

Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća

Eva Mijatović, Sveučilište u Splitu, Sveučilišni odjel za stručne studije,
Livanjska 5, 21000 Split, Hrvatska, E-mail: eva.mijatovic@gmail.com

Sažetak

Restrukturiranje poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća jedan je od modela saniranja financijske krize poduzeća. Pri tome značajnu ulogu ima procjena vrijednosti poduzeća i metode financiranja. U ovom radu bit će prikazani oblici financiranja poslovnih kombinacija te najčešće metode procjene vrijednosti poduzeća čija uporaba varira sukladno karakteristikama poduzeća koje je predmet procjene, a to su metoda diskontiranog novčanog tijeka, metoda određivanja preko tržišta i metoda određivanja vrijednosti preko imovine. Procjena vrijednosti poduzeća sadrži mnoge egzaktno vrijednosti, ali i osjetljiva pitanja koja ovise o procjeni analitičara i utječu na krajnji rezultat procjene. Kvalitetna procjena vrijednosti uzima u obzir i one činjenice koje se ne mogu pročitati u financijskim izvještajima, a koje iskusni analitičar zna ugraditi u svoju procjenu.

Ključne riječi: *restrukturiranje, vrednovanje, spajanje, preuzimanje, financiranje*

1. Uvod

Metode akvizicije su poput autobusa; čekate ih satima, a onda se odjednom pojave tri. Od prve ideje za kupnju do realizacije kupoprodaje može proći dosta vremena. Tijekom tog vremena ostaje prostor za procjenu vrijednosti poduzeća, pregledavanje "robe" koja je predmet kupnje kako bi kupac bio siguran da će za svoj ulog dobiti odgovarajuće. U tom procesu od velike koristi je *due diligence* odnosno dubinsko snimanje poduzeća, predmeta kupnje. Motivi korištenja tehnika spajanja i preuzimanja pri procesu restrukturiranja poduzeća dovode do sinergijskih efekata koji proizlaze iz uštede na troškovima, povećanja prihoda, tehnoloških dostignuća ili raznih financijskih prednosti u poslovanju poduzeća. Mark L. Sirower definirao je sinergiju kao povećanje performansi kombiniranih poduzeća preko dostignuća koje mogu postići kao samostalna poduzeća. To je moguće predstaviti sljedećim izrazom:

Čista sadašnja vrijednost (NPV) = Sinergija - Premija,

gdje NPV predstavlja neto sadašnju vrijednost koja proizlazi iz razlike sinergijskih efekata i plaćene premije (Sirower, 2000, str. 20.). Pozitivna čista sadašnja vrijednost projekta ukazuje na povećanje sadašnje vrijednosti tvrtke koja namjerava investirati. U skladu s tim kriterijem ne bi se smjeli prihvatiti projekti koji imaju negativnu čistu sadašnju vrijednost jer bi se time smanjila vrijednost tvrtke (Orsag, 2002., str.64.). Za postojanje sinergije nužna je pretpostavka koja se može prikazati sljedećom relacijom:

$V(AB) > V(A) + V(B)$, gdje je

$V(AB)$ = vrijednost kombiniranih tvrtki

$V(A)$ = vrijednost samostalne tvrtke A

$V(B)$ = vrijednost samostalne tvrtke B (Damodaran, 2002., poglavlje 25, str. 9).

2. Vrednovanje akvizicija

Spajanje i preuzimanje poduzeća koristi se kao jedna od tehnika restrukturiranja poduzeća ili kao alternativa unutarnjem rastu. Ponekad je „posrnulo“ poduzeće izvrsna meta preuzimanja pri čemu su koristi od akvizicije obostrane; i za poduzeće preuzimatelja i za poduzeće koje je predmet preuzimanja. Osnovni preduvjet racionalne akvizicije jest da je vrijednost tvrtke nakon preuzimanja veća od individualnih vrijednosti tvrtki koje se kombiniraju prije njihova spajanja (Orsag i Gulin, 1996., str. 85.). Prilikom ocjene efikasnosti poslovnih kombinacija (preuzimanja i spajanja) vodi se načelom izbora optimalnog projekta kao kod budžetiranja kapitala. Meta preuzimanja tretira se kao „projekt“, a inkrementalni novčani tok koji proizlazi iz sinergije osnova je za vrednovanje isplativosti poslovne kombinacije. Financijski su prihvatljivi oni projekti čija je čista sadašnja vrijednost veća od nule, interna stopa profitabilnosti veća od troška kapitala, indeks profitabilnosti veći od 1 i ako je anuitet čistog novčanog toka veći od anuiteta investicijskih troškova.

Prihvatljive su i one poslovne kombinacije koje imaju graničnu efikasnost, no samo u slučaju kada je ta poslovna kombinacija od strateške važnosti za poslovanje poduzeća (npr. ulazak na novo tržište i sl.) (Orsag, 2002., str. 92.). Povezanost temeljnih kriterija financijskog odlučivanja prikazana je u tablici 1.

Tablica 1: Povezanost među temeljnim kriterijima financijskog odlučivanja

Ocjena efikasnosti	Kriterij financijskog odlučivanja			
	Čista sadašnja vrijednost	Interna stopa profitabilnosti	Indeks profitabilnosti	Kriterij anuiteta
Nije efikasan	$S_0 < 0$	$R < k$	$P_i < 1$	$A_v < A_i$
Granično efikasan	$S_0 = 0$	$R = k$	$P_i = 1$	$A_v = A_i$
efikasan	$S_0 > 0$	$R > k$	$P_i > 1$	$A_v > A_i$

Izvor: Orsag, S. (2002.) Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata, Zagreb, Masmedia, str. 92.

2.1 Inkrementalni novčani tok akvizicije

Ekonomski gledano vrijednost bilo kojeg poduzeća određena je sadašnjom vrijednošću novčanih efekata, tj. sadašnjom vrijednošću čistih novčanih tokova nakon poreza koje će ono ostvarivati u budućnosti. Zato je prilikom vrednovanja učinaka akvizicije potrebno definirati vrijednosti tvrtki prije akvizicije (predakvizicijske vrijednosti) i odrediti kontribuciju akvizicije povećanju vrijednosti kombiniranih poduzeća. Taj slijed aktivnosti na financijskoj analizi učinaka akvizicije može se prikazati kroz sljedeća tri koraka (Orsag i Gulin, 1996., str. 85.):

- prognoziranje budućih čistih novčanih tokova,
- određivanje rizika prilagođene diskontne stope i
- izračunavanje čiste sadašnje vrijednosti akvizicije.

Kao rezultat financijski opravdane akvizicije, trebali bi se pojaviti sinergijski efekti, odnosno inkrementalni čisti novčani tok, jer bi suma vrijednosti tvrtki poslije akvizicije trebala bi biti veća od pojedinačnih vrijednosti tvrtki prije akvizicije. Inkrementalni dobitak od akvizicije osnovni je preduvjet akvizicije, a može se definirati kao vrijednost sinergije poslovne kombinacije. Matematički se izražava relacijom:

$$\delta V = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

δV – inkrementalni dobitak od akvizicije, vrijednost sinergije

Vrijednost sinergije je, dakle, moguće izračunati diskontiranjem budućeg inkrementalnog novčanog tijeka koji će uslijediti nakon akvizicije, primjerenom diskontnom stopom pomoću sljedeće formule:

$$\delta V = \sum_{t=1}^T \frac{\delta F_t}{(1+k)^t}$$

gdje je:

δF_t = inkrementalni novčani tok

t = period procjene dobitka

T = vrijeme za koje se vrši procjena !!!!

k = riziku prilagođena diskontna stopa

Kako je ranije navedeno u ovom radu, inkrementalni novčani tok kao posljedica sinergijskih efekata moguće je ostvariti povećanjem prihoda, smanjenjem troškova, smanjenjem poreza i smanjenjem potreba za kapitalom (Marković, 2010., str. 164.).

$$\delta F_t F_t = \delta R_t R_t - \delta C_t C_t - \delta G_t G_t - \delta K_t K_t$$

gdje je:

δR_t = povećanje prihoda nakon akvizicije R_t = povećanje prihoda nakon akvizicije

δC_t = smanjenje troškova nakon akvizicije C_t = smanjenje troškova nakon akvizicije

δG_t = smanjenje poreza nakon akvizicije G_t = smanjenje poreza nakon akvizicije

δK_t = smanjenje potreba za kapitalom nakon akvizicije

K_t = smanjenje potreba za kapitalom nakon akvizicije (Orsag i Gulin, 1996., str. 85.)

2.2 Utvrđivanje cijene akvizicije

Cijena akvizicije sastoji se od procijenjene tržišne vrijednosti akvizicijskog kandidata uvećane za akvizicijsku premiju koju akviziterska tvrtka mora platiti kako bi motivirala dioničare ciljane tvrtke na prodaju dionica ili na razmjenu dionica akviziterske tvrtke (u slučaju preuzimanja financiranim razmjenom dionica) (Orsag i Gulin, 1996., str. 97.). Ukoliko stjecatelj plati punu vrijednost dionica, dioničari akviziterske tvrtke neće ostvariti povećanje vrijednosti svojih dionica nego će sinergiju i premiju ostvariti dioničari ciljane tvrtke (Damodaran, 2002., str. 36.). Cijena akvizicije formira se temeljem procijenjenih koristi od akvizicije, a koja se ogleda na sadašnju vrijednost procijenjenog inkrementalnog toka (Chandrasehekar i Vishwanath, 2008., str. 225.). Sadašnja vri-

jednost inkrementalnih novčanih tokova predstavlja ujedno i maksimalnu cijenu koju akviziterska tvrtka može platiti za ciljnu tvrtku. U tom slučaju čista sadašnja vrijednost iznosila bi nula, što bi očuvalo vrijednost dionica akviziterske tvrtke, a to se matematički može prikazati na sljedeći način (Orsag i Gulin, 1996., str. 97.):

$$\cdot_{\max} P_B = \delta V$$

$\cdot_{\max} P_B$ = maksimalna cijena akvizicije

odnosno

$$\cdot_{\max} P_B = (V_{AB} - V_A)$$

Osim maksimalne, moguće je postaviti i minimalnu cijenu akvizicije. Donja granica cijene akvizicije predstavljena je tekućom tržišnom cijenom dionica ciljane tvrtke. Drugim riječima, minimalna cijena po kojoj bi dioničari pristali prodati svoje dionice akviziterskoj tvrtci jest cijena koju mogu postići na redovnom tržištu. Matematički se to može prikazati:

$$\cdot_{\min} P_B = V_B$$

$\cdot_{\min} P_B$ = minimalna cijena akvizicije

Posljedično, akviziterska tvrtka trebala bi zadržati što je moguće više premije svojim dioničarima, a na to utječe nekoliko faktora (Damodaran, 2002., str. 36.):

- tržišna vrijednost ciljane tvrtke
- relativni nedostatak specijaliziranih resursa koje akviziterska i ciljna tvrtka postižu spajanjem
- postojanje drugih zainteresiranih kupaca za ciljnu tvrtku.

Utvrđivanje akvizicijske cijene prilikom akvizicije razmjenom dionica nešto je složnije. Naime, u tom slučaju dioničari ciljane tvrtke sudjeluju u efektima kombinirane tvrtke.

3. Oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća

U trenutku kada je definirana cijena akvizicije, slijedi donošenje odluke o načinu plaćanja poslovne kombinacije. Postoji dilema treba li preuzimanje financirati vlastitim kapitalom ili dugom; nadalje, hoće li biti novčana akvizicija ili akvizicija razmjenom dionica (Damodaran, 2002., str. 38.):

- Financiranje vlastitim kapitalom ili dugom – hoće li se akvizicija financirati vlastitim kapitalom ili dugom akviziterske tvrtke ovisi o mogućnosti zaduživanja obiju tvrtki. Naime, stjecanje dugom prezadužene ciljane tvrtke stjecatelja može dovesti u poziciju prezaduženosti što će rezultirati povećanjem troška kapitala stjecatelja. S druge strane, akviziterska tvrtka koja ima prostora za zaduživanje, može financirati akviziciju dugom. Iako se ove tehnike čine sličnima, važno je da novo zaduživanje ne utječe na smanjenje vrijednosti kombiniranih poduzeća.
- Novčana akvizicija ili razmjena dionica – postoje tri načina na koja tvrtka može koristiti kapital u poslovnim kombinacijama. Prvi je koristiti gotovinu koju je poduzeće imalo prije akvizicije, drugi je nova emisija dionica kojom će se pribaviti sredstva za financiranje akvizicije i treći način je ponuditi dioničarima ciljane tvrtke razmjenu dionica čime će dioničari ciljane tvrtke steći udio u vlasništvu nove, kombinirane tvrtke u zamjenu za udio u vlasništvu ciljane tvrtke. Koji će od načina korištenja kapitala tvrtka koristiti uvelike ovisi o dostupnosti gotovine, percipiranoj vrijednosti dionica akviziterske tvrtke i poreznim čimbenicima.

3.1 Preuzimanje za novac

Ovom metodom financiranja akvizicije stjecatelj kupuje ciljanu tvrtku iskupom njezinih dionica. Dioničari ciljane tvrtke dobivaju gotovinu u zamjenu za dionice, a tvrtka stjecatelj vlasništvo nad cijelom ciljanom tvrtkom. Vrijednost akviziterske tvrtke i ciljane tvrtke može se prikazati sljedećom relacijom (Orsag i Gulin, 1996., str. 107.):

$$\Delta V_B V_B = V_B + \Delta V$$

Nakon što se na ovaj način utvrdi vrijednost koju akvizicijom stječe akviziterska tvrtka potrebno je utvrditi čistu sadašnju vrijednost tvrtke koja se računa na način da se od vrijednosti koju akvizicijom stječe akviziterska tvrtka $\Delta V_B V_B$, oduzmu troškovi akvizicije predstavljeni novčanim izdatkom za kupnju ciljane tvrtke. Nakon što je utvrđena sadašnja vrijednost efekata akvizicije i troškova akvizicije, lako je izračunati čistu sadašnju vrijednost akvizicije ciljane tvrtke. Vrijednost kombinirane tvrtke nastale akvizicijom sastojat će se od vrijednosti akviziterske tvrtke uvećane za čistu sadašnju vrijednost novčane akvizicije. Kao posljedica sinergije nastale akvizicijom, doći će do povećanja vrijednosti dionica akviziterske tvrtke, odnosno povećanja bogatstva njenih dioničara. Važan preduvjet za ostvarenje povećanja bogatstva dioničara jest da vrijednost sinergijskih efekata premašuje vrijednost plaćene premije dioničarima ciljane tvrtke. U slučaju da ne dođe do sinergijskog efekta akvizicije, a premija se plati dioničarima ciljane tvrtke, može doći do razvodnjavanja kapitala dioničara akviziterske tvrtke što predstavlja jedan od rizika akvizicije.

3.2 Preuzimanje razmjenom dionica

Kada se akviziterska tvrtka odluči na financiranje akvizicije razmjenom dionica, ne postoje značajni eksplicitni troškovi koji bi umanjili vrijednost kombinirane tvrtke, kao što je to slučaj kod novčane akvizicije. Kod preuzimanja razmjenom dionica, dionice ciljane tvrtke iskupljuju se njihovom zamjenom za dionice akviziterske tvrtke. Vrijednost akviziterske tvrtke nakon akvizicije predstavljena je sumom vrijednosti tvrtki prije akvizicije uvećane za sinergijske efekte akvizicije. Akvizicijska premija u ovom slučaju nije neeksplicitno izražena, već se ostvaruje zamjenom dionica uz određenu premiju u odnosu na fer vrijednost dionice akviziterske tvrtke na tržištu. Drugim riječima, dioničari ciljane tvrtke razmjenjuju dionice s dionicama akviziterske tvrtke po povoljnijim uvjetima te na taj način, zajedno s dioničarima akviziterske tvrtke uživaju sinergijske efekte kroz povećanje vrijednosti dionica kombinirane tvrtke.

3.3 Razlozi neuspjeha restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i pripajanja poduzeća

Neuspjeh akvizicija vrlo je česta pojava u smislu da kupci često izgube, a prodavatelji povećaju svoje bogatstvo temeljem primljenih akvizicijskih premija (Damodaran, 2002., str. 33.). Brojni su razlozi neuspješnih akvizicija, a najuobičajeniji su (Evans i Bishop, 2001., str. 49.):

- Previsoka plaćena cijena akvizicije – ovo je čest rezultat pogreške u razlikovanju *mete preuzimanja* i *investicije*. Čak i najbolje tvrtke mogu biti loša investicija ako plaćena cijena premašuje sadašnju vrijednost predviđenih budućih povrata.
- Pogreška izvršnih direktora – rezultira željom menadžmenta da se što prije izvrši akvizicija bez adekvatne analize efekata vrijednosti poslovne kombinacije.
- Izostanak sinergije – precijenjeno predviđeno povećanje prihoda, smanjenje troškova operativne prednosti ili financijske koristi .

- Pogreška brze integracije poslovanja – unaprijed plaćena premija ne daje jamstvo brzog prinosa i stvaranja vrijednosti.
- Pogreška pri procjenjivanju reakcija kupaca – preveliko očekivanje od kupaca.
- Pogreška tolerancije negativne sinergije u prvim godinama poslovanja – spajanja i preuzimanja često uzrokuju stres u poslovanju u smislu promjene imena poduzeća, dodatnih regulatornih zahtjeva, zategnutih dioničarskih odnosa, negativne percepcije javnosti zbog utjecaja na potrošače ili zatvaranja pogona i u smislu troškova otpremnina. Sve navedeno treba uzeti u obzir i kvantificirati kao dio analize prije preuzimanja.
- Pogreška u procjeni i prepoznavanju fer tržišne vrijednosti ciljanog poduzeća koja je pogotovo značajna prilikom preuzimanja privatnih poduzeća čije dionice ne kotiraju na tržištu kapitala i čije informacije o poslovanju nisu javno dostupne.
- Nedosljedna strategija – netočne procjene strateških koristi.
- Neadekvatno dubinsko snimanje poduzeća (*due-diligence*) – neefektivna strategija planiranja i procjene pokretača vrijednosti i rizika u predakvizicijskoj fazi ili težnja za pobjedom u pregovorima koja prevlada nad donošenjem ispravnih odluka.
- Nekompatibilne korporativne kulture – nedostatak komunikacije, različita očekivanja i konfliktne stilovi vođenja doprinose nedostatku kvalitetne realizacije.
- Odvraćanje od postojećeg poslovanja – neuspjeh u predviđanju i učinkovitom reagiranju na konkurentske odgovore na akviziciju, uključujući poslovanje u tijeku i gubitak ključnih djelatnika stjecatelja ili ciljne tvrtke koji utječu na profitabilnost.
- Neadekvatna procjena rizika – neuspjeh u strogoj procjeni vjerojatnosti uspjeha transakcije uzimajući u obzir buduća razdoblja.

Za uspješno preuzimanje poduzeća i povećanje bogatstva dioničara potrebno je (Koller, Goedhart i Wessels, 2005., str. 449.):

- imati snažno poslovanje u osnovnoj djelatnosti,
- uzeti u obzir samo one mete preuzimanja za koje se može procijeniti budući čisti novčani tok,
- nadmašiti procijenjene sinergijske efekte,
- biti discipliniran tijekom trajanja pregovora i
- imati rigorozan plan tijekom integracije.

4. Zaključak

Metoda procjene u najvećoj mjeri je, ali ne i u potpunosti, temelj procjene vrijednosti poduzeća. Od velikog značaja su stručan, poman i savjestan postupak utvrđivanja svih internih i eksternih podataka koji, uz primjenu odgovarajuće metode, vode do utvrđivanja vrijednosti poduzeća.

U slučaju nedovoljne količine podataka ni najprobranija metoda ne može rezultirati vjerodostojnom procjenom. Kombinacijom raznih metoda moguće je doći do preciznije procjene.

Vrednovanje poduzeća pri procesu restrukturiranja tehnikama spajanja i preuzimanja sadrži mnoge egzaktno vrijednosti, ali i osjetljiva pitanja koja ovise o procjeni analitičara i utječu na krajnji rezultat procjene, odnosno, uspjeha restrukturiranja.

Često se misli da je postupak restrukturiranja i procjene vrijednosti poduzeća jednostavno ubacivanje brojki u određeni model, nasumična sistematizacija radnih mjesta koja uključuje smanjenje troškova ukidanjem radnih mjesta i prodaju dijela poduzeća. Uspješno restrukturiranje tehnikama spajanja i preuzimanja uzima u obzir i one činjenice koje se ne mogu pročitati u financij-

skim izvještajima, a koje iskusan analitičar može pretpostaviti. Samo takav pristup može rezultirati traženim produktom, a to je uspješno restrukturiranje na zadovoljstvo zaposlenika, vlasnika, menadžera i šire društvene zajednice.

Literatura

1. Chandrasehekar K. i Vishwanath S. R. (2008) Mergers, acquisitions and corporate restructuring, New Delhy, Response books
2. Damodaran A. (2002) Investment valuation, New York, John Wiley & Sons, Chapter 25
3. Evans F. C. i Bishop D. M. (2001) Valuation for M&A, New York, John Wiley & Sons
4. Koller T., Goedhart M. i Wessels D., (2005) Valuation: Measuring and managing the value of companies, John Wiley & Sons; 4th Edition, University Edition
5. Marković I. (2010) Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća, Zagreb, RRIF-plus
6. Orsag S. (2002) Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata, Zagreb, Masmedia,
7. Orsag, S. i Gulin D. (1996.) Poslovne kombinacije, Zagreb, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika
8. Sirower M. L. (2000) The synergy trap: How companies lose the acquisition game, New York, The free press