trende, odstopanja v časovnih serijah, manjkajoče podatke in informacije.

Poleg zadev, ki jih je mogoče podpreti z dokumenti in podatki, obstajajo tudi zadeve ciljnega podjetja, ki jih zaradi objektivnih razlogov pri skrbnem pregledu ne moremo utemeljiti in preveriti s pregledom dokumentov. Tako se potencialni investitor zanaša na ustne izjave poslovodstva oziroma odgovornih oseb v ciljnem podjetju. Težava pri tem je, da so tovrstne informacije podvržene osebni presoji in lahko ne odražajo realne situacije.

3.1.6 Obdelava podatkov in informacij

Ko izvajalec skrbnega pregleda pridobi ustrezne podatke, dokumente in informacije, te obdelava na način, da zadosti zahtevam dogovorjenega obsega skrbnega pregleda. V primeru finančnega skrbnega pregleda izvajalci uporabljajo tudi različna analitična orodja. Obdelavi podatkov sledi priprava poročila.

3.1.7 Izvedba dodatnih intervjujev s poslovodstvom in zaposlenimi v ciljnem podjetju ter posredovanje dodatnih podatkov in informacij o ciljnem podjetju

Po izvedenem pregledu, analizi in obdelavi prejetih informacij ter dokumentov, se izvajalcu skrbnega pregleda običajno porajajo dodatna vprašanja. Izvajalec lahko ugotovi, da mu določeni podatki manjkajo, so ti v neskladju ali pa so potrebna dodatna pojasnila.

Tako zaprosi predstavnike ciljnega podjetja, da mu posredujejo dodatne informacije oziroma dokumente in podajo pisna ter ustna pojasnila. Izvajalec lahko s predstavniki ciljnega podjetja izvede dodatne intervjuje.

Če je dokumentacija ciljnega podjetja pripravljena v obliki podatkovne sobe, so izvajalci skrbnega pregleda omejeni z naborom dokumentov, ki so na voljo v podatkovni sobi. V primeru, da želijo izvajalci skrbnega pregleda pridobiti dodatne dokumente, informacije ter pojasnila, morajo za to zaprositi organizatorja podatkovne sobe. Količina dodatnih informacij, ki jih je možno pridobiti, je omejena, saj mora prodajalec paziti, da nudi vsem potencialnim investitorjem enak nabor informacij.

3.1.8 Poročanje naročniku med samo izvedbo skrbnega pregleda

Nekateri naročniki želijo, da jih izvajalci skrbnega pregleda stalno obveščajo o poteku skrbnega pregleda in ugotovljenih ključnih zadevah/tveganjih – zlasti to velja v primeru kupčevega skrbnega pregleda. V ta namen izvajalci že med samo izvedbo skrbnega pregleda organizirajo konferenčne klice z naročniki ter izdelajo preliminarna poročila o trenutno ugotovljenih ključnih tveganjih.

V času preliminarnega poročanja izvajalec obvesti naročnika tudi o morebitnih dodatnih zadevah, ki bi jih bilo smiselno pregledati, o težavah pri pridobivanju informacij ter o (ne)sodelovanju ciljnega podjetja. V primeru nerazpoložljivosti podatkov, informacij in dokumentov, izvajalec opozori naročnika na možnost, da skrbni pregled ne bo izveden v dogovorjenem obsegu in časovnem okviru.

3.1.9 Izdaja osnutka poročila o skrbnem pregledu

Ko izvajalec izvede dogovorjen obseg dela, izda naročniku osnutek poročila o skrbnem pregledu. V poročilu je naveden dogovorjen obseg dela oziroma priložena lista zadev, ki so bile predmet skrbnega pregleda. Pomemben del poročila o skrbnem pregledu predstavlja tudi predstavitev pogojev in omejitev, pod katerimi je bil izveden skrbni pregled ter pripravljeno poročilo. Ker je običajno vsaj eden izmed udeležencev v kupoprodajnem procesu iz tujine, se vse več poročil o skrbnem pregledu izdelava v angleškem jeziku.

Pri izdelavi poročila mora izvajalec paziti na dogovorjene roke poročanja, saj je pri izvedbi kupoprodajne transakcije časovni vidik zelo pomemben. Lahko se zgodi, da v dogovorjenem roku izvajalec ne uspe pridobiti vseh potrebnih dokumentov, ali pa, da želenih informacij ni bilo na voljo. Izvajalec skrbnega pregleda mora tako obvestiti naročnika, katerih vprašanj iz dogovorjenega obsega dela ni obdelal. Podatki o tem so vključeni v poročilo o skrbnem pregledu.

V primeru prodajalčevega skrbnega pregleda izdelano poročilo pregleda in potrdi tudi uprava ciljnega podjetja. Izjava uprave ciljnega podjetja o resničnosti podatkov in navedb skrbnega pregleda se priloži poročilu o skrbnem pregledu.

3.1.10 Obdelava morebitnih vprašanj naročnika ter izdaja končnega poročila o skrbnem pregledu

Naročniku skrbnega pregleda se po pregledu osnutka poročila pogosto pojavijo dodatna vprašanja, na katera poskuša izvajalec skrbnega pregleda, ob sodelovanju ciljnega podjetja, odgovoriti. V tej fazi ciljno podjetje priskrbi tudi morebitne manjkajoče dokumente – t.j. dokumente, ki še niso bili posredovani izvajalcu. Po obdelavi novo prejetih dokumentov in informacij izvajalec izda končno poročilo s sestavinami, ki so navedene v poglavju 3.1.9.

3.1.11 Predstavitev ugotovitev skrbnega pregleda

Po končani izvedbi skrbnega pregleda se lahko izvajalec in naročnik dogovorita, da se ugotovitve skrbnega pregleda predstavijo v obliki ustne predstavitve, kjer se naročniku ponudi možnost za razpravo o ugotovljenih dejstvih. Kadar so naročniki iz tujine, se ugotovitve predstavijo na konferenčnih klicih.

3.1.12 Posredovanje poročila o skrbnem pregledu drugim deležnikom

Poročilo o prodajalčevem skrbnem pregledu se običajno posreduje potencialnim kupcem. Prav tako poročilo o skrbnem pregledu zahtevajo financerji nameravane kupoprodajne transakcije.

Poleg zgoraj omenjenih udeležencev v kupoprodajnem procesu poročilo o skrbnem pregledu občasno zahtevajo še drugi svetovalci, ki so vključeni v kupoprodajni proces (na primer svetovalci pri prodaji ciljnega podjetja).

V poglavju 1.6 so podrobno predstavljeni koristniki informacij skrbnega pregleda ter tudi razmejitev odgovornosti izvajalca skrbnega pregleda do prejemnikov poročil.

3.2 Podroben pregled tradicionalnih področij skrbnega pregleda

Zadeve, ki so predmet skrbnega pregleda (v okviru posameznega področja poslovanja ciljnega podjetja), so odvisne od dogovorjenega obsega dela. V nadaljevanju je podan seznam zadev/vprašanj po posameznih področjih poslovanja, ki so običajno obravnavane v okviru skrbnega pregleda. Gre za seznam zadev za tri tradicionalna področja skrbnega pregleda, in sicer za finančni, davčni in pravni skrbni pregled.

3.2.1 Finančni skrbni pregled

Skrbni finančni pregled običajno zajema (Viher, 2013, str. 86–87):

1. pregled bilance stanja, izkaza poslovnega izida in izkaza denarnih tokov ter oceno finančnega položaja ciljnega podjetja v preteklih letih na podlagi:
 - a) kazalnikov donosnosti,
 - b) kazalnikov financiranja,
 - c) kazalnikov obračanja in plačilne sposobnosti,
 - d) kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja,
 - e) kazalnikov gospodarnosti, produktivnosti in dohodkovnosti;
2. pregled investicij v preteklih letih;
3. pregled prihodkov po vrstah dejavnosti v preteklih letih;
4. pregled prometa s ključnimi kupci v preteklih letih;
5. pregled prometa s ključnimi dobavitelji v preteklih letih;
6. pregled računovodske politike ciljnega podjetja;
7. podroben pregled postavk v računovodskih izkazih:
 - a) bilanca stanja – vsebinski opis in komentar strukture sredstev in obveznosti ciljnega podjetja s poudarkom na pregledu:
 - pomembnejših osnovnih sredstev,
 - finančnih naložb,
 - poslovanja odvisnih podjetij,
 - kurantnosti zalog,
 - zapadlosti in izterljivosti kratkoročnih terjatev iz poslovanja,
 - sestavin kapitala,
 - seznama finančnih obveznosti, lizingov,
 - zapadlosti kratkoročnih obveznosti iz poslovanja,
 - izvenbilančne evidence,
 - b) izkaz poslovnega izida – vsebinski opis in komentar strukture prihodkov in odhodkov podjetja.

Izvede se tudi pregled letnih planov in strateškega plana ciljnega podjetja. Pregled se običajno opravi za obdobje zadnjih treh let poslovanja ciljnega podjetja.

3.2.2 Davčni skrbni pregled

Davčni skrbni pregled vključuje pregled plačevanja davčnih obveznosti (Viher, 2013, str. 87), in sicer:

1. pregled obveznosti v zvezi z davkom na dodano vrednost,
2. pregled davkov pri plačah,
3. pregled davka od dohodka pravnih oseb v preteklih letih,

4. pregled morebitnih drugih davkov.

Pregledajo se tudi davčni zapisniki, odločbe ter ugotovijo potencialna davčna tveganja.

3.2.3 Pravni skrbni pregled

V nadaljevanju je povzeta vsebina pravnega skrbnega pregleda kot sta jo podala pravnik Jeraj in Koren (Jeraj & Koren, 2009, str. IV–VI). V okviru pravnega skrbnega pregleda izvajalci praviloma proučijo pravna razmerja s pravnih področij, ki so prikazana v Tabeli 2.

Tabela 2: Vsebina pravnega skrbnega pregleda

Področje	Vsebina
Statusno pravna razmerja podjetja	Vpliv, ki ga bo kupec imel na vodenje podjetja (kadar ne bo edini lastnik), obstoj insolvenčnih postopkov zoper podjetje, preverba ali stanje v evidencah ustreza dejanskemu stanju.
Javno pravna razmerja	Obstoj dovoljenj za opravljanje dejavnosti podjetja, izpolnjevanje pogojev za pridobitev dovoljenj za opravljanje dejavnosti, ki jo namerava po prevzemu uvesti naročnik skrbnega pregleda, časovna veljavnost dovoljenj, preverba ali lahko prodaja kakorkoli vpliva na veljavnost potrebnih dovoljenj.
Poslovne operacije in financiranje	Ročnost in zapadlost morebitnih posojil podjetja in posojil podjetju, pregled zavarovanj, ki jih je podjetje dalo za izpolnitev svojih/tujih obveznosti, rizičnost največjih naložb in terjatev podjetja.
Pogodbe, ki so ključne za poslovanje podjetja	Trajanje pogodb s ključnimi pogodbenimi partnerji in možnost za njihovo predčasno prenehanje, (ne)obstoj klavzul o spremembi lastništva, vrednost pogodb.
Sodni in zunajsodni postopki	Vrednost odprtih sporov in možnosti za uspeh v teh sporih, obstoj prekrškovnih in drugih postopkov zoper podjetje, obstoj pravnomočnih, a še nerealiziranih sodnih odločb in odločb drugih organov.
Sredstva podjetja in pomembne stvarnopravne pravice	Trajanje pogodb, ki predstavljajo podlago za uporabo ključnih sredstev podjetja in možnosti za predčasno prenehanje teh pogodb, (ne)obstoj bremen, potrditev, da ima podjetje lastninsko pravico na ključnih sredstvih.
Človeški viri in delovnopravna razmerja	Možnosti za odpoklic in odpoved pogodb o zaposlitvi oziroma poslovođenju članom organov vodenja in nadzora, možnosti za zmanjšanje števila delavcev, nedokončani delovno pravni spori.

se nadaljuje

nadaljevanje

Področje	Vsebina
Pravice intelektualne lastnine	Licence za ključno programsko opremo, kršitve pravic intelektualne lastnine, obstoj zavarovanih in nezavarovanih pravic intelektualne lastnine (patenti, modeli, znamke, firma, spletne domene).
Druga pravna razmerja, ki so ključna za poslovanje podjetja	Pravna razmerja, ki so specifična za podjetje, posebni pogoji za opravljanje poslov oziroma dejavnosti.

Vir: J. Jeraj in K. Koren, *Skrbni pregled podjetja*, 2009, str. IV–VI.

V primeru kupčevega skrbnega pregleda bo pravni skrbni pregled osredotočen predvsem na (Jeraj & Koren, 2009, str. IV):

1. ugotavljanje, katera sredstva, pravice in obveznosti bo kupec pridobil z nakupom podjetja;
2. ugotavljanje, katera tveganja so povezana z nakupom podjetja;
3. ugotavljanje vrednosti podjetja;
4. vprašanje, če in kako bo sprememba lastništva vplivala na poslovanje podjetja – za kupca je namreč zelo pomembno, da tudi po spremembi lastništva ostane v pogodbenem razmerju s ključnimi poslovnimi partnerji – nekatere pogodbe lahko namreč vsebujejo klavzulo o spremembi lastništva (angl. *change of control clause*), ki omogoča prekinitev pogodbenega razmerja s ciljnim podjetjem zaradi spremembe lastništva podjetja.

3.3 Praktične izkušnje pri izvedbi skrbnega pregleda

Izvedba skrbnega pregleda je za izvajalce časovno zahtevna, saj je potrebno v kratkem času obdelati precejšnjo množico dokumentov in podatkov. Paziti je potrebno, da se izvajalec ne izgubi v podrobnostih ter da ostane osredotočen na dogovorjeni obseg dela in zadeve, ki so pomembne za kupoprodajno transakcijo. Paziti mora tudi na medsebojno skladnost posredovanih podatkov.

Pomembno je, da zna izvajalec presoditi, zaradi katerih zadev bo že med samo izvedbo skrbnega pregleda kontaktiral naročnika (nekooperativnost ciljnega podjetja, nerazpoložljivost informacij, odkritje pomembnejših zadev, ki imajo lahko za posledico odločitev o odstopu od nameravane kupoprodajne transakcije ter posledično prekinitev skrbnega pregleda), da zna presoditi, zaradi katerih zadev bo naročniku predlagal razširitev obsega skrbnega pregleda, da zna ugotoviti, katera so tista področja, ki jih bo potrebno podrobneje obdelati v naslednji fazi kupoprodajnega procesa ter da zna identificirati zadeve, ki jih je potrebno obravnavati v okviru kupoprodajne pogodbe.

Izvajalec mora imeti dobre komunikacijske sposobnosti, znati mora spraševati in poslušati, z namenom, da od zaposlenih v ciljnem podjetju pridobi čim več relevantnih podatkov za uspešno izvedbo kupoprodajne transakcije. Imeti mora tudi dobre analitične sposobnosti.

Skrbni pregled traja različno dolgo, lahko nekaj tednov, lahko tudi leto ali več. Izvede se lahko v več delih. Ker izvedba skrbnega pregleda moti ustaljeno delo v ciljnem podjetju ter povzroča dodatne stroške, je prisotnost izvajalcev v ciljnem podjetju praviloma omejena na krajši čas (Juhart, 2011, str. 31). Zato je pomembno, da se izvajalec pred prihodom v ciljno podjetje na izvedbo skrbnega pregleda dobro pripravi. Preostanek skrbnega pregleda, ki vključuje analizo podatkov ter pisanje poročila, opravi izvajalec v svoji pisarni.

Pri izvedbi skrbnega pregleda se tako naročniki, izvajalci ter tudi ciljno podjetje srečujejo z različnimi izzivi. V nadaljevanju predstavljam preglednico (Tabela 3) možnih zapletov z vidika posameznega udeleženca kupoprodajnega procesa.

Navedeni seznam ne zajema resnejših težav pri izvedbi, s katerimi se lahko sooči izvajalec. Resnejše težave zajemajo primere, ko ciljno podjetje ni pripravljeno sodelovati pri izvedbi skrbnega pregleda, zavira njegovo izvedbo, naročniku skrbnega pregleda namenoma posreduje neustrezne informacije ali pa ne želi razkriti vseh zadev pomembnih za kupoprodajno transakcijo in določitev kupnine. Posledice takšnega ravnanja se lahko pokažejo šele v poprevzemni fazi. Možnost, da izvajalec ter naročnik naletita na resnejše zaplete, je odvisna tudi od jurisdikcije, v kateri ciljno podjetje posluje. Poslovna praksa se med državami razlikuje, prav tako je skrbni pregled v posameznih državah lahko bolj ali manj uveljavljen postopek.

Med izvedbo skrbnega pregleda lahko nastopijo razlogi, ki zahtevajo zaustavitev izvedbe skrbnega pregleda. Naročnik lahko ugotovi, da je tveganj v povezavi s ciljnimi podjetjem preveč oziroma so ta prevelika in zato nima smisla nadaljevati s kupoprodajnimi aktivnostmi. Prav tako so lahko podatki ciljnega podjetja neprimerni do te mere, da je s skrbnim pregledom nemogoče prikazati realno sliko o poslovanju podjetja. V takem primeru je potrebno finančne podatke najprej revidirati, šele potem je možno nadaljevati s skrbnim pregledom. Med razloge za prekinitve izvedbe skrbnega pregleda sodi tudi zavajanje naročnika, nekooperativnost ciljnega podjetja, itd.

Potencialni investitorji, ki niso dovolj temeljito opravili skrbnega pregleda, poizkušajo to kompenzirati z odločnejšimi pogajanjem, kar je precej bolj tvegano kot kakovostno izveden preventivni skrbni pregled.

Tabela 3: Pregled težav pri izvedbi skrbnega pregleda z vidika posameznega udeleženca

Naročnik	Ciljno podjetje	Izvajalec
Slabo izveden skrbni pregled (na informacije se lahko omejeno zanese)	Slabo izveden skrbni pregled (neustrezna slika o ciljnem podjetju)	Slabo izveden skrbni pregled (slaba slika o izvajalcu)
Neodzivnost izvajalca in ciljnega podjetja	Prevelik pritisk s strani naročnika in izvajalca	Neodzivnost in nekooperativnost ciljnega podjetja ter prevelik pritisk s strani naročnika
Slaba kvaliteta podatkov, neskladnost posredovanih podatkov, nerevidirani finančni podatki	Slaba kvaliteta podatkov v podjetju samem, nezmožnost priprave zahtevanih poročil	Slaba kvaliteta podatkov, neskladnost posredovanih podatkov, nerevidirani finančni podatki
Podatki in dokumenti niso na voljo (podjetje ne zbira določenih podatkov)	Podatki in dokumenti niso na voljo (podjetje ne zbira določenih podatkov)	Podatki in dokumenti niso na voljo (podjetje ne zbira določenih podatkov)
Časovni pritisk in omejeni resursi	Časovni pritisk in omejeni resursi	Časovni pritisk in omejeni resursi
Potrebno lokalno znanje, zlasti to velja za davčni in pravni skrbni pregled		Potrebno lokalno znanje, zlasti to velja za davčni in pravni skrbni pregled
Dokumenti v tujem jeziku		Dokumenti v tujem jeziku
Potrebni specialisti, kadar se izvajajo bolj specializirane vrste skrbnega pregleda		Potrebni specialisti, kadar se izvajajo bolj specializirane vrste skrbnega pregleda
	Razkrivanje podatkov konkurentom, razkrivanje zaupnih informacij	
	Izvedba skrbnega pregleda v ustrezni tajnosti pred zaposlenimi, konkurenti	
Premajhen fokus na zadeve, ki so pomembne z vidika naročnika in z vidika same kupoprodajne transakcije		Premajhen fokus na zadeve, ki so pomembne z vidika naročnika in z vidika same kupoprodajne transakcije
Nerazkrivanje pomembnih zadev, zavajanje, neverodostojnost		Nerazkrivanje pomembnih zadev, zavajanje, neverodostojnost

4 PRAVNI OKVIR, KI OPREDELJUJE IZVEDBO SKRBNEGA PREGLEDA POSLOVANJA PODJETIJ

V večini pravnih sistemov izvedba skrbnega pregleda ni posebej urejena s pozitivnopravnimi predpisi, čeprav se pred izvedbo nekaterih transakcij (na primer pred prevzemom podjetja, združitvijo in drugimi statusno pravnimi preoblikovanji) pričakuje, da bo skrbni pregled izveden. Vsebina skrbnega pregleda tako ni določena z zakonodajo, temveč je odvisna od dogovora med udeleženci kupoprodajne transakcije, konkretnih okoliščin, dejavnosti ciljnega podjetja, velikosti kupoprodajne transakcije in razpoložljivih sredstev (Jeraj & Koren, 2009, str. I). Prav tako se skrbni pregled ne izvaja v skladu s strokovnimi standardi, kot so na primer standardi revidiranja ali standardi ocenjevanja vrednosti podjetja.

4.1 Pravni okvir za izvedbo skrbnega pregleda v Sloveniji¹

4.1.1 Zakonske zahteve, ki veljajo za vsa podjetja

Z izjemo predpisov, ki opredeljujejo prodajo in druge oblike razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin (predstavljeni bodo v nadaljevanju), način izvedbe skrbnega pregleda v Sloveniji ni opredeljen s pravnimi predpisi. Njegovo izvedbo in vsebino tako določita izvajalec ter naročnik.

Ne glede na zgoraj navedeno sta slovenska pravnik Jeraj in Koren v svojem članku »Skrbni pregled poslovanja« razvila tezo, da izvedbo skrbnega pregleda, kot obvezni korak pred nakupom podjetja, pravzaprav določa Obligacijski zakonik (Ur. l. RS, št. 97/2007, v nadaljevanju Obligacijski zakonik). Kupec mora namreč že ob sklepanju pogodbe o nakupu podjetja ravnati skrbno, sicer prodajalec za stvarne napake v predmetu prodaje ne bo odgovoren (Jeraj & Koren, 2009, str. IX).

Vprašanje, ki si ga predhodno omenjena avtorja zastavljata, je, ali je mogoče izvedbo skrbnega pregleda šteti kot zahtevo v skladu z zahtevano skrbnostjo pri sklepanju pogodb.

Ravnanja kupcev se namreč običajno presojujejo po standardu skrbnosti človeka s povprečnim znanjem in izkušnostjo. Kljub temu pa morajo udeleženci v obligacijskih razmerjih (v skladu s 6. členom Obligacijskega zakonika) pri izpolnjevanju obveznosti iz svoje poklicne dejavnosti ravnati z večjo skrbnostjo (po pravilih stroke in običajih), kot se pričakuje od človeka s povprečnim znanjem in izkušnostjo. Ker gre pri nakupu podjetij za celovite, zapletene in kompleksne transakcije, se tako od kupca upravičeno pričakuje, da bo pred nakupom podjetja opravil skrbni pregled in se tako seznanil s poslovanjem ciljnega

¹ V tem poglavju sem izraz podjetje nadomestila z izrazom družba, saj se izraz družba uporablja v obravnavani zakonodaji.

podjetja. Če kupec skrbnega pregleda ne bo opravil, bo lahko deležen posledic, ki sledijo, ker ni z zadostno skrbnostjo pregledal predmeta prodaje.

Glede na navedeno bi lahko trdili, da je zahteva po skrbnem pregledu v kupoprodajnem procesu podjetij torej posredno vključena tudi v našo zakonodajo.

4.1.2 Zakonske zahteve, ki veljajo za kupoprodajni proces v primeru državnega premoženja in premoženja občin

Za razliko od kupoprodajnega procesa podjetij, ki so v zasebni lasti, kjer je zakonska zahteva po skrbnem pregledu podana le posredno, pa je za podjetja v lasti države in občin skrbni pregled zakonsko zahtevan. V nadaljevanju so prikazane zahteve pri prodaji premoženja države in občin, kot jih določajo slovenski pravni predpisi.

Skrbni pregled, v povezavi s prodajo in drugimi oblikami razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin, je prvič pravno opredelila Uredba o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin (v nadaljevanju Uredba).

V letu 2010 je bil sprejet Zakon o upravljanju kapitalskih naložb Republike Slovenije (Ur. l. RS, št. 38/2010, 18/2011, 77/2011, 22/2012 in 105/2012 – ZSDH, v nadaljevanju ZUKN), ki je določil, da se za upravljanje naložb države ne uporablja več Uredba, temveč novi ZUKN. Uredba tako ostaja v veljavi le za prodajo in druge oblike razpolaganja s finančnim premoženjem občin. ZUKN je bil noveliran leta 2011 in 2012. Leta 2014 ga je nadomestil Zakon o Slovenskem državnem holdingu.

Dodati je potrebno, da zakonski predpisi, ki neposredno urejajo področje izvedbe skrbnih pregledov v Sloveniji, sicer opredeljujejo tako nakup kot prodajo državnega premoženja oziroma premoženja občin, vendar so v veliki meri osredotočeni predvsem na prodajo državnega premoženja in s tem na prodajalčev skrbni pregled. Navedeno je posledica dejstva in splošnega trenda v slovenskem gospodarstvu, da se država s prodajo naložb vse bolj umika iz lastništva slovenskih podjetij.

Ker je bila Uredba tisti predpis, ki je prvi uzakonil in opredelil vsebino skrbnega pregleda v Sloveniji, bom najprej predstavila samo Uredbo, nato pa še ZSDH-1, torej zakon, ki je trenutno v veljavi, ko gre za prodajo državnega premoženja.

4.1.2.1 Uredba o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin

Uredba je bila veljavna od konca leta 2003, pa do leta 2010, tako za prodajo finančnega premoženja države kot tudi za prodajo finančnega premoženja občin. Od leta 2010 Uredba

velja le še za razpolaganje s finančnim premoženjem občin, saj je bil v letu 2010 (kot že omenjeno) sprejet ZUKN. Uredba je bila dopolnjena leta 2006, 2007, 2009 in 2010.

Uredba je bila torej prvi predpis, ki je v primeru prodaje državnega premoženja in premoženja občin uzakonil/opredelil:

1. izvedbo skrbnega pregleda,
2. pojem skrbnega pregleda,
3. vsebino skrbnega pregleda,
4. kdo lahko izvaja skrbni pregled,
5. kdo lahko izvaja nadzor nad izvedbo skrbnega pregleda.

S tem, ko je bila v Uredbi pred trinajstimi leti natančno opredeljena vsebina skrbnega pregleda ter določeno, kdo lahko skrbni pregled izvaja, je bil postavljen temelj tako za izvedbo skrbnega pregleda pri prodaji finančnega premoženja države in občin, kot tudi za vsesplošno izvedbo skrbnih pregledov v Sloveniji. V tistem času se je namreč skrbni pregled kot orodje pri nakupu in prodaji podjetij v Sloveniji šele uveljavljal, prav tako ni bilo še jasnih okvirjev o načinu izvedbe skrbnega pregleda.

4.1.2.1.1 Izvedba skrbnega pregleda

V Uredbi je določeno, da je skrbni pregled potrebno izvesti, kadar kapitalska naložba države predstavlja več kot 50 % delež v osnovnem kapitalu ciljnega podjetja in je knjigovodska vrednost kapitalske naložbe večja od 400.000 evrov. Določeno je tudi, da mora skrbni pregled zajemati poslovanje ciljnega podjetja v zadnjih treh letih.

Zahteve po izvedbi skrbnega pregleda pa ni potrebno upoštevati, kadar so ocenjeni stroški skrbnega pregleda nesorazmerni z vrednostjo kapitalske naložbe.

4.1.2.1.2 Opredelitev ter namen skrbnega pregleda

Uredba opredeljuje skrbni pregled kot postopek pridobivanja, preverjanja in analitične obdelave podatkov o poslovno finančnih procesih in pravnem statusu podjetja, katerega delež oziroma delnice so predmet prodaje z namenom, da:

1. omogoči prodajalcu oziroma finančnemu svetovalcu podrobnejši vpogled in razumevanje poslovnih procesov podjetja.
2. zagotovi identifikacijo ključnih finančnih, operativnih in poslovnih tveganj ter s tem usposobi prodajalca za pogajanja z zainteresiranimi kupci.
3. ugotovi ključne prednosti oziroma slabosti podjetja, ki se prodaja ter oblikuje predlog morebitnih sprememb pred prodajo (na primer dezinvestiranje poslovno nepotrebne)

premoženja), ki bi bodisi povečale interes potencialnih kupcev bodisi maksimirale prodajno vrednost.

4. zagotovi informacije, ki so potrebne za kvalitetno izvedbo ocene vrednosti podjetja ter pripravo osnovnih dokumentov, ki so potrebni za izvedbo prodaje (na primer informacijskega memoranduma oziroma prospekta).

Ker je Uredba namenjena predvsem postopkom pri prodaji državnega premoženja in premoženja občin, ta v večini primerov opredeljuje skrbni pregled z vidika prodajalca.

4.1.2.1.3 Vsebina skrbnega pregleda

Glede na Uredbo skrbni pregled praviloma obsega finančni, pravni in organizacijski skrbni pregled. V nadaljevanju je predstavljena podrobna vsebina vsakega izmed njih. V okviru finančnega skrbnega pregleda se analizira tudi davčne obveznosti podjetja.

Posamezno področje skrbnega pregleda glede na Uredbo praviloma obsega spodaj omenjene sestavine. Uredba dovoljuje, da izvajalec skrbnega pregleda sestavine konkretnega področja pregleda prilagodi dejavnosti, ki jo ciljno podjetje opravlja.

1. Finančni skrbni pregled:

- a) analiza finančnih izkazov za zadnja tri poslovna leta,
- b) pregled računovodske politike,
- c) analiza finančne moči podjetja, ustreznosti virov financiranja, likvidnosti in plačilne sposobnosti,
- d) opis in komentar strukture sredstev ter obveznosti podjetja (pregled gibanja zalog, terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev; ocena ustreznosti oblikovanih popravkov terjatev in zalog; pregled nepremičnin in opreme v lasti podjetja, nepremičnin in opreme v finančnem oziroma poslovnem najemu; pregled finančnih obveznosti v zvezi z premo in nepremičninami podjetja),
- e) povzetek vsebine pomembnejših pogodb s kupci in dobavitelji,
- f) pregled pomembnejših pogodb in pogojev za najetje posojil, zavarovanj za posojila, pregled poravnavanja finančnih obveznosti ter opis relacij s poslovnimi bankami in drugimi posojilodajalci,
- g) opis politike zavarovanja in pregled sklenjenih zavarovalnih pogodb ter tveganj glede produktne odgovornosti,
- h) pregled plačevanja davčnih obveznosti ter identificiranje potencialnih davčnih obveznosti,
- i) pregled finančnih in kapitalskih naložb ter poslovnih povezav in transakcij z odvisnimi podjetji.

2. Organizacijski skrbni pregled: opis informacijskih sistemov, ki jih uporablja poslovodstvo za kontrolo poslovnih procesov ter pregled organizacije poslovnega procesa.

3. Pravni skrbni pregled:

- a) povzetek statuta in drugih pomembnejših aktov podjetja,
- b) opis in verifikacija lastniških upravičenj, ki pripadajo lastnikom kapitala,
- c) pregled pomembnejših sodnih postopkov v teku,
- d) pregled zastavnih pravic na nepremičninah, opremi, zalogah ali drugih sredstvih ter finančnih naložbah,
- e) pregled potencialnih obveznosti iz naslova danih jamstev, sporov ipd. oziroma iz naslova izvrševanja pogodbenih obveznosti,
- f) pregled zemljiškoknjžnega stanja v zvezi z lastništvom nepremičnin.

4.1.2.1.4 Izvajalci skrbnega pregleda

Izvajalec skrbnega pregleda je lahko revizijska družba, kot jo določa Zakon o revidiranju oziroma mednarodno priznana revizijska družba. Finančni del skrbnega pregleda lahko opravi tudi pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij. Oseba, ki ji je dovoljeno opravljanje dejavnosti pravnega svetovanja oziroma oseba, ki je diplomiran pravnik z opravljenim državnim pravniškim izpitom in petletnimi delovnimi izkušnjami, lahko izvede pravni del skrbnega pregleda. Izbiro izvajalca skrbnega pregleda opravi komisija.

4.1.2.1.5 Nadzor nad izvajalci skrbnega pregleda

Uredba določa, da nadzor nad izvajalci skrbnega pregleda izvaja Komisija za vodenje postopka prodaje (v nadaljevanju Komisija).

Komisija opravlja naslednje naloge, vezane na prodajni postopek in izvedbo skrbnega pregleda:

- vodi postopek in predlaga izbor izvajalca skrbnega pregleda, ocenjevalca vrednosti premoženja, pravne in finančne svetovalce, razen če zakon ne določa drugače,
- določa kdaj mora izvajalec izvesti skrbni pregled,
- nadzira delo pravnih in finančnih svetovalcev,
- vodi in nadzira pripravo skrbnega pregleda,
- pregleda izdelano poročilo o skrbnem pregledu; Komisija lahko izvajalcu skrbnega pregleda naloži, da poročilo dopolni oziroma da izvede pregled dodatnih področij poslovanja ciljnega podjetja.

4.1.2.2 Zakon o Slovenskem državnem holdingu

V primeru prodaje državnega premoženja, je leta 2010 Uredbo nadomestil ZUKN. Tega pa je leta 2014 nadomestil Zakon o Slovenskem državnem holdingu/ZSDH-1.

ZSDH-1 opredeljuje upravljanje kapitalskih naložb, ki so v lasti:

1. Republike Slovenije in jih upravlja SDH,
2. Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d. (v nadaljevanju KAD),
3. SDH.

Poleg tega ZSDH-1 določa tudi:

1. status in upravljanje SDH,
2. delovanje KAD,
3. akte upravljanja naložb,
4. ukrepe za krepitev integritete in odgovornosti ter omejevanje tveganj za korupcijo, nasprotje interesov in zlorabo notranjih informacij pri upravljanju naložb, ki so v lasti SDH ter naložb Republike Slovenije, ki jih upravlja SDH.

Za razliko od Uredbe, ZSDH-1 ne opredeljuje, uzakonjuje oziroma podrobneje obravnava skrbnega pregleda, določa pa načela upravljanja z naložbami. Eno izmed štirih načel upravljanja z naložbami je tudi načelo skrbnosti in odgovornosti. To načelo pravi, da morajo člani organov SDH pri opravljanju nalog ravnati s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika.

Če upoštevamo tezo, ki sta jo o skrbnosti zapisala Jeraj in Koren (Jeraj & Koren, 2009, str. IX) in ki je predstavljena v poglavju 4.1.1 ter dejstvo, da ZSDH-1 kot obvezno načelo navaja načelo skrbnosti in odgovornosti, lahko rečemo, da tudi ZSDH-1, sicer posredno, zahteva izvedbo skrbnega pregleda.

4.2 Pravni okvir za izvedbo skrbnega pregleda v ZDA, Veliki Britaniji ter Nemčiji

V okviru magistrskega dela sem si zastavila nalogo, da poleg regulative, vezane na izvedbo skrbnega pregleda v Sloveniji, preučim tudi regulativo, vezano na izvedbo skrbnega pregleda v ZDA, Veliki Britaniji ter Nemčiji. Želela sem predstaviti podobnosti oziroma razlike med navedenimi regulativami, prišla pa do sklepa, da je regulativa v teh državah precej podobna in da temelji na pristopu, ki so ga v tridesetih letih prejšnjega stoletja vzpostavile ZDA. Podrobnosti so predstavljene v nadaljevanju.

Proučitev izbrane literature, člankov ter nekaterih objav na svetovnem spletu, je tako pokazala:

1. zakonodajni temelj skrbnih pregledov so postavile ZDA z zakonom o vrednostnih papirjih, ki je bil izdan leta 1933.
2. zahteva po izvedbi različnih postopkov z ustrezno skrbnostjo se je razširila iz ZDA tudi v druge obravnavane države.
3. skrbni pregled se kot termin in postopek pojavlja na različnih zakonodajnih področjih (zakonodaja vezana na trg vrednostnih papirjev, zakonodaja vezana na preprečevanje korupcije, zakonodaja vezana na zaščito človekovih pravic, civilno pravo, kazensko pravo, itd.).

Ker je predmet magistrskega dela skrbni pregled kot podlaga za kupoprodajni proces podjetij, se obravnava regulative v nadaljevanju osredotoča na izvedbo skrbnih pregledov le za ta namen. V zvezi s skrbnimi pregledi podjetij sem tako prišla do naslednjih ugotovitev:

1. obravnavana tuja regulativa postopek izvedbe skrbnega pregleda pri kupoprodajnem procesu ne opisuje kot obvezen postopek, temveč navaja, da je postopek nakupa oziroma prodaje podjetja potrebno izvesti z ustrezno skrbnostjo.
2. tuja regulativa ne predpisuje vsebine in področij skrbnega pregleda ter navedeno prepušča dogovoru med kupcem in prodajalcem.

4.2.1 Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda v ZDA

V ZDA so vzpostavili temelje skrbnega pregleda, zato bom najprej predstavila regulativo v ZDA. Skrbni pregled se je razvil tako v povezavi s trgovanjem z vrednostnimi papirji kot tudi s kupoprodajnim procesom podjetij (navedena postopka sta namreč medsebojno povezana).

Veljavna regulativa in zakoni, vezani na prevzeme in nakupe podjetij v ZDA, temeljijo na zakonih v zvezi s trgovanjem z vrednostnimi papirji iz tridesetih let prejšnjega stoletja (Weston et al., 2001, str. 27). Zakoni so bili vzpostavljeni kot posledica borznega zloma leta 1929, premajhnega števila kupcev (glede na število prodajalcev) ter posledično padca cen vrednostnih papirjev. Ker so številni investitorji izgubili svoj denar, sta oba ameriška kongresa poskušala najti vzroke in krivce za tako stanje. V odgovor na številna zaslišanja, je bilo v tridesetih letih izdano več zakonov v povezavi z vrednostnimi papirji.

Namen vzpostavitve ustrezne regulative je bil doseči pravočasno in celovito razkritje relevantnih informacij, da bi zagotovili pošteno obravnavo vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev.

Pojem skrbnega pregleda se je tako prvič pojavil v pravnih predpisih ZDA leta 1933, in sicer v zakonu o vrednostnih papirjih. Ta zakon ureja področje javne ponudbe delnic in obveznic ter določa obliko, vsebino in pogoje finančnih poročil (prospektov), ki so predpogoj za izdajo novih vrednostnih papirjev.

V skladu z zakonom o vrednostnih papirjih za resničnost in popolnost podatkov, v razmerju do kupca, odgovarjajo vsi, ki sodelujejo v postopku izdaje vrednostnih papirjev, ne glede na to, ali so v pogodbenem razmerju s kupcem ali ne. Mednje uvrščamo tako izdajatelje in prevzemnike, kot tudi revizorje, svetovalce in vse druge strokovnjake. Zakon o vrednostnih papirjih namreč vsebuje klavzulo o omejitvi odgovornosti. Ta klavzula določa, da strokovnjak ne odgovarja, če lahko dokaže, da je imel po opravljenem razumnem poizvedovanju upravičene razloge verjeti in je verjel, da so izjave v prospektu resnične ter da ni bila opuščena navedba bistvenih dejstev, ki jih mora prospekt vsebovati oziroma brez katerih bi bila njegova vsebina zavajajoča. Besedni zvezi »razumno poizvedovanje« in »upravičeni razlogi« sta opredeljeni kot standarda, ki se lahko zahtevata od preudarnega posameznika, ko gre za upravljanje premoženja. Ta klavzula o omejitvi odgovornosti je postala pozneje znana kot skrbni pregled (Jeraj & Koren, 2009, str. II).

Danes se pojem skrbnega pregleda uporablja precej širše, saj se pojavlja vsakič, ko zakon predpisuje obveznost skrbnega poizvedovanja pa tudi v pogodbeno urejenih razmerjih, kjer se stranki želita seznaniti z vsemi bistvenimi vidiki nameravane kupoprodajne transakcije.

Pravni slovar, izdan v ZDA, opredeljuje pojem »due diligence« kot poizvedovanje in analizo potencialnega kupca oziroma borznega posrednika o ciljnem podjetju, neki lastnini ali o novo izdanem vrednostnem papirju (Black, 1999, str. 468). Skrbni pregled se smatra kot dolžnostno ravnanje, ki ga mora naročnik opraviti v skladu s skrbnostjo, ki se od njega zahteva (Jeraj & Koren, 2009, str. II).

4.2.2 Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda v Veliki Britaniji

Howson (2003, str. 8), ki obravnava skrbni pregled v Veliki Britaniji navaja, da zakon ne zahteva skrbnega pregleda. Podobno kot v ZDA, pa zakon posredno zahteva skrbni pregled v primeru prve javne izdaje delnic, s ciljem zagotoviti celovitost in točnost prospekta.

V nadaljevanju povzemam ključne zadeve, vezane na izvedbo skrbnega pregleda za namene prve javne izdaje delnic, kot so opredeljene v vodniku za uvrstitev vrednostnih papirjev na borzo, izdanem s strani Londonske borze vrednostnih papirjev (London Stock Exchange, 2010).

Temeljni dokument pri prvi javni izdaji delnic je prospekt. Celovitost in točnost prospekta je zelo pomembna za zagotavljanje ugleda in uspešnost javne izdaje delnic. Uprava podjetja, ki izdaja vrednostne papirje, je pravno odgovorna za vsebino prospekta,

svetovalec, ki vodi postopek prodaje vrednostnih papirjev, pa je lahko izpostavljen negativnemu ugledu, če se izkaže, da so informacije v prospektu napačne. Da bi zmanjšali tveganja neustrezne vsebine prospekta, se opravi skrbni pregled.

Ugotovitve skrbnega pregleda se tako pojavljajo v obliki treh vrst poročil:

1. dolgo poročilo (natančno poročilo),
2. kratko poročilo (zbirna analiza in sumarni rezultati),
3. poročilo o obratnem kapitalu (analiza likvidnosti v prihodnjih 24 mesecih).

Dolgo poročilo zajema pregled področij, ki pomembno vplivajo na poslovanje. Točen obseg se določi glede na naravo poslovanja podjetja. Dolgo poročilo oziroma skrbni pregled za potrebe prve javne izdaje delnic vključuje:

- operativno poslovanje podjetja,
- organizacijsko strukturo, predstavitev uprave in zaposlenih,
- finančno poslovanje,
- obdavčenje v Veliki Britaniji in drugod, kjer podjetje posluje,
- pregled računovodskih politik,
- pregled informacijskih sistemov.

Namen skrbnega pregleda je zagotoviti točnost, resničnost in celovitost prospekta podjetja ter predstaviti še druge zadeve, povezane s podjetjem. Izvedene so tri vrste skrbnih pregledov:

1. operativni skrbni pregled je v večini primerov izveden s strani svetovalca, ki vodi postopek prodaje vrednostnih papirjev. Z namenom pridobitve celovitih informacij se opravijo intervjuji s predstavniki podjetja, dobavitelji in kupci, pri proizvodnih podjetjih pa tudi ogled poslovanja na proizvodnih lokacijah. Načrtovan je z namenom preveriti poslovno strategijo podjetja in potencial za rast v prihodnje. Projekcije poslovanja podjetja temeljijo na modelu, ustreznost predpostavk modela pa je prav tako predmet skrbnega pregleda.
2. finančni skrbni pregled je usmerjen k potrjevanju historičnih finančnih in operativnih rezultatov.
3. pravni skrbni pregled je izveden s strani pravnikov, obsega preverbo pravnih zadev podjetja, materialnih pogodb in tožb.

Skrbni pregled sodi v pripravljajno fazo procesa prve javne izdaje delnic in traja običajno osem tednov. Skrbni pregled ni namenjen kupcem vrednostnih papirjev, temveč presoji prospekta.

Izvedba in vsebina skrbnega pregleda, ko gre za kupoprodajne transakcije običajnih podjetij na trgu, ni zakonsko opredeljena.

4.2.3 Pravni okvir, ki opredeljuje izvedbo skrbnega pregleda v Nemčiji

V Nemčiji izvedba skrbnega pregleda, kot del postopka prve izdaje vrednostnih papirjev, ni opredeljena z zakonom. Obseg dela je določen s pogodbenim razmerjem med kupcem prve izdaje vrednostnih papirjev ter sodelujočimi pravniki, davčnimi svetovalci in revizorji. Ker večina zaposlenih pri investicijskih bankah izvira iz anglosaškega okolja, se zahteve, ki izhajajo iz anglosaškega pravnega reda, pojavljajo tudi v nemški poslovni praksi.

V primeru običajnih kupoprodajnih transakcij podjetij na trgu, izvedba in vsebina skrbnega pregleda tudi v Nemčiji ni zakonsko opredeljena.

4.3 Primerjava zahtev glede izvedbe skrbnega pregleda med različnimi regulativami

V anglosaškem pravnem redu (Velika Britanija ter ZDA) že od tridesetih let dvajsetega stoletja obstajajo zakonske določbe, vezane na skrbni pregled. V kontinentalnem pravnem redu (Nemčija, Slovenija) se je pojem skrbnega pregleda uveljavil kasneje.

Medtem ko je skrbni pregled, kot pripravljalo dejanje pri nakupu oziroma prodaji podjetij, v Sloveniji uveljavljen približno dvajset let, je ta v anglosaških pravnih redih in v Zahodni Evropi uveljavljen že več desetletij.

Podobno kot v Sloveniji, je v ZDA, Veliki Britaniji ter Nemčiji izvedba skrbnih pregledov regulirana le v primerih, ko gre pri prodaji podjetij za zaščito javnega interesa. Pri javnih izdajah delnic, prodaji premoženja države in občin, se namreč zasleduje določen javni interes, kar opravičuje večjo stopnjo reguliranosti.

Primerjava načina izvedbe skrbnega pregleda med različnimi regulativami kaže, da je slovenska regulativa postopek izvedbe skrbnega pregleda opredelila precej bolj podrobno, kot so ga opredelile obravnavane tuje regulative. Glede na to, da naj bi se obseg in vsebina skrbnega pregleda prilagajala tveganjem konkretnega podjetja in ciljem, ki jih zasleduje naročnik, se postavlja dvom o smiselnosti podrobne opredelitve postopka izvedbe skrbnega pregleda.

5 SLOVENSKA PODJETJA IN SKRBNI PREGLED POSLOVANJA PODJETIJ

Eden izmed vodilnih izvajalcev skrbnih pregledov v Sloveniji je podjetje KPMG poslovno svetovanje, d. o. o. Podjetje KPMG poslovno svetovanje, d. o. o., skupaj s podjetjema KPMG Slovenija, d. o. o. ter KPMG računovodske storitve, d. o. o., tvori skupino povezanih podjetij »KPMG v Sloveniji«. »KPMG v Sloveniji« je del mednarodne mreže KPMG. Mednarodna mreža KPMG sodi med štiri največja svetovalna podjetja na svetu (t.i. skupina »Big 4«). Poleg podjetij v mreži KPMG, skupino »Big 4« sestavljajo tudi podjetja v mreži Price Waterhouse Coopers, podjetja v mreži Deloitte ter podjetja v mreži Ernst and Young. KPMG Slovenija, d. o. o. je podjetje, v katerem sem zaposlena.

Čeprav so svetovalna podjetja v skupini »Big 4« primarno revizijska podjetja, storitev skrbnega pregleda običajno izvajajo zaposleni v svetovalnih oddelkih in ne revizorji. Poznavanje revizijskih postopkov pri izvedbi skrbnih pregledov koristi, ne daje pa zadostnih informacij, ki so potrebne za odločitev o izvedbi kupoprodajne transakcije. Za uspešno izdelavo skrbnega pregleda izvajalci potrebujejo dodatna znanja, predvsem s področja finančne analize. Kot že omenjeno, skrbni pregled ne daje zagotovil, podaja pa globlji vpogled v samo poslovanje ciljnega podjetja ter tveganja, ki so s tem povezana.

Storitev skrbnega pregleda ne smemo obravnavati ločeno od ostalih storitev, vezanih na nakup oziroma prodajo podjetij. Ugotovitve izvedenega skrbnega pregleda namreč predstavljajo podlago za izvedbo ostalih storitev, potrebnih za uspešen zaključek kupoprodajne transakcije ter izvedbo združitve v praksi. Take storitve so na primer ocena vrednosti ciljnega podjetja, svetovanje pri izvedbi nakupa oziroma prodaje ciljnega podjetja, priprava kupoprodajne pogodbe, poprevzemni skrbni pregled.

5.1 Slovenska podjetja kot naročniki skrbnih pregledov

Pregled naročnikov skrbnih pregledov v Sloveniji temelji na podatkih o izvedenih skrbnih pregledih v zadnjih štirinajstih letih, s strani »KPMG v Sloveniji«. Ker so podatki zaupne narave, jih v magistrskem delu podrobno ne prikazujem, povzemam pa ključne ugotovitve pregleda zbranih podatkov.

5.1.1 Pregled dez/investicijskih aktivnosti slovenskih podjetij

Pri pregledu dez/investicijskih aktivnosti slovenskih podjetij na podlagi zbranih podatkov »KPMG v Sloveniji«, sem prišla do naslednjih ugotovitev:

1. Več kot polovico skrbnih pregledov so naročila podjetja, ustanovljena v Sloveniji (v domači in tuji lasti). Slovenska podjetja so torej kot naročniki skrbnih pregledov

aktivna. Aktivna so tako v vlogi kupcev podjetij (torej kot naročniki kupčevih skrbnih pregledov) kot tudi v vlogi prodajalcev (kot naročniki prodajalčevih skrbnih pregledov). Ko gre za nakupe, se slovenska podjetja ne osredotočajo le na nakupe podjetij v Sloveniji, temveč tudi v tujini (tako v državah bivše Jugoslavije kot tudi v zahodni Evropi).

2. V časovni seriji podatkov je opazna sprememba, ki jo je povzročila svetovna finančna kriza leta 2008. Po svetovni finančni krizi je opaziti:
 - a) porast deleža prodajalčevih skrbnih pregledov v celotnem številu izvedenih skrbnih pregledov, saj se podjetja v večji meri odločajo za dezinvestiranje kot za nakupe;
 - b) zmanjšanje števila nameravanih nakupov podjetij v tujini;
 - c) zmanjšanje števila kupoprodajnih transakcij;
 - d) da manjša podjetja skorajda več ne naročajo skrbnih pregledov;
 - e) da so predmet izvedenih skrbnih pregledov v večini primerov velika podjetja;
 - f) da so se lastniki manjših deležev v procesu prodaje teh deležev pričeli združevati v konzorcije.

Iz navedenega lahko sklepamo, da je izvedba skrbnih pregledov poslovanja odvisna od stanja v lokalnem in svetovnem gospodarstvu, od stališča države glede prodaje državnega premoženja, od finančne moči podjetij na trgu.

3. Podjetja so najbolj pogosto naročala finančni skrbni pregled, sledi davčni skrbni pregled, nato pravni skrbni pregled. Zelo pogosto sta se finančni in davčni skrbni pregled naročala skupaj. Skrbni pregledi ostalih področij (IT skrbni pregled, operativni skrbni pregled, okoljevarstveni skrbni pregled) so se naročali redkeje. Navedeno velja tako za čas pred finančno krizo kot za čas po finančni krizi.

5.1.2 Pregled pristopov k izvedbi skrbnega pregleda s strani slovenskih podjetij

Ko gre za izvedbo skrbnega pregleda, je pri slovenskih podjetjih običajno zaslediti naslednje:

1. **obseg dela** – v večini primerov naročniki sledijo predlogu »standardnega obsega dela«. Zelo redko se odločijo za modifikacijo predlaganega obsega dela ali pa v celoti podajo svoj predlog.
2. **vsebina poročila** – po izdaji osnutka poročila nekateri naročniki komentirajo vsebino poročila – gre predvsem za želje, da bi skrbni pregled neko področje obravnaval bolj podrobno. Izvajalec skrbnega pregleda lahko sicer sprejme določene pripombe naročnika, če so te v okviru dogovorjenega obsega dela, ne kršijo strokovnih standardov ter omejitev, ki jih postavi ciljno podjetje (morda to podatkov nima ali pa jih noče razkriti). V večini primerov je torej obseg sprejemljivih komentarjev omejen.
3. **pogodba o izvedbi storitve ter drugi sporazumi** – običajno naročniki sledijo predlogu pogodbe/pravnih sporazumov, ki jih je pripravil izvajalec. Tako je čas usklajevanja pogodbe krajši, prav tako so manjši stroški pravnikov, ki usklajujejo pogodbo.

4. **cena za izvedbo skrbnega pregleda** – dogovorjena cena je odvisna predvsem od širine obsega dela, velikosti ciljnega podjetja, panoge ciljnega podjetja, časovnega roka. Višja cena običajno pomeni večja pričakovanja naročnikov, v smislu odzivnosti izvajalcev, podrobnosti obravnave posameznih tem, časovnega okvira, v katerem mora biti poročilo zaključeno.
5. **spremljanje projekta** – najbolj pogosta je situacija, ko izvajalec izda naročniku osnutek poročila, ta nanj poda pripombe oziroma postavi dodatna vprašanja, nato izvajalec izda končno poročilo. Občasno se pojavijo naročniki, ki pričakujejo vsakodnevno komunikacijo glede pomembnih ugotovitev in statusa projekta oziroma krajša vmesna poročila. Pogosto je to povezano s časovnim okvirom za izvedbo kupoprodajne transakcije (krajši kot je ta, več je vsakodnevne komunikacije).
6. **prejemniki poročila** – nekateri slovenski naročniki želijo posredovati poročilo tudi drugim udeležencem v kupoprodajnem procesu, predvsem gre tu za financerje. Takih primerov je v zadnjih letih vse več. Običajno je tudi, da se poročilo o prodajalčevem skrbnem pregledu posreduje potencialnim kupcem.

5.1.3 Pregled pomembnejših naročnikov skrbnih pregledov v Sloveniji

V zadnjih letih se je večina skrbnih pregledov, izvedenih s strani izvajalca »KPMG v Sloveniji«, kjer so bila naročnik slovenska podjetja, nanašala na prodajo državnega premoženja oziroma premoženja, ki so ga zasegle banke. Kot pomembnejše naročnike skrbnih pregledov v Sloveniji bi lahko izpostavili državo, podjetja v državni lasti ter banke.

5.1.3.1 Država kot pomemben naročnik skrbnih pregledov v Sloveniji

Strategijo pri prodaji premoženja države določa Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države (Ur. l. RS, št. 53/2015, v nadaljevanju Odlok). Odlok določa, da se kapitalske naložbe države razvrščajo na strateške, pomembne in portfeljske – skladno s kriteriji za razvrščanje, kot so opredeljeni v Odloku. Medtem, ko se pri strateških naložbah poleg gospodarskih zasleduje tudi razvojne in druge cilje, povezane z izvajanjem posameznih javnih služb, in se pri pomembnih naložbah želi ohraniti ključne razvojne komponente v Sloveniji, se pri portfeljskih naložbah skuša doseči izključno gospodarske cilje.

V nadaljevanju navajam ključna določila Odloka, v povezavi z razpolaganjem s portfeljskimi naložbami države, saj so prav tovrstne naložbe predmet skrbnih pregledov v zadnjih letih.

Med portfeljske naložbe so uvrščene naložbe, v katerih država ni obvezana ohraniti kontrolnega deleža in s katerimi SDH upravlja in razpolaga izključno za dosego gospodarskih ciljev. V to kategorijo sodijo tudi naložbe, ki jih je treba prestrukturirati. Med

portfeljske naložbe se torej uvrščajo naložbe, ki so tržno zanimive, saj gre za podjetja, ki dobro poslujejo ter naložbe v podjetja, ki pred prodajo potrebujejo aktivno sodelovanje lastnika v procesu prestrukturiranja ter nadaljnega razvoja podjetja.

Za razpolaganje s portfeljskimi naložbami se praviloma uporabljajo postopki prodaje, katerih cilje in metode opredeljuje strategija upravljanja v Odloku. S proračunskega vidika je cilj prodaje zagotoviti likvidne prejeme, zato je pomembno doseči čim višjo kupnino.

Med portfeljske naložbe so uvrščene:

1. naložbe, ki so kot take ocenjene skladno s kriteriji iz Odloka.
2. kapitalske naložbe iz Sklepa o soglasju k odtujitvi naložb Republike Slovenije, Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d., Slovenske odškodninske družbe, d. d., Modre zavarovalnice, d. d., D. S. U., družbe za svetovanje in upravljanje, d. o. o., in Posebne družbe za podjetniško svetovanje, d. d. (Ur. l. RS, št. 52/13), ki ga je sprejel državni zbor 21. junija 2013 (v nadaljevanju Sklep).
3. vse kapitalske naložbe države, ki jih Republika Slovenija, v skladu z veljavno zakonodajo, pridobiva s konverzijo terjatev v kapitalsko naložbo v postopkih prisilne poravnave, iz naslova danih posojil in plačanih poroštev in ki niso zajete v točkah 1 in 2.
4. deleži Republike Slovenije v bankah, ki so v postopku nadzorovanega prenehanja, kakor tudi deleži Republike Slovenije v pravnih osebah, ki nastanejo v postopku statusnega preoblikovanja takih bank.

V zvezi s točko 2 Sklep navaja naslednjih petnajst naložb, ki so oziroma naj bi bile predmet odtujitve: Adria Airways, d. d., Aero, d. d., Elan, d. o. o., Fotona, d. d., Helios, d. d., Aerodrom Ljubljana, d. d., Adria Airways Tehnika, d. d., Nova KBM, d. d., Telekom Slovenije, d. d., Cinkarna Celje, d. d., Gospodarsko razstavišče, d. o. o., Paloma, d. d., Terme Olimia Bazen, d. d., Unior, d. d., Žito, d. d.

Prodaja portfeljskih naložb države močno vpliva na naravo izvedenih skrbnih pregledov v Sloveniji v zadnjih letih. Za potrebe prodaje teh naložb so bili izvedeni prodajalčevi skrbni pregledi, ki sta jih naročala predvsem SDH in Družba za upravljanje terjatev bank, d. d. (v nadaljevanju DUTB ali Družba za upravljanje terjatev bank). V nadaljevanju so predstavljeni postopki prodaje, ki sta jih vodila/jih še vodita SDH in DUTB.

Slovenski državni holding. SDH je glede na Odlok oblikoval politiko upravljanja naložb in določil, katere naložbe bodo predmet prodaje. Nekatere izmed naložb SDH so bile že prodane, druge so v postopku prodaje oziroma na postopek prodaje še čakajo.

Prodana so bila naslednja podjetja (Tabela 4):

Tabela 4: Privatizacija v Sloveniji – zaključeni postopki

Podjetje	Kupec	Datum pogodbe	Delež SDH (v %)	Delež RS (v %)
Aerodrom, d. d.	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	5. september 2014	6,80	50,70
Letrika, d. d.	Mahle Holding Austria GmbH	20. junij 2014	7,10	/
Žito, d. d.	Podravka, d. d.	21. april 2015	12,26	/
Elan, d. d.	Merril Lynch International Wiltan Enterprises Limited	30. julij 2015	49,03	/
Helios, d. d.	Remho Beteiligungs GmbH	16. oktober 2013	9,54	/
Adria Airways Tehnika, d. d.	Linotech Holding S.A.	2. november 2015	52,30	/
Fotona, d. d.	Gores Laser Holdings, LP	30. januar 2014	70,48	/
Adria Airways, d. d.	AA International Aviation Holding GmbH	18. januar 2016	0,98	72,95
Nova KBM, d. d.	Apollo Global Management, LLC, EBRD (Biser Bidco S.à.r.l.)	30. junij 2015	/	100,00

Vir: SDH – Zaključeni postopki, 2016.

Trenutno so v teku naslednji postopki prodaje podjetij (SDH – Postopki v teku, 2016):

- Paloma, d. d.,
- Nova Ljubljanska banka, d. d.,
- Cimos, d. d. (postopek vodi DUTB),
- Mariborska livarna Maribor, d. d. (postopek vodi DUTB),
- Unior, d. d.

Prodajni postopki SDH, ki so se zaključili brez kupoprodajne transakcije, so v tem trenutku naslednji (SDH – Zaključeni postopki brez transakcije, 2016):

- Cinkarna Celje, d. d.,
- Telekom Slovenije, d. d.,
- Gospodarsko razstavišče, d. o. o.

Družba za upravljanje terjatev bank. Tudi DUTB ima na svoji spletni strani objavljen seznam naložb, ki jih želi prodati oziroma za katere zbira ponudbe. Ta seznam je predstavljen v Tabeli 5.

*Tabela 5: Seznam lastniških deležev v lasti DUTB na dan 31. avgust 2016**

Podjetje	KDD oznake	Število delnic	% lastništva	Status prodajnega postopka
Alpina, d. o. o.	n/a	0	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Argolina, d. o. o.	n/a	0	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Avtotehna, d. d.	AVON	909.088	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Bankart d. o. o., Ljubljana	n/a	0	0,89	Lahko se izrazi zanimanje.
Batris, d. o. o.	n/a	0	18,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Certa, d. d.	CTCG	200.000	8,84	Lahko se izrazi zanimanje.
China Sun Bio-Chem Tecnology Group	CSBT SP	239.000	0,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Cimos, d. d.	CIMN	20.661.016	47,50	Poteka.
Cinkarna, d. d.	CICG	117.952	14,48	Lahko se izrazi zanimanje.
Constant Leader XXI	n/a	0	18,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Deželna banka Slovenije, d. d.	SZBR	15.612	0,37	Lahko se izrazi zanimanje.
Družba za nekretnine	n/a	0	100,00	Trenutno se interes ne zbira.
DUP1, d. d.	DUPR	25.000	100,00	/
DUTB d. o. o., Beograd	-	0	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Ekosur – SI, d. o. o.	n/a	0	15,76	Lahko se izrazi zanimanje.
Elektro Celje, d. d.	ECEG	15.000	0,06	/
Elektro Gorenjska, d. d.	EGKG	207.200	1,20	Trenutno se interes ne zbira.
Elektro Ljubljana, d. d.	ELOG	76.730	0,20	/
Elektro Primorska, d. d.	EPRG	68.366	0,36	/
Eti, d. d.	ETIG	59.662	11,97	Poteka.
FACTOR.BG EOOD	n/a	0	100,00	Trenutno se interes ne zbira.
Factor Projekt d. o. o., Hrvaška	n/a	0	100,00	Trenutno se interes ne zbira.
Gorenjska banka, d. d.	GBKR	25.072	6,46	Lahko se izrazi zanimanje.
Goriške opekarne, d. d.	GORG	130	0,02	Lahko se izrazi zanimanje.
HIT Alpinea, d. d.	HGKG	66	0,00	Lahko se izrazi zanimanje.
HIT, d. d. (prednostne delnice)	HIT2	520.000	19,15	Lahko se izrazi zanimanje.
Ihan, d. d.	EIHG	475.000	95,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Illuria Holdings Limited	n/a	0	100,00	Trenutno se interes ne zbira.
Integral fond 1	n/a	499	4,99	Lahko se izrazi zanimanje.
IPKO Telecom LLC (prednostne delnice)	n/a	285.000	2,85	Trenutno se interes ne zbira.
Istrabenz Holding, d. d.	ITBG	258.949	5,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Koto, d. o. o.	n/a	0	66,23	Trenutno se interes ne zbira.
Kovintrade, d. d.	KZTR	36	0,03	Lahko se izrazi zanimanje.
Kreditni Biro Sisbon, d. o. o.	n/a	0	5,18	Trenutno se interes ne zbira.
Litostroj Jeklo, d. o. o.	n/a	0	79,49	Lahko se izrazi zanimanje.
Litostroj Ravne, d. o. o.	n/a	0	88,67	Poteka.
LIV Kolesa, d. o. o.	n/a	0	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.

se nadaljuje

nadaljevanje

Podjetje	KDD oznake	Število delnic	% lastništva	Status prodajnega postopka
Menina, d. d.	MENG	10.310	20,28	Lahko se izrazi zanimanje.
Merkur nepremičnine, d. d.	MRNR	16.072	62,49	Lahko se izrazi zanimanje.
MKZ, d. d.	MKZG	631.117	51,23	Lahko se izrazi zanimanje.
MLM, d. d.	MBLR	705.989	67,24	Poteka.
Nigrad, d. d.	NIMR	109.800	24,91	Lahko se izrazi zanimanje.
NPL Port, d. o. o.	n/a	0	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.
Nuba Net, d. o. o.	n/a	0	67,00	Trenutno se interes ne zbira.
P&S East Growth SICAR	SICAR	2.694	11,50	Lahko se izrazi zanimanje.
Paloma, d. d.	PSTG	32.538	0,96	Lahko se izrazi zanimanje.
Petrol, d. d.	PETG	36.000	1,73	Lahko se izrazi zanimanje.
Pokojninska družba A, d. d.	PDAR	7.309	8,17	Poteka.
Pomurske mlekarne, d. d.	PMLG	28	0,03	Lahko se izrazi zanimanje.
Poslovna šola Bled, d. o. o.	n/a	0	2,11	Lahko se izrazi zanimanje.
PPS – Pekarne Ptuj, d. d.	PPSG	2.338	19,90	Trenutno ne zbiramo interesa oz. sprejemamo ponudb za nakup delnic s strani novih interesentov.
PROleasing Rijeka, d. o. o. – v likvidaciji	n/a	0	100,00	Trenutno ne zbiramo interesa oz. sprejemamo ponudb za nakup delnic s strani novih interesentov.
Riosi Inženiring, d. o. o.	n/a	0	39,18	Lahko se izrazi zanimanje.
RMK promet Zenica, d. d.	RPRZRK 2	29.215	2,22	Lahko se izrazi zanimanje.
Rudnik željezne rude d. d., Vareš	RZRVR	170.477	1,95	Lahko se izrazi zanimanje.
S.W.I.F.T.	n/a	2	0,01	Trenutno ne zbiramo interesa oz. sprejemamo ponudb za nakup delnic s strani novih interesentov.
Sava, d. d.	SAVA	113.257	5,64	Lahko se izrazi zanimanje.
Šipad Export-import d. d., Sarajevo	SEISR	12.321	1,08	Lahko se izrazi zanimanje.
Talum, d. d.	TLMG	287.829	5,45	Lahko se izrazi zanimanje.
Targo Telekom d. o. o., Beograd – v stečaju	n/a	0	89,09	/
Thermana, d. d.	ZDLN	12.000.000	100,00	Lahko se izrazi zanimanje.

Opomba: * Iz seznama so izključena podjetja v stečajnih postopkih.

Vir: DUTB – Lastniški deleži na 31.8.2016, 2016.

Iz predstavljenega seznama sledi, da so trenutno v prodaji naslednja podjetja:

- Cimos d. d.,
- Mariborska livarna Maribor, d. d.,

- Litostroj Ravne, d. o. o.,
- ETI, d. d.,
- Pokojninska družba A, d. d.

Za zgoraj navedena podjetja je/bo DUTB zelo verjetno naročila izvedbo prodajalčevega skrbnega pregleda. Ker je lastnikov teh podjetij pogosto več, se ti za namen prodaje združijo in prodajni postopek vodijo preko konzorcija prodajalcev.

Pregled potencialnih kupcev teh podjetij (in s tem naročnikov kupčevega skrbnega pregleda) v lasti države je pokazal, da so kupci večinoma tuja podjetja in skladi. Slovenska podjetja se po gospodarski krizi žal ne pojavljajo več kot pomembnejši investitorji v slovenska podjetja.

5.1.3.2 Banke upnice kot pomemben naročnik oziroma iniciator skrbnih pregledov v Sloveniji

Poleg DUTB in SDH je potrebno kot pomembnejše naročnike skrbnih pregledov v Sloveniji izpostaviti tudi banke upnice, ki so bodisi postavile zahteve za prestrukturiranje preveč zadolženih podjetij ali pa so zaradi neporavnanih dolgov dobile lastninsko pravico nad nekaterimi slovenskimi podjetji.

Prestrukturiranje preveč zadolženih podjetij pogosto vključuje prodajo njihovih naložb. Banke se pri postopku prodaje naložb z ostalimi lastniki združujejo v konzorcij prodajalcev. V to skupino izvedenih skrbnih pregledov bi lahko uvrstili na primer skrbni pregled podjetij Poslovni sistem Mercator, d. d., Pivovarna Laško, d. d., Pivovarna Union, d. d. in Tušmobil, d. o. o.

5.2 Slovenska podjetja kot predmet skrbnih pregledov

Slovenska podjetja, ki so predmet skrbnih pregledov, bi lahko razdelili v tri skupine:

1. podjetja, katerih lastnik je država in sodijo v program prodaje državnega premoženja,
2. podjetja, katerih prodajo zahtevajo banke upnice,
3. podjetja, ki so predmet običajnih aktivnosti, vezanih na nakup oziroma prodajo podjetij.

Zadnja leta so predmet skrbnih pregledov v slovenskem prostoru predvsem podjetja iz prvih dveh skupin.

Podjetja iz prvih dveh skupin se na prodajo običajno dobro pripravijo in pri prodajnem postopku tudi aktivno sodelujejo. Lastniki angažirajo posebej usposobljene finančne ter

pravne svetovalce, ki vodijo prodajni postopek. Poleg teh lastniki angažirajo tudi izvajalce, ki izvedejo prodajalčev skrbni pregled. Najbolj pogosto je to finančni, davčni in pravni skrbni pregled. Svetovalci pri prodaji za potencialne kupce pripravijo podatkovno sobo (običajno gre za virtualno podatkovno sobo), kjer je med drugim na voljo tudi prodajalčev skrbni pregled, odgovarjajo na vprašanja potencialnih investitorjev, pripravijo predstavitev posloводства, itd.

Bolj strukturiran pristop k postopku prodaje, ki velja za podjetja iz prvih dveh skupin, je posledica dejstva, da so to pogosto podjetja, ki so predmet javnega interesa ter podjetja, katerih delnice kotirajo na trgu vrednostnih papirjev. Pri teh podjetjih je potrebno zagotoviti transparentnost prodajnega postopka in enako obravnavo vseh potencialnih investitorjev.

Podjetja, ki sodijo v tretjo skupino, so pogosto manj izpostavljena javnosti. Proces prodaje/nakupa se običajno lotevajo manj strukturirano in za izvedbo kupoprodajnega procesa le redkeje angažirajo posebne svetovalce. Izjema so pravni svetovalci, ki poskrbijo za pravno podporo v kupoprodajnem procesu.

Kupoprodajni proces v teh primerih poteka tako, da se na podlagi zaznanega interesa, kupec in prodajalec dogovorita za izvedbo skrbnega pregleda ter morebitno oceno vrednosti ciljnega podjetja. Običajno gre za individualnega kupca, redkeje jih je več. Potencialni kupec se s podjetjem prodajalcem dogovori o obsegu dokumentacije, ki jo mora ciljno podjetje pripraviti za potrebe izvedbe skrbnega pregleda. Ker gre za individualnega kupca, se podjetje prodajalec običajno ne odloči za organizacijo in pripravo dokumentov v obliki podatkovne sobe. Dokumenti o ciljnem podjetju se potencialnemu investitorju posredujejo kar neposredno. V primerjavi s prodajnimi postopki, kjer nastopa več kupcev, je posloводство ciljnega podjetja v tem primeru bolj odprto za potencialna vprašanja, intervjuje in pripravljeno razkriti več informacij o podjetju. Odločitev o nakupu podjetja s strani potencialnega investitorja poteka predvsem na podlagi kupčevega skrbnega pregleda, saj se lastniki tovrstnih podjetij običajno ne odločajo za izvedbo prodajalčevega skrbnega pregleda.

V primeru, da so predmet tovrstnih skrbnih pregledov manjša podjetja lahko izvajalci naletijo na težavo, da podatki ciljnega podjetja niso revidirani, ali pa niso revidirani s strani renomiranega revizijskega podjetja. V tem primeru je priporočljivo, da se pred izvedbo skrbnega pregleda izvede revizija izkazov ciljnega podjetja.

Dilema, s katero se srečujejo podjetja v vseh treh skupinah, je, kako varovati zaupne informacije v ciljnem podjetju, saj so mnogi kupci tudi njihovi konkurenti. V ta namen ciljno podjetje s potencialnimi kupci podpiše sporazum o varovanju zaupnih informacij.

V nadaljevanju bom predstavila nekaj primerov objavljenih nameravanih oziroma izvedenih kupoprodajnih transakcij, v katerih so bila vključena slovenska podjetja. Predstavitev temelji na javno objavljenih podatkih. Glede na to, da se z izvedbo skrbnih pregledov profesionalno ukvarjam, bi bila lahko predstavitev bolj podrobna, vendar me obvezuje profesionalna zaveza o varovanju zaupnih informacij.

5.2.1 Podjetja, katerih lastnik je država in sodijo v program prodaje državnega premoženja

V nadaljevanju predstavljam dva primera, prodajni postopek podjetja Adria Airways, d. d. in podjetja Paloma, d. d.

Adria Airways, d. d. (v nadaljevanju Adria Airways). Prodaja je bila izvršena 18. januarja 2016. Prodajalca sta bila SDH v imenu Republike Slovenije ter v svojem imenu in DUTB. Kupec je bil investicijski sklad 4K Invest, s sedežem v Luksemburgu, preko odvisnega podjetja v 100 % lasti sklada AA International Aviation Holding GmbH. Marca 2016 je 4K Invest, vključno z dokapitalizacijo podjetja 8. marca 2016, postal imetnik 96,09 % deleža podjetja Adria Airways (SDH – Prodaja večinskega deleža v družbi Adria Airways, d. d. uspešno zaključena, 2016).

Prodajni postopek Adria Airways se je pričel 8. januarja 2015, ko je SDH v imenu in za račun Republike Slovenije, DUTB in PDP, d. d. podpisal Sporazum o skupnem nastopu pri prodaji delnic družbe Adria Airways (SDH – Podpis Sporazuma o skupnem nastopu pri prodaji delnic družbe Adria Airways, d. d., 2016). Javna prodaja podjetja Adria Airways se je pričela v začetku julija 2015, pri čemer je bil vzpostavljen kontakt s širokim naborom finančnih in strateških investitorjev. Prodajni postopek sta vodila SDH in DUTB ob sodelovanju finančnega svetovalca, podjetja KPMG poslovno svetovanje, d. o. o. in pravnega svetovalca Karanović & Nikolić. Prodajni postopek je bil izveden profesionalno, transparentno in enakopravno do vseh investitorjev v prodajnem postopku ter v skladu z mednarodno prakso na področju kupoprodajnih transakcij (SDH – Prodaja večinskega deleža v družbi Adria Airways, d. d. uspešno zaključena, 2016).

S strani Agencije za upravljanje kapitalskih naložb Republike Slovenije je bil v preteklosti že voden postopek prodaje delnic Adria Airways. Ta se je v letu 2013 zaključil zaradi nesprejemljivosti prejetih ponudb. K neuspešnosti kupoprodajnega procesa je pripomoglo tudi dejstvo, da se je podjetje že dlje časa soočalo s poslovno-finančnimi težavami (Toplak, 2016).

Na podlagi javnih podatkov nisem zasledila zapisov o izvedbi skrbnega pregleda podjetja Adria Airways.

Paloma, d. d. (v nadaljevanju Paloma). V prodajnem postopku Palome sta ključni vlogi odigrali prav možnost izvedbe skrbnega pregleda ter uprava Palome s svojim vplivom in odločitvami.

KAD in Slovenska odškodninska družba, d. d. sta prvo javno ponudbo za prodajo svojega deleža objavila že v drugi polovici leta 2007. Takrat se je odzvalo kar sedem ponudnikov, ki so nato do konca istega leta opravili prvo fazo omejenega skrbnega pregleda, nato pa se je prodajni postopek ustavil (Mlakar, 2015).

Druga javna ponudba je bila objavljena februarja leta 2015. Na podlagi javnega razpisa k povečanju osnovnega kapitala podjetja Paloma, je bilo izdano javno povabilo k predložitvi izjav interesa. Postopek povečanja kapitala je bil voden kot dvofazni mednarodni razpisni postopek s predložitvijo nezavezujočih ponudb v prvi ter s predložitvijo zavezujočih ponudb v drugi fazi (po izvedenem skrbnem pregledu). Paloma je prejela šest nezavezujočih ponudb, uprava pa je ekskluzivno pravico za izvedbo skrbnega pregleda, dokapitalizacijo in nato privatizacijo podjetja ponudila le poljskemu investitorju Abris Capital Partners Sp. z o. o. (v nadaljevanju Abris Capital). Abris Capital je bil izbran kljub temu, da naj bi razlika med najvišjo in najnižjo nezavezujočo ponudbo znašala le okrog 15 %. Pojasnilo uprave Palome je bilo, da so Abris Capitalu podelili ekskluzivno pravico na podlagi najvišje prejete nezavezujoče ponudbe (Morozov, 2015b).

Kasneje sta dva potencialna investitorja (Eco-Invest a. s. ter Arca Capital Bohemia a.s.) vložila izpodbojni tožbi s pojasnilom, da je uprava podjetja Paloma v dokapitalizacijskem postopku pristala na pogoje sklada Abris Capital, ga favorizirala glede na ostale ponudnike in edinemu med tistimi, ki so oddali nezavezujoče ponudbe, omogočila skrbni pregled ter podpisala pogodbo o ekskluzivnosti v pogajanjih. Upravi je bilo očitano tudi, da podjetjem, ki so oddala nezavezujoče ponudbe za dokapitalizacijo, ni bilo omogočeno, da bi izboljšale svoje ponudbe (Klapš, 2016a).

Maja 2016 je uprava podjetja Paloma prejela novico, da je Abris Capital odstopil od dokapitalizacije Palome (Klapš, 2016b). Postopek dokapitalizacije se je zaključil julija 2016, ko je SDH podprl predlagano dokapitalizacijo podjetja Paloma v višini 18,2 milijona evrov, po ceni 4,01 evrov na delnico, s strani Eco-Invest, a. s. (Zaletel, 2016). Slovaški industrijski in finančni holding Eco Invest a.s. se ukvarja z dolgoročnimi strateškimi vlaganji v proizvodna podjetja, predvsem na področju celuloze in papirja, papirnatih robčkov, kuvert in embalaže (Tomažič, 2016).

5.2.2 Podjetja, katerih prodajo zahtevajo banke upnice

V zadnjih letih je bilo kar nekaj primerov, ko so prodajo določenih slovenskih podjetij zahtevale banke upnice. V to skupino bi lahko uvrstili prodajo podjetij: Poslovni sistem Mercator, d. d. (v nadaljevanju Mercator), Pivovarna Union, d. d. (v nadaljevanju

Pivovarna Union), Pivovarna Laško, d. d. (v nadaljevanju Pivovarna Laško), Tušmobil, d. o. o., Litostroj Power, d. o. o.

Predstavila bom primer skupne prodaje podjetij Pivovarna Laško in Pivovarna Union ter prodajo podjetja Mercator.

Prodaja podjetij Pivovarna Union ter Pivovarna Laško. Skupina Laško je na podlagi prevzemov obvladovala več velikih slovenskih podjetij, kot so na primer Fructal, d. d., Radenska, d. d. Radenci (v nadaljevanju Radenska), Pivovarna Union, Mercator. Skupina Laško se je zaradi prezadolženosti, na podlagi zahtev bank, morala razdolžiti. Razdolževanje Skupine Laško je potekalo počasi. Rezultat so bile nižje kupnine in več dolga, kot bi ga Skupina Laško lahko imela. V letu 2011 je bil prodan Fructal, d. d., potem so se prodaje ustavile. Naslednja pomembna koraka sta bila uspešna prodaja in dekonsolidacija kosovske pivovarne Birra Peja Sh. a. ter prodaja podjetja Mercator. Sledila je prodaja podjetja Radenska. Tako so konec decembra 2014 v Skupini Laško ostali le še matično podjetje Pivovarna Laško, Pivovarna Union in Delo, d. d. (Sovdat, 2014). Družba Delo, d. d. je bila leta 2015 prodana družbi FMR Financiranje in upravljanje naložb, d. d.

Konec leta 2014 se je pričela prodaja Pivovarne Laško in Pivovarne Union. Za nakup je konkuriralo šest investorjev (Carlsberg Brewerie A/S, Heineken International B.V. ter štirje zasebni naložbeni skladi: KKR LLP, Mid Europa Fund Management Limited, CVC Capital Partners Limited, Bain Capital Europe LLP), na koncu pa sta bili podjetji prodani podjetju Heineken International B.V. Pri prodaji je bilo opaziti zgledno sodelovanje uprave podjetij Pivovarna Laško in Pivovarna Union ter resen pristop tako prodajalcev, svetovalcev pri prodaji kot tudi potencialnih investorjev.

Mercator. Mercator je bil v preteklosti pogosto predmet namer o prevzemu. V povezavi s podjetjem Mercator je bilo, tako na strani kupcev kot tudi prodajalcev, izvedeno več različnih skrbnih pregledov. Do prevzema podjetja Mercator je prišlo v letu 2014 s strani podjetja Agrokor, d. d. (v nadaljevanju Agrokor). Agrokor se je v lastništvo podjetja Mercator z večinskim deležem (53,12 %) vpisal 27. junija 2014. 31. julija 2014 je Agrokor objavil prevzemno ponudbo za odkup še preostalih delnic. V začetku septembra je bila objavljena odločba o uspešnem izidu prevzemne ponudbe. Tako je Agrokor 3. septembra 2014 postal 80,75 % lastnik podjetja Mercator.

Pogodba o prodaji deleža v podjetju Mercator s strani konzorcija lastnikov, v katerem so sodelovali NLB, d. d, NFD 1 delniški investicijski sklad, d. d., NFD Holding, d. d., Gorenjska banka, d. d., Kranj, Hypo Bank, d. d., Banka Celje, d. d., Prvi faktor – faktoring, d. o. o., Nova KBM, d. d., Banka Koper, d. d., Radenska, Pivovarna Laško ter Pivovarna Union, je bila sicer podpisana že junija 2013, vendar je bilo do dokončne izvedbe prodaje potrebno počakati na dovoljenje Agencije za varstvo konkurence (Sovdat, 2016a).

5.2.3 Ostala slovenska podjetja, kot predmet skrbnih pregledov

V nadaljevanju predstavljam primera dejanske in nameravane prodaje treh slovenskih podjetij. Prodaja teh podjetij ni posledica zahtev bank po prodaji ali pa namere Republike Slovenije po izstopu iz lastništva, temveč je posledica »običajne« podjetniške iniciative lastnikov oziroma potencialnih kupcev. Predstavljam primer prodaje podjetij Iskra Zaščite, d. o. o. (v nadaljevanju Iskra Zaščite) in Varsi, d. o. o. (v nadaljevanju Varsi) ter namero o nakupu deleža v podjetju Gorenje, d. d. (v nadaljevanju Gorenje).

Prodaja podjetij Iskra Zaščite in Varsi. Podjetji Iskra Zaščite in Varsi sta poslovali zelo uspešno, kljub temu pa sta se lastnika podjetij Otmar Zorn ter Mirjam Cergolj v letu 2015 odločila za prodajo obeh podjetij podjetju Raycap Cyprus Limited (v nadaljevanju Raycap). Podjetje Raycap je podjetje, s katerim sta podjetji Iskra Zaščite in Varsi že več let poslovno sodelovali. Lastnika podjetij sprva nista nameravala prodati, čeprav naj bi se za njun nakup vsako leto zanimalo več investitorjev. V letu 2015 sta se Otmar Zorn, kot lastnik podjetij Iskra Zaščite in Varsi, ter Mirjam Cergolj, kot solastnica podjetja Varsi, kljub vsemu odločila za prodajo (Morozov, 2015a).

Morozov (2015a) v svojem članku navaja, da namerava Otmar Zorn pridobljena sredstva ponovno investirati. Otmar Zorn je kot investitor aktiven že dlje časa in ga s tem lahko smatramo kot potencialnega naročnika novih skrbnih pregledov. V letu 2013 je tako kupil podjetje Solvera Lynx d. d., ki še vedno ostaja v njegovi lasti.

Podatkov o izvedenem skrbnem pregledu podjetij Iskra Zaščite in Varsi v javnih virih nisem zasledila. Sem pa zasledila podatek, da ima podjetje Raycap posebno skupino, ki je zadolžena za prevzeme novih podjetij ter v okviru tega tudi za izvedbo skrbnih pregledov. Tako lahko sklepamo, da je bil kupčev skrbni pregled izveden tudi v primeru prodaje podjetij Iskra Zaščite in Varsi.

Potencialni prevzem podjetja Gorenje. Japonsko podjetje Panasonic Corporation (v nadaljevanju Panasonic), ki ima trenutno v lasti približno 10 % podjetja Gorenje, je v letu 2016 izrazilo željo po povečanju obstoječega lastniškega deleža. V ta namen so se z upravo podjetja Gorenje dogovorili za izvedbo skrbnega pregleda. Skrbni pregled naj bi bil zaključen do konca septembra 2016, nato pa naj bi se podjetje Panasonic odločilo, ali bo izrazilo namen povečati lastniški delež ali ne (Sovdat, 2016d).

Pri izvedbi skrbnega pregleda je prišlo do zapleta. Uprava Gorenja se je namreč odločila, da namero Panasonica o izvedbi skrbnega pregleda in o morebitnem povečanju lastniškega deleža ne razkrije javnosti. Navedeno odločitev je sprejela kljub temu, da podjetje Gorenje kotira na borzi. Uporabila je namreč mehanizem odloga razkritja pomembne informacije. Po zakonu lahko izdajatelji vrednostnih papirjev odložijo objavo pomembne informacije, a le, če zagotovijo, da se ta ne bo širila. Žal pa upravi ni uspelo zagotoviti varovanja

zaupnosti in informacija o izvedbi skrbnega pregleda je bila razkrita javnosti (Sovdat, 2016d). Konec poletja 2016 se je tako v medije razširila novica o potencialnem prevzemu podjetja Gorenje s strani podjetja Panasonic in o izvedbi skrbnega pregleda.

Ob navedenem primeru je smiselno izpostaviti naslednja dejstva. Dejstva so zbrana na podlagi člankov avtorice Sovdat (2016b, 2016c, 2016d), objavljenih v reviji Finance:

1. **razkrivanje notranjih informacij** – predsednik uprave Gorenja je informacijo o nameravanem skrbnem pregledu razkril predsedniku vlade.
2. **zloraba informacij in okoriščenje z notranjimi informacijami** – predvideva se, da so se nekatere osebe, ki so imele dostop do informacij o nameri Panasonica, s temi informacijami okoristile.
3. **oškodovanje delničarjev** – oškodovani so bili tisti delničarji, ki za cenovno občutljivo informacijo niso vedeli ter tisti, ki so delnice Gorenja prodali po nižji ceni, kot bi jih lahko, če bi bila informacija o skrbnem pregledu javno objavljena.
4. **zavajanje javnosti** – pred objavo namere o povečanju deleža so borzni analitiki porast cene delnice Gorenja pripisovali povečanju uspešnosti poslovanja podjetja (Lipnik, 2016).
5. **neenakovredna obravnava vseh potencialnih investitorjev** – z izvedbo skrbnega pregleda ima Panasonic (vsaj časovno) prednost pred ostalimi investitorji, ki se zanimajo za nakup deleža v podjetju.
6. **namera o izvedbi skrbnega pregleda in izvedba skrbnega pregleda je cenovno občutljiva informacija** in lahko močno vpliva na ceno delnic. Uprava Gorenja bi morala poskrbeti za to, da so o taki cenovno občutljivi informaciji enakovredno obveščeni vsi udeleženci trga.

5.3 Slovenska podjetja kot izvajalci skrbnih pregledov

Finančni ter davčni skrbni pregled poslovanja kot eno izmed svojih storitev ponuja precejšnje število slovenskih podjetij, ki se ukvarjajo s poslovnim in finančnim svetovanjem. Poleg njih so pomembni izvajalci skrbnega pregleda v Sloveniji tudi odvetniške pisarne, ki ponujajo storitve pravnega skrbnega pregleda.

V tujini se srečujejo s prakso, da skrbni pregled ciljnega podjetja opravi kar investitor sam. Tak pristop se pojavlja zlasti pri podjetjih, ki se pogosto odločajo za kupoprodajne transakcije. Nekateri investitorji pri zunanjih izvajalcih skrbnih pregledov naročijo izvedbo finančnega, davčnega ter pravnega skrbnega pregleda, operativni skrbni pregled pa izvedejo sami, saj najboljše poznajo specifične panoge v kateri poslujejo (v primeru, da gre za nakup podjetja iz iste panoge). Na podlagi javno dostopnih podatkov v Sloveniji nisem zasledila primere, da bi skrbni pregled izvajal kar investitor sam.

V Sloveniji bi izvajalce skrbnih pregledov lahko razdelili glede na naslednje kriterije:

1. vrsta skrbnih pregledov, ki jih izvajalci lahko nudijo svojim naročnikom,
2. profil ciljnega podjetja oziroma profil naročnika skrbnega pregleda ter vrednost kupoprodajne transakcije,
3. nabor storitev, ki jih svetovalna podjetja lahko nudijo v zvezi s posameznim kupoprodajnim procesom (skrbni pregled, ocena vrednosti, pregled zaključnih računov, priprava kupoprodajne pogodbe).

5.3.1 Delitev izvajalcev skrbnih pregledov glede na vrsto skrbnih pregledov, ki jih lahko nudijo svojim naročnikom

Izvajalce lahko, glede na vrste skrbnih pregledov, ki jih nudijo svojim naročnikom, delimo v dve skupini:

1. izvajalci, ki lahko nudijo skrbne preglede več različnih področij hkrati (najbolj pogosta je sočasna izvedba finančnega, davčnega in pravnega skrbnega pregleda),
2. izvajalci, ki so specializirani le za posamezno vrsto skrbnega pregleda (na primer samo za pravni skrbni pregled).

V prvo skupino bi uvrstili svetovalna podjetja, ki pripadajo skupini »Big 4« (KPMG, Ernst&Young, Deloitte, PwC), pa tudi druga podjetja, ki sodijo med mednarodna svetovalna podjetja (BDO, IB.Group). Ta svetovalna podjetja lahko svojim naročnikom nudijo več različnih vrst skrbnih pregledov. Običajno tako hkrati nudijo finančni, davčni in pravni skrbni pregled. Poleg teh pa lahko izvedejo tudi še na primer: organizacijski, okoljevarstveni, operativni, tržni skrbni pregled, skrbni pregled informacijske tehnologije. Prednost tovrstnih podjetij je, da so del mednarodne mreže, zato lahko, v primeru, da specializiranega znanja ne posedujejo, najamejo specialiste iz tujine (posebej velja to za operativni skrbni pregled). Prav tako je prednost mednarodnih svetovalnih podjetij ta, da lahko organizirajo skrbne preglede tudi v tistih državah, kjer ima ciljno podjetje svoje enote. To je zlasti pomembno za tista področja skrbnega pregleda, kjer je potrebno poznati lokalno zakonodajo. S tem namenom se v projektno skupino vključijo strokovnjaki iz tujine. Taka situacija je prisotna tudi pri večjih slovenskih podjetjih, saj imajo pogosto v lasti podjetja v tujini. Prednost odločitve za izbor enega izvajalca za več področij skrbnih pregledov je, da se ugotovitve skrbnih pregledov različnih področjih poslovanja ciljnega podjetja med seboj povezujejo ter da naročnik tako dobi bolj celovito sliko o poslovanju ciljnega podjetja.

V drugo skupino sodijo specializirani izvajalci, ki nudijo skrbni pregled samo določenega področja poslovanja ciljnega podjetja. Specializirane izvajalce lahko, glede na področje skrbnega pregleda, razdelimo na:

1. **izvajalce finančnega in davčnega skrbnega pregleda** – običajno se oba skrbna pregleda naročata skupaj. Tovrstne skrbne preglede nudijo predvsem večja slovenska revizijska in računovodska podjetja (Unija XS, d. o. o., KF Finance, d. o. o., Abeceda svetovanje, d. o. o., itd.).
2. **izvajalce pravnega skrbnega pregleda** – tovrstni skrbni pregledi zahtevajo poglobljeno pravno znanje, zato jih izvajajo odvetniške pisarne. Kljub temu, da imajo odvetniške pisarne v Sloveniji primat nad izvajanjem pravnih skrbnih pregledov, vse bolj pomembni konkurenti za izvedbo pravnega skrbnega pregleda postajajo podjetja iz skupine »Big 4« (ravno zaradi predhodno omenjene možnosti nujenja celovite storitve).
3. **izvajalce operativnega skrbnega pregleda** – operativni skrbni pregled zahteva poznavanje panoge, v kateri ciljno podjetje posluje. Ker na slovenskem trgu ni toliko kupoprodajnih transakcij, da bi izvajalci lahko razvili specializirano znanje za določeno panogo, se običajno za operativni skrbni pregled angažira panožne specialiste iz tujine. Navedeno potrjuje tudi pregled javnih podatkov o izvajalcih operativnih skrbnih pregledov v Sloveniji, saj slovenskih izvajalcev ni bilo zaslediti.
4. **izvajalce skrbnega pregleda drugih področij** – skrbne preglede drugih področij (na primer skrbni pregled informacijske tehnologije, okoljevarstveni skrbni pregled) izvajajo svetovalna podjetja, ki posedujejo določeno specializirano znanje. Nabor tovrstnih izvajalcev je omejen. Prav tako je omejen trg za tovrstne skrbne preglede, saj slovenska podjetja naročajo predvsem finančne, davčne in pravne skrbne preglede.

Kot že omenjeno, je za naročnika koristno, če so izvajalci skrbnih pregledov med seboj povezani, zato ti vse bolj preferirajo izvajalce, ki jim lahko hkrati nudijo skrbne preglede različnih področij. Na ta način se ugotovitve po posameznih področjih med seboj povezujejo, se kot celota vključijo v kupoprodajno pogodbo ter vplivajo na znesek kupnine.

Specializirani izvajalci lahko celovit pristop k izvedbi skrbnega pregleda zagotovijo tako, da se že v fazi priprave ponudbe med seboj formalno oziroma neformalno povežejo. Tako sodelovanje za izvajalce ni najbolj enostavno – potrebno je ustrezno razmejiti odgovornost, paziti na enoten pristop k obravnavanim področjem ter zagotoviti pokritost vseh področij dogovorjenih s pogodbo. Formalno povezovanje specializiranih izvajalcev v Sloveniji ni prav pogosto.

5.3.2 Delitev izvajalcev skrbnih pregledov glede na profil ciljnega podjetja oziroma naročnika skrbnega pregleda ter vrednost kupoprodajne transakcije

Izbor primernega izvajalca skrbnega pregleda določata vrednost kupoprodajne transakcije ter profil naročnika oziroma ciljnega podjetja (velikost podjetja, ali gre za državno podjetje, ali podjetje kotira na borzi, ali gre za podjetje javnega interesa, ali je podjetje registrirano v tujini).

V primeru, da gre za kupoprodajno transakcijo večje vrednosti, oziroma, da se prodaja podjetje, ki je v državni lasti ali pa podjetje, ki je subjekt javnega interesa, naročniki najbolj pogosto angažirajo:

1. izvajalca iz skupine »Big 4« za vsa naročena področja skrbnih pregledov (običajno hkrati naročajo finančni, davčni ter pravni skrbni pregled),
2. lokalno odvetniško pisarno za pravni skrbni pregled ter izvajalca iz skupine »Big 4« za preostala področja naročenih skrbnih pregledov.

Prav tako za izvedbo kupčevega skrbnega pregleda angažirajo podjetje iz skupine »Big 4« potencialni tuji investitorji, saj jim renomirano mednarodno svetovalno podjetje daje večjo gotovost, da bo skrbni pregled kvalitetno izveden.

Če se poleg kupčevega skrbnega pregleda, izvaja tudi prodajalčev skrbni pregled, je za tuje investitorje pomembno kdo je izvajalec prodajalčevega skrbnega pregleda. Tako v primeru, da želi lastnik prodati podjetje tujemu investitorju, prodajalčev skrbni pregled običajno naroči pri izvajalcih iz skupine »Big 4«.

5.3.3 Delitev izvajalcev skrbnih pregledov glede na nabor transakcijskih storitev, ki jih nudijo naročniku

Izvajalci skrbnih pregledov v Sloveniji se razlikujejo tudi glede na nabor storitev, ki jih lahko nudijo naročniku v zvezi s posameznim kupoprodajnim procesom.

Izvajalci iz skupine »Big 4« so z leti razvili dovolj znanja, da niso več samo izvajalci skrbnih pregledov, temveč lahko svojim naročnikom nudijo tudi dodatne storitve, vezane na kupoprodajni proces (organizacija podatkovne sobe, priprava kupoprodajne pogodbe, pomoč pri pogajanjih, identificiranju ciljnih podjetij, priprava zaključnih računov). Tako so izvajalci iz skupine »Big 4« pogosta izbira, ko gre za pomembnejše kupoprodajne transakcije. Poleg izvajalcev iz skupine »Big 4« dodatne storitve (vezane na predvsem na pravni vidik kupoprodajnega procesa), nudijo tudi odvetniške pisarne.

V izogib potencialnim konfliktom se je v Sloveniji izoblikovala praksa, da svetovalno podjetje, ki ima mandat svetovalca pri prodaji za lastnika oziroma konzorcij lastnikov, običajno ne izvaja prodajalčevega skrbnega pregleda. Prav tako v tem primeru ne nudi svetovalnih storitev potencialnim kupcem.

5.4 Razvoj skrbnih pregledov v Sloveniji

Ker sem že dalj časa zaposlena v »KPMG v Sloveniji« sem lahko opazovala, kako se je razvijal pristop k izvedbi skrbnih pregledov. Pred petnajstimi leti se podatki, pridobljeni pri skrbnih pregledih, niso kaj dosti razlikovali od podatkov, pridobljenih z revizijo. Poročilo o finančnem skrbnem pregledu je na primer vsebovalo pregled vseh bilančnih postavk in se ni osredotočalo le na tiste postavke, ki so pomembne z vidika kupoprodajne transakcije. Čez nekaj let je mreža KPMG razvila globalno metodologijo za izvedbo transakcijskih storitev. Skrbni pregled se je razvijal v smeri identificiranja »ključnih tveganj« na področjih, ki jih je stranka, skupaj z izvajalcem skrbnega pregleda, izpostavila kot relevantne in bi lahko imele vpliv na vrednost kupoprodajne transakcije. Spremenil se je tudi način poročanja. Oblikovalo se je tako imenovano poročanje po nivojih. Poslovodstvo naročnika tako dobi le ključne podatke o ciljnem podjetju (gre za t.i. »povzetek za poslovodstvo«), naslednji nivo odločevalcev dobi že bolj podrobne, vendar še vedno sumarne podatke (na primer vodja financ, vodja kupoprodajnega procesa), analitiki naročnika pa dobijo poročilo z analitičnimi podatki (angl. *data book*). Na ta način so poročila o skrbnem pregledu ter delo izvajalcev skrbnega pregleda pridobili na pomenu in s tem dali naročniku dodatno vrednost.

V vseh teh letih pa ni opazen le napredek v pristopu k izvedbi skrbnega pregleda, spremenila so se tudi pričakovanja naročnikov. Naročniki so postali bolj zreli in imajo vse več znanja s področja kupoprodajnih transakcij. Tako so postali zahtevnejši glede vsebine skrbnega pregleda, načina njegove izvedbe ter vprašanj, na katera naj bi skrbni pregled odgovoril.

6 POVZETEK UGOTOVITEV RAZISKAVE O SKRBNIH PREGLEDIH POSLOVANJA PODJETIJ

Pri pisanju magistrskega dela sem želela preveriti naslednjo tezo:

»Skrbni pregled daje pomembne in koristne informacije pri nakupu oziroma prodaji podjetij, zato je njegova izvedba tako za kupca kot za prodajalca podjetja nujna«.

Na podlagi pregleda literature, empiričnih podatkov ter drugih virov lahko sklepam, da zgornja teza drži. Pri preverjanju teze in raziskavi področja skrbnih pregledov sem na podlagi različnih primarnih in sekundarnih virov ter osebnih izkušenj prišla, poleg potrditve zgoraj navedene teze, tudi do naslednjih pomembnih ugotovitev:

1. *Skrbni pregled sicer temelji na historičnih podatkih, vendar so njegove ugotovitve usmerjene v prihodnost.*

Navedeni sklep temelji na proučitvi opredelitve skrbnega pregleda s strani različnih avtorjev ter na praktičnih izkušnjah. Pri skrbnem pregledu njegovi izvajalci proučijo historične finančne in druge podatke (odvisno od področja, ki ga skrbni pregled zajema) ter obstoječa razmerja (poslovna, pravna), z namenom podati sliko o prihodnjem poslovanju ciljnega podjetja. Kljub temu, da je prihodnost že sama po sebi povezana z negotovostjo, bo s skrbnim pregledom potencialni kupec dobil vsaj okvirno sliko, kaj lahko pričakuje v prihodnje in s tem možnost, da se pred tveganji ustrezno zavaruje.

2. *Skrbni pregled daje pomembne informacije odločevalcem o nadaljevanju kupoprodajne transakcije. Informacije lahko razvrstimo v tri sklope: informacije v zvezi s kupoprodajno transakcijo, informacije v zvezi z integracijo, informacije v zvezi s prihodnjim poslovanjem podjetja.*

Na podlagi proučene dokumentacije in podatkov ter izvedenih intervjujev izvajalec in naročnik skrbnega pregleda dobita zelo širok nabor informacij. Z raziskavo sem prišla do sklepa, da je možno informacije uvrstiti v naslednje tri sklope:

- informacije o kupoprodajni transakciji (kakšna je prava cena, kako ustrezno formulirati kupoprodajno pogodbo),
- informacije o poslovanju ciljnega podjetja v prihodnje,
- informacije, vezane na integracijo (kje so možne sinergije in prihranki stroškov, kje so poprevzemna tveganja in priložnosti).

3. *Skrbni pregled ne daje pomembnih informacij samo potencialnim investitorjem oziroma prodajalcem, temveč tudi ostalim udeležencem v kupoprodajnem procesu.*

Poleg potencialnim prodajalcem in investitorjem, daje skrbni pregled informacije tudi svetovalcem, ki sodelujejo v kupoprodajnem procesu ter potencialnim financerjem. V primeru prodajalčevega skrbnega pregleda je poročilo o skrbnem pregledu relevantno tudi za upravo ciljnega podjetja, saj mora ta potrditi njegovo vsebino.

4. *Skrbni pregled zmanjšuje tveganja v kupoprodajnem procesu in pozitivno prispeva k uspešnosti same integracije.*

Skrbni pregled (kot eden izmed postopkov v kupoprodajnem procesu) pozitivno prispeva k uspešnosti integracije in zmanjšuje del tveganj, vezanih na integracijo ter na sam kupoprodajni proces, ne more pa jih v celoti odpraviti. Pri tem je potrebno upoštevati dejstvo, da ugotovitve skrbnega pregleda sicer temeljijo na preteklih podatkih, usmerjene pa so v prihodnost. Prihodnost pa je sama po sebi negotova.

5. *Glede na različne potrebe naročnikov, značilnosti ciljnega podjetja in same narave kupoprodajne transakcije, so se v praksi izoblikovale različne vrste skrbnih pregledov.*

Skrbne preglede je mogoče razvrstiti glede na naslednje kriterije:

- **področje, ki ga skrbni pregled pokriva** – tri najbolj pogosto izvedene vrste skrbnih pregledov so finančni, davčni in pravni skrbni pregled.
- **obseg obravnavanih podrobnosti** – na posameznem proučevanem področju se lahko odločimo za izvedbo omejenega ali podrobnega skrbnega pregleda.
- **iniciator kupoprodajnega procesa** – glede na navedeni kriterij ločimo prodajalcev in kupčev skrbni pregled.
- **faze prevzemnega procesa** – v vsaki fazi prevzemnega procesa se izvede različen skrbni pregled. Posamezni skrbni pregled se osredotoča na cilje, ki so relevantni za izbrano fazo prevzemnega procesa. Najprej se izvede strateški skrbni pregled investitorja, zatem pa je ciljno podjetje lahko predmet omejenega, nato pa še podrobnega skrbnega pregleda ter skrbnega pregleda za namene pogajanj. Po izvedenem prevzemu, sledita še integracijski skrbni pregled ter skrbni pregled osebne motivacije zaposlenih.

6. *Nova teoretična spoznanja priporočajo izvedbo skrbnega pregleda ne samo pred nakupom podjetja, temveč v vsaki fazi nakupnega/prevzemnega procesa.*

Tak pristop omogoča večji uspeh prevzema oziroma integracije. V prvi fazi potencialni investitor s skrbnim pregledom svojega poslovanja določi katera so tista ciljna podjetja, ki ustrezajo njegovemu poslovnemu modelu oziroma njegovi strategiji. Ko so ta identificirana, sledi omejeni skrbni pregled ciljnega podjetja. V kolikor je po omejenem skrbnem pregledu potencialni investitor še zainteresiran za nakup se izvede tudi podrobni skrbni pregled ciljnega podjetja. Temu sledi skrbni pregled za namene pogajanj. Po nakupu se izvede integracijski skrbni pregled, ki naslavlja zadeve, ki se pojavljajo neposredno po integraciji. V zadnji fazi naj bi se opravil še skrbni pregled osebne motivacije zaposlenih.

7. *Glede na področje poslovanja ciljnega podjetja, poznamo tri tradicionalne vrste skrbnih pregledov (finančni, davčni, pravni). Pomembno je, da se ugotovitve po posameznih področjih poslovanja ciljnega podjetja med seboj povezujejo.*

Poleg tradicionalnih področij lahko skrbni pregled zajema tudi ostala področja poslovanja ciljnega podjetja. Tako poznamo na primer operativni, kadrovski in okoljevarstveni skrbni pregled. Pomembno je, da izvajalci, ki pokrivajo posamezno področje, sodelujejo ter da se ugotovitve po posameznih področjih med seboj povežejo v ključne dejavnike/tveganja kupoprodajne transakcije. Le tako se lahko potencialni investitor, z ustrezno zasnovano kupoprodajno pogodbo, celovito zaščiti pred tveganji kupoprodajne transakcije ter si zagotovi uspešnost integracije.

8. *Na podlagi pregleda literature lahko zaključimo, da mora biti skrbni pregled izveden čim bolj temeljito ter pokrivati čim več področij poslovanja ciljnega podjetja. Gre za zaželen način izvedbe skrbnega pregleda, ki pa ga omejujejo razpoložljivi viri.*

Da bi bil prevzem uspešen, mora biti skrbni pregled izveden čim bolj temeljito ter pokrivati čim več področij poslovanja ciljnega podjetja. Prav tako naj bi se izvajal v vsaki fazi prevzemnega procesa (glej sklep št. 6). Gre za zaželen način izvedbe skrbnega pregleda, ki pa ga omejujejo razpoložljivi viri. Dejstvo je, da se naročniki, izvajalci in ciljno podjetje v procesu izvedbe skrbnega pregleda srečujejo s številnimi omejitvami. Naročnik in izvajalec sta tako omejena s časom, denarnimi sredstvi, kadrovskimi viri, znanjem, zahtevami po varovanju informacij ciljnega podjetja ter z omejeno razpoložljivostjo informacij.

9. *Skrbni pregled zahteva ustrezno pripravo na njegovo izvedbo.*

Postopek izvedbe skrbnega pregleda z vidika izvajalca zajema štiri temeljne faze: sprejem posla, planiranje in organizacija, izvedba skrbnega pregleda ter poročanje. Kljub temu, da je postopek izvedbe skrbnega pregleda v precejšnji meri ustaljen, je njegova izvedba časovno in strokovno zahtevna ter tako postavlja udeležence (naročnika, ciljno podjetje in izvajalca) pred različne izzive. S skrbnim načrtovanjem in pripravo je mogoče zaplete pri izvedbi skrbnega pregleda zmanjšati na sprejemljivo raven. Pomembna pa ni samo dobra priprava, temveč tudi sprotno informiranje naročnika in hiter odziv na morebitne zaplete, ki se pojavijo med izvedbo skrbnega pregleda.

10. *Obseg skrbnega pregleda običajno ne določajo zakonodaja ali pravila stroke, obseg skrbnega pregleda se mora prilagoditi panogi ciljnega podjetja oziroma ciljem nameravane kupoprodajne transakcije.*

Konkreten obseg skrbnega pregleda je predmet dogovora med naročnikom in izvajalcem. V praksi se je razvil standardni nabor vprašanj, ki naj bi jih obravnaval skrbni pregled posameznega področja. Standardni nabor vprašanj se mora prilagoditi panogi ciljnega podjetja oziroma ciljem nameravane kupoprodajne transakcije.

V Sloveniji je izjema »Uredba o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin«, ki vnaprej določa standardni nabor vprašanj v okviru posameznega področja poslovanja ciljnega podjetja. Tako ta postavlja okvir skrbnega pregleda pri prodaji premoženja države in občin.

11. *Izvedba skrbnega pregleda je zahtevana in opredeljena z zakonodajo, predvsem v primeru, ko gre za zaščito javnega interesa.*

Skrbni pregled kot obvezni del kupoprodajnega procesa posredno oziroma neposredno zahteva tudi zakonodaja. Izvedba skrbnega pregleda je zahtevana in bolj konkretno opredeljena zlasti tam, kjer gre za zaščito javnega interesa. Tak primer je prodaja premoženja države in drugega javnega premoženja ter javna izdaja delnic, kjer se običajno pojavlja večje število potencialnih investitorjev.

12. V Sloveniji je izvedba skrbnega pregleda kot del kupoprodajnega procesa v veljavi približno dvajset let.

V ZDA je pojem skrbnega pregleda kot del kupoprodajnega procesa v veljavi od tridesetih let prejšnjega stoletja, v zahodni Evropi od sedemdesetih let prejšnjega stoletja, v Sloveniji pa zadnjih dvajset let. V vsem tem času je pristop k izvedbi skrbnega pregleda močno napredoval od golega navajanja finančnih podatkov do identificiranja ključnih tveganj in dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost izvedene kupoprodajne transakcije.

13. Glede na trenutno stanje v slovenskem gospodarstvu so glavni naročniki prodajalčevih skrbnih pregledov: Slovenski državni holding, Družba za upravljanje terjatev bank ter banke upnice. Med naročniki kupčevih skrbnih pregledov prevladujejo tujci.

Trenutno so v Sloveniji naročniki prodajalčevih skrbnih pregledov predvsem Slovenski državni holding, Družba za upravljanje terjatev bank ter banke upnice. Naročniki kupčevih skrbnih pregledov pa so večinoma tuja podjetja. V obeh primerih se naročniki odločajo predvsem za finančni, davčni in pravni skrbni pregled, pregled ostalih področij poslovanja ciljnega podjetja pa se izvaja bolj poredko.

14. Prezemna aktivnost slovenskih podjetij se je v času po svetovni gospodarski krizi močno zmanjšala.

Trenutno slovenska podjetja nastopajo v vlogi prodajalcev podjetij in tako naročajo predvsem prodajalčeve skrbne preglede. V času pred svetovno finančno krizo pa so bila slovenska podjetja zelo aktivna tudi kot investitorji. Naročala so kupčeve skrbne preglede ter kupovala podjetja tako doma kakor v tujini.

15. Glede na to, da trenutno večino izvedenih skrbnih pregledov v Sloveniji generirajo Slovenski državni holding, Družba za upravljanje terjatev bank ter banke upnice, se to odraža v profilu podjetij, ki so predmet skrbnih pregledov.

Slovenska podjetja, ki so predmet skrbnih pregledov, bi lahko razdelili v tri skupine:

1. podjetja, katerih lastnik je država in sodijo v program prodaje državnega premoženja,
2. podjetja, katerih prodajo zahtevajo banke upnice,

3. podjetja, ki so predmet običajnih aktivnosti, vezanih na nakup oziroma prodajo podjetij.

V Sloveniji so trenutno predmet skrbnih pregledov predvsem podjetja iz prvih dveh skupin.

16. Ključno vlogo pri uspešni izvedbi skrbnega pregleda ter kupoprodajnega procesa ima podjetje, ki je predmet skrbnega pregleda ter njegova uprava.

Pri izvedbi skrbnega pregleda sta pomembna ne le naročnik in izvajalec, temveč še zlasti podjetje, ki je predmet skrbnega pregleda. Prav od sodelovanja ciljnega podjetja je odvisna koristnost, uspešnost in sama izvedba skrbnega pregleda. Sodelovanje oziroma nesodelovanje uprave ciljnega podjetja lahko vpliva tako na sam kupoprodajni proces, kot tudi na izbiro kupcev (primer prodaje podjetja Paloma).

17. Izvajalci pomembnejših skrbnih pregledov v Sloveniji so večinoma podjetja iz skupine »Big 4«.

Skrbne preglede ponujajo različna podjetja, pomembnejši skrbni pregledi v Sloveniji pa so izvedeni bodisi samo s strani podjetij skupine »Big 4« ali v kombinaciji podjetij skupine »Big 4« ter večjih slovenskih odvetniških pisarn. Prednost angažiranja izvajalcev iz skupine »Big 4« za izvedbo skrbnega pregleda je njihov renome doma in v tujini, možnost, da naročniku nudijo širši nabor možnih področij skrbnega pregleda, vključevanje strokovnjakov ter specialistov iz tujine (kadar lokalno podjetje nima znanja oziroma kadar ima ciljno podjetje poslovne enote v tujini), znanje, izkušnje in usposobljena kadrovska zasedba.

18. Skrbni pregled je postal stalnica v slovenskem poslovnem svetu. Tako je njegova izvedba pričakovana s strani prodajalcev, kupcev ter javnosti. Slovenska podjetja so, ko gre za izvedbo kupoprodajnih transakcij, vse bolj aktivna in zrela.

Na podlagi javno dostopnih objav sem preučila pomembnejše nameravane in izvedene kupoprodajne transakcije zadnjih let v Sloveniji. Iz pregleda teh transakcij sledi, da je skrbni pregled postal stalnica vsakega pomembnejšega kupoprodajnega procesa. V primeru, da skrbni pregled ni izveden oziroma se izvede na neustrezn način, taka dejanja hitro sprožijo odziv javnosti in ostalih udeležencev. V zadnjih dvajsetih letih, odkar se v Sloveniji izvajajo skrbni pregledi, so udeleženci na trgu (naročniki, izvajalci, ciljno podjetje) vse bolj aktivni, udeleženci so postali bolj zreli in zato od samega skrbnega pregleda pričakujejo več informacij/dodane vrednosti kot nekoč. Poročilo o skrbnem pregledu tako ni več samo eno od poročil, ki roma v predal, temveč gre za poročilo, ki ima pomembno vlogo pri sami odločitvi o izvedbi kupoprodajne transakcije.

SKLEP

Čeprav so pogosto izpostavljeni kritičnim očem javnosti in drugih deležnikov, so v poslovnem svetu nakupi oziroma prodaje podjetij (kar je za neko podjetje prodaja, je za drugo nakup) del vsakdana. Uprave podjetij in njihovi lastniki se lahko v življenjskem ciklu podjetja srečajo z naslednjima dvema pozicijama:

- nakupna pozicija – v želji po rasti, predvsem pa v želji po povečanju donosnosti za svoje lastnike, se uprave podjetij pogosto odločajo za prevzeme podjetij oziroma združitve – torej za nakupe podjetij.
- prodajna pozicija – razlogov za odločitev o prodaji podjetja je več. Ti so na primer: poslabšanje finančnega položaja podjetja, potreba po umiku iz lastništva (zahteva upnikov, regulatorja, osebni razlogi lastnika), podjetje se želi znebiti manj donosnih dejavnosti, itd.

Za vsak kupoprodajni proces velja, da želijo tako prodajalci kot kupci zaščititi svoje interese. Kupci želijo preveriti kaj kupujejo, se zavarovati pred tveganji, ki izhajajo iz nakupa ter za predmet nakupa plačati primerno ceno. Tudi prodajalci želijo ob prodaji doseči primerno ceno, pritegniti zelene investitorje ter ustrezno predstaviti predmet prodaje. V primeru prodaje podjetja se zgodi tudi, da prodajalci/lastniki nimajo ustreznega vpogleda v poslovanje ciljnega podjetja. Prodajalčev skrbni pregled jim tako nudi objektivno sliko o poslovanju podjetja, ki ga nameravajo prodati.

Z namenom zadostiti zgoraj omenjenim potrebam se je v poslovni praksi izoblikoval skrbni pregled poslovanja podjetja. Kadar je iniciator kupoprodajnega procesa lastnik podjetja, govorimo o prodajalčevem skrbnem pregledu, kadar je iniciator kupoprodajnega procesa potencialni investitor, pa o kupčevem skrbnem pregledu. Skrbni pregled predstavlja koristno (pogosto pa tudi obvezno) orodje, ki pozitivno vpliva na uspešnost kupoprodajne transakcije.

V magistrskem delu sem proučila osnovna izhodišča skrbnega pregleda, vrste skrbnih pregledov ter zahteve domače in tuje regulative glede izvedbe skrbnega pregleda v praksi. Predstavila sem način izvedbe skrbnega pregleda ter pristop k izvedbi skrbnih pregledov v Sloveniji – tako z vidika naročnikov, izvajalcev skrbnih pregledov kot tudi z vidika pregledovanih podjetij.

Pri raziskavi za potrebe izdelave magistrskega dela sem sledila več ciljem, ki so navedeni v uvodu magistrskega dela, predvsem pa sem želela preveriti naslednjo tezo:

»Skrbni pregled daje pomembne in koristne informacije pri nakupu oziroma prodaji podjetij, zato je njegova izvedba tako za kupca podjetja kot za prodajalca nujna«.

Na podlagi proučene literature, empiričnih podatkov ter drugih virov lahko sklepam, da zgornja teza drži.

V fazi raziskovanja sem poleg preverbe predhodno omenjene teze prišla še do določenih dodatnih ugotovitev, ki so predstavljene v šestem poglavju »Povzetek ugotovitev raziskave o skrbnih pregledih poslovanja podjetij«.

V magistrskem delu sem tako povezala teoretična spoznanja s praktičnimi izkušnjami ter pridobila poglobljen vpogled in nova znanja, ki jih bom uporabila pri svojem delu kot izvajalka skrbnih pregledov. S tem je izpolnjen v uvodu predstavljen namen magistrskega dela.

Skrbni pregled torej preprečuje, da bi se investitorji po nakupu podjetja (ko bi dobili vpogled v poslovanje ciljnega podjetja) presenečeno spraševali »kaj pa zdaj«, »tega pa res nisem vedel« oziroma, da bi kupovali mačka v žaklju. Kot izhaja iz Slovarja slovenskega knjižnega jezika, slovenski frazem »maček v žaklju« oziroma »kupiti mačka v žaklju« pomeni kupiti nekaj, ne da bi stvar videli ali poznali. Glede na navedeno dobi opredelitev skrbnega pregleda, kot »iskanje mačka v žaklju« (Mikuž, 2007, str. 32), pravi pomen.

LITERATURA IN VIRI

1. BenDaniel, J. D., & Rosenbloom, H. A. (1990). *The Handbook of International Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Prentice Hall.
2. Berens, W., Brauner, H. U., Strauch, J., & Knauer, T. (2016). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*. Stuttgart: Shaffer-Poeschl Verlag Stuttgart.
3. Bing, G. (1996). *Due Diligence Techniques and Analysis*. London: Quorum Books.
4. Black H. C. (1999). *Black's Law Dictionary*. St. Paul: West Group.
5. Brokemper, A., & Herrmann, T. (2010). Value in Due Diligence: Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success. V R. Gleich, G. Kierans & T. Hasselbach (ur.), *Maximizing the Impact of M&A controlling: Due Diligence's Link to Corporate Values. Practical Experience from the Consumer Goods Industry* (str. 17–27). Farnham: Gower.
6. Cobblah, M., Graham, M., & Yawson, A. (2010). Value in Due Diligence: Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success. V R. Gleich, G. Kierans & T. Hasselbach (ur.), *Due Diligence on Strategic Fit and Integration Issues: A Focal Point of M&A Success* (str. 11–15). Farnham: Gower.
7. Drobne, L. (2014). *Pomen skrbnega pregleda za uspešen prevzem ali združitve in za odločitve o nakupu podjetja*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
8. *Družba za upravljanje terjatev bank, d. d. (DUTB) – Lastniški deleži na 31. 8. 2016*. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu http://www.dutb.eu/si/lastniske_nalozbe.aspx
9. Flyvbjerg, B. (2012). Quality control and due diligence in project management: Getting decisions right by taking the outside view. *Journal of Project Management*. Najdeno 1. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://www.oxfordglobalprojects.com/uploads/2/0/8/7/20872840/flyvbjerg_-_project_due_diligence_final_paper.pdf
10. Galpin, T. J. (2010). Value in Due Diligence: Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success. V R. Gleich, G. Kierans & T. Hasselbach (ur.), *Redefining Due Diligence to Jump Start Effective Integration* (str. 139–153). Farnham: Gower.
11. Gleich, R., Kierans, G., & Hasselbach, T. (2010). Value in Due Diligence: Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success. V R. Gleich, G. Kierans & T. Hasselbach (ur.), *Preface* (str. 11–15). Farnham: Gower.
12. Gole, W. J. (2013). *Divestitures: Applying a five-step process*. Toronto: Chartered Professional Accountants of Canada.
13. Herd, T., & Perry, J. (2004). Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy and Leadership*, 32(2), 12–19.
14. Holmes, G. A., Sugden, A., Gee, P., Vrankar, M., Hribar, V., Šribar, M., & Hauptman, M. (2005). *Interpretacija poslovnih poročil in računovodskih izkazov*. Ljubljana: GV Založba.
15. Howson, P. (2003). *The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. Burlington: Gower Publishing Company.

16. Howson, P. (2008). *Check lists for due diligence*. Burlington: Gower Publishing Company.
17. *Humanica – Organisational Due Diligence*. Najdeno 9. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.humatica.com/services/organisational-due-diligence/>
18. Jansen, S. A. (2016). *Mergers & Acquisitions*. Wiesbaden: Springer Gabler.
19. Jeraj, J., & Koren, K. (2009). Skrbni pregled podjetja. *Pravna praksa*, 28(40/41), I–X.
20. Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regner, P. (2015). *Fundamentals of Strategy*. Edinburgh Gate: Pearson Education Limited.
21. Juhart, M. (2011). Odločanje o izvedbi skrbnega pregleda (due diligence) v kapitalskih družbah. *Podjetje in delo*, 37(1), 15–37.
22. Koletnik, F. (2010). *Koliko je vredno podjetje? Vrednotenje in trženje podjetij*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
23. Konič, M. (2002). Kako se lotiti skrbnega pregleda. *Manager*, 11, 48–51.
24. Klapš, S. (2016a, 2. februar). Paloma: tožba in ovadbe *Večer*, str. 6.
25. Klapš, S. (2016b, 14. junij). Slovaški Eco-Invest po umiku poljskega Abris Capitala v Sladkem Vrhu nadaljuje januarja začetni prevzemni boj za Palomo. *Večer*, str. 6.
26. Lipnik, K. (2016, 22. avgust). Gorenjev dobiček verjetno premalo za nov vzpon. *Finance*, str. 10.
27. London Stock Exchange. (2010). *A guide to listing on the London Stock Exchange*. Najdeno 2. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf>
28. Mayr, B. (2011). Skrbni pregled. *Poslovodno računovodstvo*, 4(1), 39–59.
29. Mikuž, J. (2007). Skrbni pregled podjetja ali iskanje mačka v žaklju. *Pravna praksa*, 26(20), 32.
30. Mlakar, G. (2015). Paloma po več neuspešnih poskusih le dočakala privatizacijo. *STA*, 27.11.2015.
31. Morozov, S. (2015a, 24. oktober). Otmarju Zornu s prodajo Iskre zaščit uspel mojstrski posel. *Dnevnik*, str. 7.
32. Morozov, S. (2015b, 20. november). Poljaki s svežim kapitalom za Palomo. *Dnevnik*, str. 7.
33. Obligacijski zakonik (OZ-UPB1). *Uradni list RS* št. 97/2007.
34. Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države (OdSUKND). *Uradni list RS* št. 53/2015.
35. *PwC – IT due diligence*. Najdeno 18. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.pwc.be/en/services/mergers-acquisitions/executing-transaction/it-due-diligence.html>
36. Reed Lajoux, A., & Elson, C. M. (2010). *The Art of M&A Due Diligence: Navigating Crucial Steps and Uncovering Crucial Data*. McGrawHill.
37. Rimmer, S., & SanAndres, A. (2012). *Human resource due diligence*. *Pwc.com*. Najdeno 2. septembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.pwc.com/us/en/hr-management/assets/pwc-human-resource-due-diligence.pdf>

38. Sklep o soglasju k odtujitvi naložb Republike Slovenije, Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d., Slovenske odškodninske družbe, d. d., Modre zavarovalnice, d. d., D. S. U, družbe za svetovanje in upravljanje, d. o. o., in Posebne družbe za podjetniško svetovanje, d. d. *Uradni list RS* št. 52/2013.
39. Sherman, J. A. (1998). *Mergers and Acquisitions From A to Z: Strategic and Practical Guidance for Small and Middle-Market Buyers and Sellers*. New York: Amacom.
40. Slovenski državni holding, d. d. (SDH) – Podpis Sporazuma o skupnem nastopu pri prodaji delnic družbe Adria Airways, d. d. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/sl-si/Novica/728>
41. Slovenski državni holding, d. d. (SDH) – Postopki v teku. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/sl-si/privatizacija/postopki-v-teku>
42. Slovenski državni holding, d. d. (SDH) – Prodaja večinskega deleža v družbi Adria Airways, d. d. uspešno zaključena. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/sl-si/Novica/1209>
43. Slovenski državni holding, d. d. (SDH) – Zaključeni postopki. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/sl-si/privatizacija/zakljuceni-postopki>
44. Slovenski državni holding, d. d. (SDH) – Zaključeni postopki brez transakcije. Najdeno 19. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/sl-si/privatizacija/zakljuceni-postopki-brez-transakcije>
45. Sovdat, P. (2014, 21. december). Konkurenca manjša tudi pri prodaji Laškega: Carlsberg odstopa? *Finance*, str. 2.
46. Sovdat, P. (2016a, 23. junij). Dve leti po tem, ko je Todorić zavlada Mercatorju, se pripravlja, da spusti del imperija iz rok. *Finance*, str. 4.
47. Sovdat, P. (2016b, 10. avgust). Kaj z delnicami Gorenja: bolje vrabec v roki ali golob na strehi? *Finance*, str. 10.
48. Sovdat, P. (2016c, 1. september). Vsaj enkrat poiščite in kaznujte zlorabe insajderstva! *Finance*, str. 12.
49. Sovdat, P. (2016d, 14. september). Miloš Čas je ovadil Bobinca, ker je Panasonic razkril premieru Miru Cerarju. *Finance*, str. 4.
50. Tomažič, J. (2016, 26. julij). Paloma tudi uradno prodana: V kakšno papirniško skupino se vključuje sladkogorska Paloma. *Finance*, str. 5.
51. Toplak, D. (2016, 20. januar). Predolg rok, manjkajoča garancija. *Večer*, str. 6.
52. Uredba o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin. *Uradni list RS* št. 123/2003, 140/2006, 95/2007, 55/2009 – odl. US in 38/2010 – ZUKN.
53. Uredba št. 537/2014 Evropskega parlamenta in sveta o posebnih zahtevah v zvezi z obvezno revizijo subjektov javnega interesa. *Uradni list EU* št. 158/2014.
54. Viher, I. (2013). Vsebina skrbnega finančnega pregleda. *Poslovodno računovodstvo*, 6(3), 85–88.
55. Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
56. Zakon o revidiranju (ZRev-2). *Uradni list RS* št. 65/2008, 63/2013 – ZS – K).

57. Zakon o Slovenskem državnem holdingu (ZSDH-1). *Uradni list RS* št. 25/2014.
58. Zakon o upravljanju kapitalskih naložb (ZUKN). *Uradni list RS* št. 38/2010, 18/2011, 77/2011, 22/2012 in 105/2012 – ZSDH.
59. Zaletel, A. (2016, 25. julij). Paloma prodana Slovakom: Eco-Invest jo bo dokapitaliziral z 18,2 milijona evrov. *Finance*, str. 6.