

# Važnost due diligence-a u financijskom restrukturiranju poduzeća

---

Šulj, Antonia

Undergraduate thesis / Završni rad

2015

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:004528>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

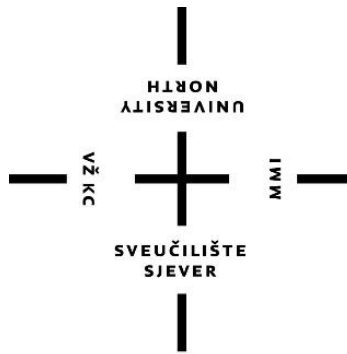
Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-23**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)





# Sveučilište Sjever

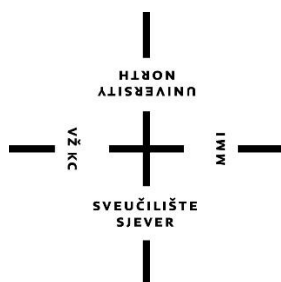
Završni rad br. 16/PMM/2015

## **Važnost due diligence-a u financijskom restrukturiranju poduzeća**

**Antonia Šulj, 0057/2012.**

Koprivnica, rujan 2015. godine





# Sveučilište Sjever

Odjel za Poslovanje i menadžment u medijima

Završni rad br. 16/PMM/2015

## Važnost due diligence-a u financijskom restrukturiranju poduzeća

### Student

Antonia Šulj, 0057/2012.

### Mentor

Ivana Droždek, univ.spec.oec.

Koprivnica, rujan 2015. godine

## Prijava završnog rada

### Definiranje teme završnog rada i povjerenstva

ODJEL	Odjel za poslovanje i menadžment u medijima		
PROFESOR	Šušlj Antonia	NAJČIJNI BROJ	0057/2012
DATUM	28.09.2015.	KOLEKT	Poslovne financije i financijski menadžment
NASLOJ RADA	Važnost due diligence-a u financijskom restrukturiranju poduzeća		

MENTOR	Ivana Drožđek, univ.spec.oec.	ZVANJE	predavač
ČLANOVI POWJERENSTVA	doc.dr.sc. Krešimir Buntak, predsjednik		
1.	IGOR KUŠPETA, mag.oec.,cifr		
2.	Ivana Drožđek, univ.spec.oec., mentor		
3.	mr.sc. Ana Mulović, zamjenik član		
4.			
5.			

### Zadatak završnog rada

BRJ 16/PM/2015

OPIS

Cilj ovog završnog rada je istražiti pojam due diligence i njegovu primjenu i značaj prilikom restrukturiranja poduzeća, istražiti i analizirati misle uve uspješnosti, te situacije u kojima se postupak due diligence provodi za vrijeme i nakon poslovne transakcije sa svrhom povećanja transparentnosti obavljanjem informacije bitnih za uspjehnost transakcije. Uspjeh ili neuspjeh preuzimanja će ovisiti od toga je li analiza dovoljno stručno izvršena. Postupak poznat pod nazivom due diligence usmjeren je na dobivanje uvidenja i istraživanje poduzeća koje se želi preuzeti, njegovih snaga i slabosti, njegove strategije i konkurentne pozicije. Due diligence predstavlja sredstvo za eliminaciju rizika od neuspjeha kod preuzimanja, pružajući poduzeću koje namjerava izvršiti preuzimanje kvalitetne, ali i kvalitetne informacije o olijnom poduzeću. Svrha provođenja due diligence-a je u davanju uvidnih informacija menadžmentu poduzeća koje obavlja preuzimanje poduzeća te je za njega posebno pribaviti imovno informacija koja će pomoći u donošenju poslovne odluke. Due diligence predstavlja alat za projekciju poslovnih odluka u budućnosti.

ZADATAK OVRŠEN

30.05.2015.



Ivana Drožđek



## IZJAVA O AUTORSTVU I SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost sadržaja rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjige, članci, doktorskih disertacija, magistrantskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navođenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navođeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prihvatanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti se dužni potpisati izjavi o autorstvu rada.

Ja, Antonija Šušij pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog rada pod naslovom Važnošću due diligence-a u financijskom restrukturiranju poduzeća te da u navedenom radu nisam na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) koristila dijelove tuđih radova.

Student/ica:  
*Antonija Šušij*

---

(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završni/diplomski radovi Sveučilišta su dužni trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice u sastavu Sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i Sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička savjetovanja objavljuju se neodgovornošću način.

Ja, Antonija Šušij neopozivo izjavljujem da sam suglasna/na s javnom objavom završnog rada pod naslovom Važnošću due diligence-a u financijskom restrukturiranju poduzeća čiji sam autor/ica.

Student/ica:  
*Antonija Šušij*

---

(vlastoručni potpis)

## **Predgovor**

Postupak poznat pod nazivom due diligence usmjeren je na detaljno skeniranje i istraživanje poduzeća koje se želi preuzeti, njegovih snaga i slabosti, njegove strategijske i konkurentske pozicije. Prilikom preuzimanja poduzeća, važno je da se poduzeće za taj proces dobro pripremi i na stručan način analizira hoće li od toga imati koristi i poslovati profitabilno. Uspjeh ili neuspjeh preuzimanja će ovisiti od toga je li analiza dovoljno stručno izvršena. Due diligence predstavlja sredstvo za eliminaciju rizika od neuspjeha kod preuzimanja, pružajući poduzeću koje namjerava izvršiti preuzimanje kvantitativne, ali i kvalitativne informacije o ciljnom poduzeću. Ovim putem se želim zahvaliti mentorici Ivani Droždek, univ.spec.oec., koja mi je korisnim savjetima doprinijela u izradi završnog rada.

## Sažetak

Due diligence znači provjeru poslovnog i financijskog stanja i perspektive razvoja poduzeća. Ono podrazumijeva dubinsko snimanje stanja poduzeća, što govori o obuhvatnosti i preciznosti postupka dijagnoze stanja i procjene poslovne i financijske perspektive poduzeća. Primjenjuje se u svim slučajevima vlasničkog restrukturiranja, a prvenstveno se odnosi na restrukturiranje putem spajanja i preuzimanja. Jedan od glavnih razloga neuspjeha velikog broja preuzimanja je nedovoljna priprema poduzeća za obavljanje tog procesa. Donošenje odluke o preuzimanju je kompleksan proces s rastućim brojem problema. Zbog toga je vrlo važno posvetiti pažnju pripremnim aktivnostima, a prije svega procesu due diligence, odnosno detaljnoj analizi ciljnog poduzeća.

Procjena atraktivnosti tržišta predstavlja jedan od inicijalnih koraka prilikom donošenja odluka o preuzimanju ciljnog poduzeća. Da bi poduzeće opstalo na dinamičnom tržištu, neophodno je da se provodi skeniranje jačine određenih faktora koji djeluju na njemu. Efikasan due diligence treba otkriti pitanja koja mogu zaustaviti pregovaranje ili mogu voditi neuspjehu preuzimanja. Tradicionalno, proces due diligence se uglavnom usmjeravao na financijska i pravna pitanja. Međutim, u novije vrijeme, opseg procesa due diligence-a je proširen na istraživanje dinamike tržišta, konkurentske pozicije ciljnog poduzeća, njegove buduće pozicije i ostalih faktora koji mogu biti razlog neuspjeha nakon preuzimanja.

Ključne riječi: due diligence, poduzeće, preuzimanje, restrukturiranje poduzeća, snimanje



# Sadržaj

<b>1. Uvod.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Due diligence postupak u poduzeću.....</b>	<b>3</b>
2.1. Pojam due diligence-a .....	4
2.2. Sudionici due diligence postupka.....	5
<b>3. Due diligence analiza.....</b>	<b>7</b>
3.1. Vrste due diligence-a.....	9
3.1.1. Operativni due diligence .....	9
3.1.2. Financijski due diligence.....	10
3.1.3. Pravni due diligence .....	12
3.1.4. Transakcijski due diligence .....	14
3.1.5. Komercijalni due diligence .....	15
3.1.6. Porezni due diligence .....	15
3.2. Trajanje due diligence analize .....	16
3.3. Uobičajeni problemi i pogreške prilikom provođenja due diligence analize.....	17
3.4. Due diligence kao dio procesa akvizicije .....	18
3.5. Due diligence ljudskih potencijala i menadžmenta.....	19
<b>4. Financijski due diligence i njegova uloga u restrukturiranju poduzeća.....</b>	<b>21</b>
4.1. Ciljevi.....	23
4.2. Razlika između financijskog due diligence-a i revizije .....	24
4.3. Izvještavanje.....	25
4.4. Sustav informacija i računovodstvo .....	26
4.4.1. Računovodstvene politike i prakse.....	26
4.4.2. Sustav upravljanja informacijama .....	27
4.4.3. Kontrolne procedure i kompjutorski sustavi .....	27
4.5. Razlozi i teškoće u provođenju due diligence-a.....	28
4.6. Financijsko restrukturiranje.....	29
4.7. Uloga due diligence-a u restrukturiranju poduzeća.....	30
<b>5. Zaključak .....</b>	<b>32</b>
<b>Literatura.....</b>	<b>34</b>
<b>Popis slika.....</b>	<b>35</b>

# 1. Uvod

U uvjetima velike konkurencije na tržištu, a u cilju povećanja efikasnosti i profitabilnosti poslovanja, velik broj poduzeća se odlučuje na radikalno restrukturiranje. Due diligence se u hrvatskom poslovnom svijetu koristi pod nazivom „dubinsko snimanje“, ali, nažalost, često je opisan kao dosadan, skup i vremenski vrlo zahtjevan postupak koji će pokazati sve ono što se već zna. Međutim, u praksi due diligence ima vrlo važnu ulogu. Osobe koje vode due diligence znaju koje informacije treba prikupiti, kako do njih doći, koje od njih su važne te omogućuje akviziterima uvid u ono što je bitno, a time uvelike pomaže u donošenju kvalitetnih odluka. Postoje tri glavne teme due diligencea: financijska, pravna te komercijalna. Poduzeća često izbjegavaju due diligence zbog toga što je to skup i dugotrajan posao. Svrha provođenja due diligence-a je u davanju ulaznih informacija menadžmentu poduzeća koje obavlja preuzimanje te je za njega potrebno pribaviti mnoštvo informacija koje će pomoći u donošenju odluke. Due diligence predstavlja alat ili pomoćno sredstvo za projekciju poslovnih odluka u budućnosti.

Due diligence je analiza poduzeća za vrijeme i nakon poslovne transakcije sa svrhom povećanja transparentnosti otkrivanjem informacija bitnih za uspješnost transakcije. Služi sagledavanju ne samo prošlih događaja, već i procjene za budućnost. On je, dakle, jedan dio u procesu poslovne transakcije i služi kako bi se saznale sve relevantne informacije nužne za obavljanje neke transakcije, i to zato da ne bi bilo neugodnih iznenađenja. Stari pristup due diligenceu, koji je više bio orijentiran unutarnjim karakteristikama poduzeća i dodirljivoj imovini, sve više zamjenjuje sagledavanje poduzeća kao sustava s kompleksnim unutarnjim i karakteristikama. Sveobuhvatan due diligence uključuje analizu financija i poreza, pravnu analizu, analizu tehnologije, ljudskih resursa, poslovnih operacija i analizu nakon izvršene transakcije. Sudionici due diligence-a su strane koje naručuju due diligence – kupac, da bi što objektivnije spoznao vrijednost onog što kupuje, i prodavatelj, da zna sa čime raspolaže pri prodaji. Due diligence uvelike se razlikuje u ovisnosti od grane djelatnosti jer je svaka specifična i traži drugačije znanje. Cilj due diligence-a je omogućiti kupcu uvid u procjenu rizika i koristi od cijelog sklapanja posla, kao pomoć kod pregovora i kao pomoć kod postizanja vrijednosti nakon zaključenja.

Cilj ovog završnog rada je prikazati pojam due diligence i njegovu primjenu i značaj prilikom restrukturiranja poduzeća. Stoga se u uvodu ukratko objašnjava pojam due diligence-a, dok se u drugom dijelu rada ta razrada malo proširuje i opširnije se opisuje due diligence i

njegova važnost za poduzeća. U trećem dijelu rada se detaljnije opisuje due diligence analiza i vrste due diligence-a. Četvrti dio rada fokus stavlja na financijski due diligence i njegovu ulogu u restrukturiranju poduzeća. Zaključak kao posljednji dio rada predstavlja sintezu rezultata istraživanja i objedinjuje sva poglavlja u jednu cjelinu.

## 2. Due diligence postupak u poduzeću

Due diligence je engleski izraz koji u doslovnom prijevodu znači dužna pozornost. U postupcima prodaje udjela u poduzećima, taj pojam označava procjenjivanje mogućih koristi i obveza, odnosno odgovornosti vezanih uz namjeravanu kupnju udjela i to putem ispitivanja svih relevantnih aspekata prošlog, sadašnjeg i predvidivog budućeg poslovanja poduzeća čiji se udjeli stječu. Takvo ispitivanje i procjenjivanje pomaže kupcu u donošenju odluke o kupnji i utvrđivanju cijene koju će ponuditi za udjel koji kupuje. S druge strane, priprema za provedbu postupka due diligence koji će obaviti kupac omogućuje i prodavatelju udjela da prikupljanjem, sistematiziranjem i raščlambom podataka o svim aspektima poslovanja društva čiji se udjeli prodaju, stvori realnu sliku stanja tog poduzeća i po mogućnosti ispravi uočene nedostatke prije nego se kupac s njima upozna [1].

S obzirom na činjenicu da se u anglosaksonskim zemljama nastala praksa provedbe due diligencea primjenjuje i u Hrvatskoj, posebno u financijski značajnijim poslovima, i u hrvatskim se poslovnim i pravnim krugovima udomaćio izraz due diligence. Naime, poslovi koji uključuju strane ulagatelje ili ponudu udjela na međunarodnim tržištima, strukturiraju se i provode na način utvrđen u međunarodnoj praksi, a što najčešće uključuje angažman stranih financijskih i pravnih savjetnika, izradu opsežne i složene dokumentacije prema stranim uzorima i na stranom jeziku te provođenje postupaka, u koje pripada i due diligence, koji se primjenjuju u međunarodnoj praksi. Pritom treba ukazati na razliku koja postoji između razvijenih zemalja s dugom poslovnom tradicijom i zemalja koje tu tradiciju tek počinju razvijati [1].

Due diligence postupak nije rezerviran samo za poslovne transakcije međunarodne prirode. Ispitivanje svih relevantnih aspekata poslovanja poduzeća čiji se udjeli stječu predstavlja važan oslonac kupcu udjela u donošenju odluke o kupnji i utvrđivanju cijene koji nudi za udjel i u isključivo domaćim poslovima. Naime, kupac uvijek pri donošenju odluke o kupnji na neki način procjenjuje stanje poduzeća za čije je udjele zainteresiran. Drugo je pitanje je li vrijednost posla takva da opravdava detaljno ispitivanje svih relevantnih podataka i jesu li prodavatelj i kupac inače voljni upustiti se u takav postupak [1].

## 2.1. Pojam due diligence-a

Iako je u literaturi relativno novi pojam, u praksi se due diligence u raznim oblicima pojavljuje i provodi već jako dugo. Kao pojam, u stručnoj literaturi se počinje spominjati od 80-ih godina prošlog stoljeća. Međutim, u skraćenim ili izvedenim oblicima provodi se otkad se pojavljuju i poslovne kombinacije (spajanja, pripajanja, kupovanja drugih poduzeća). Iako je teško dati jednoznačnu i jednostavnu definiciju, due diligence se definira kao niz postupaka i procedura koje osiguravaju informacije o poduzeću koje je predmet due diligence-a, a koje su stjecatelju potrebne za donošenje poslovnih odluka, prilikom svih vrsta poslovnih kombinacija (spajanja, pripajanja, kupovine i dr.) [2]. Due diligence osigurava da se ne dogode iznenađenja nakon poslovnih kombinacija te da se osigura da naručitelj due diligence-a za uloženi novac dobije ono što je platio. Naime, due diligence je nastao iz potrebe jer se u praksi često događalo da su se nakon poslovnih kombinacija pojavila mnogobrojna iznenađenja, odnosno da je imovina poduzeća prodavatelja bila nerealna ili da su se nakon poslovnih kombinacija pojavile obveze koje nisu bile evidentirane u knjigama prodavatelja. Nakon ovakvih neugodnih iskustava ulagači su se upleli u dugotrajne sudske procese s neizvjesnim ishodom koji su izazvali visoke sudske troškove [2].

Due diligence predstavlja engleski naziv za ispitivanje svih relevantnih činilaca za novu emisiju vrijednosnih papira koje u poduzeću - emitentu obavlja institucija što odgovara za točnost podataka navedenih u prospektu. Investicijski bankar, tj. njegovi financijski analitičari i pravnici vrše due diligence istraživanje društva kako bi se uvjerali u održivost prve javne emisije dionica. Due diligence predstavlja valoriziranje i detaljno ispitivanje: pravnog statusa, tržišnog položaja i perspektiva, poslovnih rezultata, kvalitete osoblja, poslovnih planova, industrijskih trendova, prodajnih rezultata, cjenovnih i poslovnih modela, privlačnosti proizvoda i usluga, strateških partnerstva, financijskih podataka te drugih odlika društva [3].

Due diligence pojam je koji označava detaljno upoznavanje svih aspekata poslovanja poslovnog partnera kao i procjenu koristi, obveza i odgovornosti vezanih uz moguću kupnju nekog poduzeća. Provodi se kako bi se provjerilo trenutno stanje i potencijal poslovnog partnera ili poduzeća. Njegovo provođenje je važno za poduzeće jer predstavlja sigurnosni proces kako ne bi došlo do namjernog ili nenamjernog krivog informiranja investitora. Iz tog razloga, investitor neovisno istražuje i potvrđuje informacije. Ako se due diligence ne provede, povećava se rizik same akvizicije, što znači da kupnja poduzeća bez prethodnog

prikupljanja potrebnih informacija može rezultirati značajnim financijskim gubicima za ulagatelja. Iz tog razloga, danas gotovo svaka transakcija u poslovanju zahtijeva cjeloviti due diligence, neovisno o tome procjenjuje li se opipljiva ili neopipljiva imovina. Međunarodno, a tako i hrvatsko tržište kapitala zahtijeva transparentnost svih poslovnih aktivnosti. Izvješće o poslovanju poduzeća (Due Diligence Report) je dobar izvor objektivnih i nepristranih informacija o poduzeću. Due diligence se bavi razumijevanjem poslovanja društva koje treba kupiti, i potvrđuje hoće li društvo koje kupuje dobiti ono što misli da kupuje, otkrivajući svaki rizik pri sklapanju poslova, pronalazeći stavke za pregovore i pomažući planiranju integracija nakon sklapanja posla. Postupak due diligence je način na koji kupci mogu biti sigurni da točno razumiju što kupuju. Što je bolji due diligence, to više kupci znaju o o poduzeću koje je predmet akvizicije i samim tim o neposrednim rizicima koje preuzimaju.

## **2.2. Sudionici due diligence postupka**

Sudionici due diligence-a obično su prodavatelj (vlasnik), kupac, trgovačko društvo čija se vrijednost i potencijal ispituje te poslovni savjetnici. To je proces koji iziskuje aktivnost, vrijeme i troškove pa ga se mora provesti što brže kako ne bi ometao redoviti posao. U praksi obično traje od nekoliko tjedana do nekoliko mjeseci. Za učinkovit i brz due diligence poslovanja posebno su važni pripremljenost, iskustvo i organiziranost svih sudionika, posebice savjetnika. Tijekom analize poslovanja otkriva se mnoštvo podataka strankama izvan poduzeća i potrebno je maksimalno zaštititi njihovu povjerljivost. U tom smislu moguće je preuzimanje obveze povjerljivosti od kupaca, uskraćivanje određenih podataka, kao i traženje dopuštenja za ugovore koji se mogu vidjeti samo uz dopuštenje druge strane [4, str. 354].

Potreba provođenja due diligence-a proizlazi iz strateških odluka suvremenog menadžmenta ako se radi o [4]:

1. odluci o kupnji, odnosno prodaji dijela ili cijelog poduzeća,
2. izboru poslovnog partnera u smislu praćenja i zadovoljenja očekivanja,
3. spajanju, akviziciji, ulasku u strateški savez,
4. izboru razvojne strategije:
  - daljnje širenje poslovne aktivnosti uz zadržavanje dosadašnjeg razvoja,
  - uvođenje strateškog partnera,

- koncentriranje, diferencijacija,
- diversifikacija,
- prodaja tvrtke.

Sve navedeno prikazano je na sljedećoj slici.



Slika 2.1. Potreba provođenja due diligence-a

Izvor: I. Karatović, D. Trošelj: Dubinska analiza poslovanja i zaštita na radu, Sigurnost, vol. 49, br. 4, 2007, str. 355

Sam postupak i provođenje due diligence-a obavlja se po fazama koje moraju biti dobro organizirane i koordinirane, njihov se opseg i akcent može mijenjati sukladno potrebi i situaciji. Za dobro provođenje due diligence-a potrebna je koordinacija multidisciplinarnih i visokospecijaliziranih timova stručnjaka na koje se prenose pojedini dijelovi ovlasti i odgovornosti menadžmenta. Gotovo nikad ne postoji potpuna sigurnost da u naizgled „zdravim“ i dobrostojećim tvrtkama nema problema stvorenih namjerno ili nenamjerno, niti je moguće zakonskom regulativom ili nekim općim pravilima analizirati sva poduzeća na isti način. Međutim, svakako je korisno i potrebno znati opće smjernice kako postupati i za čime tragati kad se trebaju donositi odluke poput provedbe uvijek riskantnih spajanja i akvizicija.

### 3. Due diligence analiza

U današnje vrijeme velikih promjena, poduzeća prije postupka spajanja i pripajanja provode due diligence analizu jer ona predstavlja jedan od glavnih čimbenika uspješnosti postupka koji se provodi (spajanje, pripajanje, itd.). U ovoj analizi detaljno se analiziraju svi aspekti poslovanja nekog određenog poduzeća, a cilj joj je odgovoriti na važna pitanja kako bi se utvrdile sve relevantne informacije za obavljanje transakcije i kako ne bi bilo neugodnih iznenađenja nakon transakcije. Služi sagledavanju ne samo prošlih događaja i sadašnjeg stanja, već daje i procjene za budućnost. Mnogi primjeri iz prakse, kako u Hrvatskoj tako i u inozemstvu, ukazuju na brojne opasnosti u slučaju nepotpune ili uopće neprovedene due diligence analize. Čest je slučaj da poduzeća prikrivaju svoje financijske podatke odnosno podatke o „zdravlju“ poduzeća što može dovesti do nesagledivih negativnih posljedica u budućnosti. Najpoznatiji je primjer američkog energetskog poduzeća Enron u kojem je lažiranje financijskih izvještaja dovelo do potpunog sloma tvrtke.

Provođenjem due diligence analize kod spajanja i pripajanja mogući gubici i negativne posljedice transakcije svode se na najmanju moguću mjeru. Međutim, iako je provedena due diligence analiza nužna, nije dovoljna kako bi se sa sigurnošću moglo tvrditi da će postupak spajanja i pripajanja biti uspješan. I dosada su se u praksi događali slučajevi u kojima je jedna strana uspjela drugoj strani prikazati netočne podatke što je imalo štetne posljedice za vlasnike i dioničare. Due diligence analiza nije samo proces u kojem se ispituje poslovanje prodavateljevog poduzeća, već je jedna vrsta testa o kojem ovisi hoće li se postupak spajanja i pripajanja i dalje nastaviti ili će kupac odustati. Kada due diligence analiza pokaže da su rizik i obveze prevelike, kupac treba odustati od daljnjeg nastavka procesa. Osnovni cilj due diligence analize nije pronaći razloge za odustajanje od postupka pripajanja i spajanja, već utvrditi stvarnu vrijednost poduzeća na temelju detaljnog promatranja. Ova analiza pokušava utvrditi je li procijenjena vrijednost poduzeća ista i nakon što je kupac dobio uvid u stanje poduzeća iznutra. Nakon dobro provedene due diligence analize, kupac bi trebao istaknuti svoju cijenu za poduzeće ili odustati od daljnjeg postupka spajanja i pripajanja.

Due diligence analiza treba dati odgovore na mnoga pitanja, dok neki autori (Lajoux, Elson) najvažnijim smatraju [5]:

- Hoće li dioničari profitirati ovom transakcijom?
- Koja je realna vrijednost ciljanog poduzeća?
- Kako će poduzeće financirati transakciju?



Provjera poslovanja poduzeća sastoji se od [6]:

- Provjere financijskih dokumenata.
- Provjera operativnih sposobnosti poduzeća.
- Provjera postojanja eventualnih sudski sporovi i slično.

Detaljna analiza obuhvaća i pregled svih ugovora poput onih s kupcima, dobavljačima, zaposlenicima, a pregledava se i način poslovanja te organizacijska struktura poduzeća. Današnje due diligence analize su sve detaljnije, poglavito za javna poduzeća. Sveobuhvatna due diligence analiza osim ispitivanja unutarnjih karakteristika poduzeća uključuje i ispitivanje makroekonomske okoline poduzeća te stanja u sektoru u kojem poduzeće posluje.

Prema Bingu (1996) zadaće menadžmenta prodavateljeva poduzeća su [6]:

- provjeriti sve izvještaje i dokumentaciju,
- provjeriti način funkcioniranja menadžmenta i odrediti dužnosti i odgovornosti članova tima,
- pronaći način za zadržavanje morala i odgovornosti zaposlenika poduzeća,
- Prezentirati perspektive razvoja poduzeća u budućnosti te ukazati na potrebna znanja i sposobnosti zaposlenika,
- Ukazati na sposobnost i znanje menadžmenta te istaknuti njegovu reputaciju u gospodarskoj grani,
- Navesti savjetnike koje je poduzeće koristilo u poslovanju,
- Sastaviti izvješće o strategiji odnosno načinu dosadašnjeg upravljanja poduzećem te odrediti prednosti i nedostatke te strategije.

Due diligence analiza je proces u kojem kupac i prodavatelj moraju surađivati i u kojem obje strane moraju biti strpljive jer svaki pokušaj skrivanja ili manipulacije s podacima može ugroziti cijeli proces. Česta je pogreška u due diligence analizi zaboravljanje ljudskog faktora. Ako ljudski odnosi nisu na prikladnoj razini, često dolazi do neuspjeha cijelog procesa spajanja i pripajanja. Sveobuhvatan due diligence uključuje analizu financija i poreza, pravnu analizu, analizu tehnologije, ljudskih resursa, poslovnih operacija i analizu nakon izvršene transakcije. Tim koji vodi due diligence analizu najčešće se dijeli na financijsku, pravnu i operativnu grupu ovisno o području koje se pregledava. Svaka grupa obavlja samostalno svoj dio posla, ali uz obavezne konzultacije u zajedničkim problemima pri čemu su multidisciplinarnost i timski rad ključni. Financijski dio tima čine financijski savjetnici, računovođe i menadžeri, pravni tim čine pravnici poduzeća ili vanjski pravni stručnjaci, a

sastav operativnog dijela u najvećoj mjeri ovisi o grani djelatnosti u kojoj poduzeće posluje jer je svaka specifična i traži određena znanja.

Due diligence analiza je kompleksan proces i najčešće se dijeli na četiri područja. Zadatak operativnog dijela due diligence analize je analiza velikog broja aspekata poslovanja poduzeća, od načina poslovanja menadžmenta, ljudskih potencijala, kvalitete sustava koju poduzeće posjeduje do utvrđivanja mogućih problema u integraciji nakon postupka spajanja i pripajanja. U financijskom smislu cilj due diligence analize nije samo procjena financijskih podataka iz prethodnih razdoblja, nego i projekcija budućih financijskih rezultata uzimajući u obzir sve dostupne podatke. Pravni aspekt analize podrazumijeva provjeru svih zakona i propisa uključujući pitanja koja tretiraju antimonopolski propisi, utvrđivanje vlasništva nad materijalnom i nematerijalnom imovinom te analizu ugovora o radu. U mnogim pitanjima pravni i financijski dio su povezani tako da je potrebna uska suradnja tih dvaju timova. Transakcijski dio je splet svih triju dosada nabrojanih dijelova due diligence analize i odnosi se na samu namjeru i provođenje postupka spajanja i pripajanja, a zadužen je za provjeru poteškoća do kojih dolazi u postupku spajanja i pripajanja. Postoje i mnoge druge podjele područja due diligence analize koje obuhvaćaju porezni aspekt, socijalni aspekt i druge. Međutim, podjela na navedena četiri područja obuhvaća najveći broj aspekata poslovanja poduzeća i tržišta na kojem djeluje te omogućava analizu svih potrebnih podataka kao i izradu izvještaja na temelju kojih se donosi odluka o nastavku ili odustajanju od procesa.

### **3.1. Vrste due diligence-a**

Postoji više vrsta due diligence-a koji se često prilikom poslovnih kombinacija isprepliću i zajedno naručuju. Najvažnije vrste due diligence-a su financijski, porezni, pravni, komercijalni, transakcijski due diligence. Svrha i cilj svakog od navedenih vrsta due diligence-a je osigurati razumljiv i jasan pregled poduzeća, koji će pomoći u njegovoj procjeni.

#### **3.1.1. Operativni due diligence**

Područje koje obuhvaća operativni dio due diligence analize je izuzetno široko, a odnosi se prvenstveno na analizu funkcioniranja poduzeća. Glavna zadaća operativnog dijela

due diligence analize trebala bi biti identifikacija materijalne i nematerijalne imovine te identifikacija potencijalnih prijetnji toj imovini. Potencijalne prijetnje treba rangirati prema važnosti pojedine imovine. Često je nematerijalna imovina poduzeća koja nije evidentirana u poslovnim knjigama važnija od materijalne, a riječ je o imenu tvrtke, ugledu, tržišnom položaju, intelektualnom vlasništvu i ljudskim potencijalima.

Prilikom operativne due diligence analiza koriste se dva izvora kako bi se prikupili svi podaci. Prvi je unutrašnja kontrola tvrtke koja, ukoliko dobro radi, može dati vrlo korisne podatke o načinu funkcioniranja poduzeća, ali se ti podaci moraju provjeriti jer uvijek postoji opravdana sumnja u njihovu pouzdanost. Drugi izvor se odnosi na vanjske izvore informacija koji daju mnogo informacija i izvještaja o poduzeću, poput javnih godišnjih izvješća poduzeća, izvještaja agencija o kreditnom rejtingu poduzeća, poslovnih izvještaja o stanju u gospodarskoj grani te izvješća brokera. Osim ovih, javno dostupnih podataka u posljednje se vrijeme sve više koriste i tajne provjere podataka o ciljanom poduzeću. Njihov je prvenstveni cilj provjera vjerodostojnosti podataka koji su prikupljeni javnim putem, bilo od samog poduzeća ili od ostalih vanjskih izvora. Osim toga, na ovaj se način bolje upoznaje ciljano poduzeće, način njegovog funkcioniranja, saznaju se potencijalne slabosti poduzeća i upoznaju se kulturološke osobine poduzeća.

### **3.1.2. Financijski due diligence**

Financijski due diligence je fokusiran na financijske probleme, financijske transakcije iz prošlosti, financijske izvještaje, te financijske pokazatelje prodavatelja. Zadatak financijskog dijela tima je i pronaći najprihvatljiviji način financiranja cijelog postupka spajanja i pripajanja. Ključni financijski izvještaji za obavljanje due diligence analize su bilanca te račun dobitka i gubitka, a novije due diligence analize veliku pažnju poklanjaju i izvješću o novčanim tijekovima. Novčani tijek može biti pozitivan ili negativan. Pozitivan novčani tijek je dobar pokazatelj, ali je za analizu stanja još važniji novčani tijek od poslovnih aktivnosti poduzeća. Financijski pokazatelji se dijele na pet skupina i to [5]:

- bilančni pokazatelji,
- pokazatelji prihoda,
- hibridni pokazatelji,
- tržišni pokazatelji,

- ostali.

Opće je poznato da se financijski podaci mogu prikazati na način kojim bi se stvorila bolja slika o poduzeću. Hawson (2003) navodi neke od kategorija u kojima se to najčešće događa i na koje treba posebno pripaziti prilikom obavljanja due diligence analize [7]:

- prerano bilježenje prihoda,
- knjiženje prihoda koji nisu stvarni,
- jednokratno povećanje prihoda,
- odgoda knjiženja troškova za buduća razdoblja,
- neprikazivanje svih obveza,
- prebacivanje prihoda u buduća razdoblja,
- prebacivanje budućih troškova u sadašnje razdoblje.

Mnogi su rizici koji i nisu u suprotnosti sa zakonskim propisima, a koje može prepoznati samo iskusni financijski stručnjak. Neki od njih su [7]:

- složeni, teško razumljivi poslovni aranžmani,
- financijski pokazatelji mnogo bolji od prosjeka gospodarske grane u kojoj poduzeće posluje,
- raskorak između financijskih izvještaja i stavova menadžmenta,
- računovodstvene politike koje ne odgovaraju industrijskim normama,
- promjene revizorske kuće,
- velike transakcije koje se obavljaju u posljednji trenutak,
- preoptimistična nerealna obećanja s obzirom na stanje u gospodarskoj grani.

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

### 3.1.3. Pravni due diligence

Pravni dio due diligence analize je fokusiran na eventualne zakonske probleme, kao i na analizu svih ugovora prodavatelja sa zainteresiranim stranama. Pravni due diligence može obuhvatiti i analizu cijele industrijske grane te potencijalnih pravnih i zakonskih problema. Pravni dio tima za provođenje due diligence analize sastavlja ugovor o spajanju ili pripajanju. Prema Howsonu (2003) u pravnom dijelu due diligence analize se uobičajeno pregledava i ispituje [7]:

1. podaci o poduzeću:
  - ugovor o osnivanju,
  - lista dioničara poduzeća,
  - lokacija poduzeća,
2. financijski podaci:
  - lista i kopija odluke menadžera o poslovnim aktivnostima poduzeća,
  - izvješća revizije poduzeća za proteklih 5 godina,
  - računovodstvena izvješća poduzeća za proteklih 5 godina,
  - porezna izvješća za proteklih 5 godina,
  - govori o kreditima,
  - svi financijski izvještaji za proteklih 5 godina,
3. Podaci o zaposlenicima:
  - svi ugovori s zaposlenicima,
  - dodatni ugovori o povlasticama za zaposlenike,
  - ugovori o umirovljenju,
  - ugovori o medicinskoj skrbi za zaposlenike,
  - ugovori o osiguranju zaposlenika,
  - eventualni ugovor o radničkom dioničarstvu,
4. Podaci o materijalnoj i nematerijalnoj imovini poduzeća:
  - popis sve imovine koju poduzeće posjeduje,
  - popis svih obveza koje poduzeće ima prema iznajmljenoj imovini,
  - popis materijalne imovine poduzeća,
  - popis nematerijalne imovine poduzeća,
  - vrijednost godišnje amortizacije dugotrajne imovine,
  - ugovori o osiguranju imovine,

- podaci o plaćenom porezu na imovinu,
5. Ugovorne obveze prodavatelja:
- ugovori o nabavi materijala,
  - eventualni dokumenti o proširenju poslovanja,
  - ugovori o istraživanju,
  - ugovori o pravu korištenja licence,
  - ugovori o distribuciji proizvoda,
  - ugovori o eventualnom zajedničkom ulaganju,
  - jamstvena pisma po određenim kreditima,
6. Eventualni sporovi poduzeća:
- izvješće odvjetnika o stanju trenutnih sporova koje poduzeće vodi,
  - izvješće o sklopljenim nagodbama,
  - dosadašnji odnosi s zaposlenicima,
7. Ostalo:
- izvješća javnosti za protekle dvije godine,
  - izvješća financijskih analitičara o poduzeću,
  - izvješća vanjskih savjetnika,
  - izvješća o dugoročnim investicijama.

Na temelju podataka iz navedenih izvještaja pravni dio kupčevog due diligence tima može dati svoju ocjenu o nastavku procesa spajanja i pripajanja.

Pravni due diligence je od središnje važnosti za cjelokupni proces due diligence-a budući da čini temelj kupoprodajnog ugovora. S obzirom na to, bitno je da savjetnici usko surađuju s ostalim stručnjacima u due diligenceu i da budu usredotočeni na komercijalne implikacije svojih saznanja.

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

### 3.1.4. Transakcijski due diligence

Transakcijski due diligence je analiza svakodnevnih problema s kojima se susreće poduzeće i koji mogu ugroziti cijeli postupak spajanja i pripajanja, ukoliko se ne riješe. Ovaj dio uglavnom obavljaju stručnjaci koji su upoznati sa dnevnim funkcioniranjem tvrtke jer je taj segment poslovanja manje poznat menadžerima. Na stručnjake se prenosi dio ovlasti i odgovornosti od strane menadžmenta zbog čega se sam postupak smatra najkompleksnijim i najsloženijim dijelom due diligence analize jer pokušaj utjecaja na ishod rezultata bilo od strane menadžera ili vlasnika može dovesti do propasti. Cilj ovog dijela analize je riješiti probleme u postupku spajanja i pripajanja kako ne bi došlo do zastoja ili prekida postupka.

Prema Lawrenceu (1994) tim zadužen za spajanje i pripajanje, zajedno s pravnim savjetnicima, pregledava sve dobivene podatke kako bi odgovorio sljedeća pitanja [8]:

- Koji je zakonski korak potreban da bi se efikasno obuhvatila cijela transakcija?
- Koje ugovore moraju potpisati obje strane?
- Postoji li problem mogućeg nastanka monopola, a ukoliko postoji zadatak im je pronaći rješenje?
- Zadovoljava li ova transakcija sve zakone i propise?
- Kakve posljedice može proizvesti transakcija u poreznom smislu?
- Koji su potencijalni rizici i obveze nakon provedenog procesa spajanja i pripajanja?
- Postoji li problem vlasništva poduzeća nad nematerijalnom imovinom koju koristi?
- Koje su pravne obveze kupca i prodavatelja nakon sklapanja ugovora?
- Koje obveze poduzeće ima nakon završenog procesa prema kreditorima?
- Koje obveze poduzeće ima nakon završenog procesa prema zaposlenicima?
- Kojih se sve ugovora prema dobavljačima, kupcima, zaposlenicima i drugima kupac mora pridržavati nakon sklapanja ugovora?

Transakciji dio due diligence analize bi trebao biti sinteza svih ostalih dijelova due diligence analize te bi zbog toga na voditelj transakcijskog tima trebao biti voditelj cjelokupnog procesa due diligence analize.

### **3.1.5. Komercijalni due diligence**

Glavna teza komercijalnog due diligencea je da do akvizicije društva ne dolazi zbog poslovanja u prošlosti nego zbog mogućeg ostvarenja dobiti u budućnosti. Komercijalni due diligence je procjena budućeg poslovanja. Ra razliku od drugih oblika due diligencea, ovaj traži informaciju izvan ciljanog društva. Komercijalni due diligence dolazi do informacija iz javno objavljenih izvora, i što je još važnije, razgovorom s ljudima koji su na istom tržištu kao i ciljano društvo. Često se zna tvrditi da financijski due diligence daje puno više informacija i analiza potrebnih za formiranje mišljenja o komercijalnoj budućnosti. Razlog je taj što je financijski due diligence usredotočen na internu organizaciju, dok komercijalni prikuplja informacije o tržištu i konkurentnosti. To je također jedan od načina postizanja procjene budućeg poslovanja. Prednosti komercijalnog due diligence-a su u tome što je najpovoljniji tip istrage koju provode stručni savjetnici i može utjecati na jasnu odluku o tome da li nastaviti ili stati prije akvizicije, a također valja napomenuti da komercijalni due diligence može biti proveden i bez znanja ciljanog društva. Komercijalni due diligence traje tri do četiri tjedna. Ako traje duže, istraga bi mogla izgubiti svoj fokus. Komercijalni due diligence je zapravo dodatak aktivnostima financijskih due diligencea i smatra se profitabilnijim te se upravo iz tog razloga usluge provođenja komercijalnog due diligencea često nude u računovodstvenim tvrtkama u sklopu financijskog due diligencea.

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

### **3.1.6. Porezni due diligence**

Porezni due diligence se odnosi na provjeru prethodnih godina s poreznog stajališta te utvrđivanje poreznih rizika u budućnosti. Cilj je otkriti moguće rizike i obveze prema



državnom proračunu, te također utvrditi porezne rizike što prije te za njih smanjiti cijenu prilikom pregovora. U poreznom sustavu nekih zemalja se uz imovinu vezuju određeni rizici, kao npr. naknada ekološke štete koja je uzrokovana imovinom. Međutim ukoliko je poslovna kombinacija strukturirana kao kupnja ciljanog društva, stjecatelj mora utvrditi eventualne rizike koje se odnose na prijašnje poslovanje. U okviru toga se razmatra ispunjavanje poreznih obveza, skrivene isplate dobiti, poslovanje između povezanih strana itd.

### **3.2. Trajanje due diligence analize**

Formalno vrijeme trajanja due diligence analize započinje namjerom spajanja i pripajanja poduzeća, a završava okončanjem postupka spajanja i pripajanja jer je jedan od ciljeva uočiti sve probleme koji mogu nastati tijekom postupku spajanja i pripajanja. Poduzeće može utvrditi kada će postupak due diligence analize započeti, ali ne može sa sigurnošću utvrditi vrijeme trajanja due diligence analize. Due diligence analiza može trajati od nekoliko tjedana pa do godine ili nekoliko godina. Trajanje može ovisiti i o specifičnostima u poslovanju ciljanog poduzeća, a najvažnija je strpljivost te cjelovitost u provođenju due diligence analize. Sve podatke koji nisu potpuno transparentni treba detaljno provjeriti kako se u njima ne bi krile zamke koje mogu imati utjecaja na poduzeće. Međutim, tim koji provodi analizu mora biti svjestan da due diligence analiza ne smije trajati predugo jer na taj način stvara velike troškove i nezadovoljstvo sudionika. Ako se provede u potpunosti, proces due diligence analize može biti frustrirajući zbog njegove dugotrajnosti i visokih troškova koje može uzrokovati. Stoga je vrlo važno odrediti pravu mjeru i zadržati se samo na važnim informacijama i analizama o ciljanom poduzeću te precizno odrediti sve troškove i rizike povezane s tom transakcijom. Za vrijeme trajanja due diligence analize kupac mora biti spreman na otpore od strane prodavatelja, poglavito od strane menadžmenta poduzeća jer se tijekom analize pod povećalo stavljaju financijske i poslovne odluke, a preispituju se i postupci menadžera. Zbog toga u mnogim postupcima due diligence analize prodavatelj nakon određenog vremena kupcu daje ultimatum da dovrši due diligence analizu što prije ili u suprotnom on odustaje od cijelog posla. U tom je slučaju, kupcu koji je zadovoljan rezultatima dotad provedene analize i koji želi nastaviti proces spajanja i pripajanja, najbolje rješenje skratiti due diligence analizu te započeti proces i na taj način uštedjeti vrijeme i smanjiti troškove. U suprotnom postoji realna mogućnost odustajanja od

strane prodavatelja, a kupac također treba biti svjestan da i u dugotrajnoj due diligence analizi može doći do propusta. Trajanje due diligence analize bi trebalo biti definirano planom provedbe što nažalost nije uvijek slučaj.

### **3.3. Uobičajeni problemi i pogreške prilikom provođenja due diligence analize**

Pravilno provedena due diligence analiza odvija se u više faza. Prvo se prikupljaju osnovni podaci te se identificiraju specifična područja. Dodatna pitanja i prikupljanje dodatnih podataka može se provesti u sljedećim fazama due diligence analize, ali oni moraju biti pripremljeni ciljano za jedinstvene izazove i trendove u sektoru glavne djelatnosti ciljanog poduzeća. Kupčev tim mora voditi glavnu riječ u cijelom ovom procesu te postavljati pitanja na temelju kojih može donijeti odluku o isplativosti transakcije. Važno je odrediti prednosti i nedostatke u toj gospodarskoj grani jer svako područje ima svoje specifične probleme. Prilikom provođenja due diligence analize javlja se veliki broj problema vezano uz veličinu poduzeća, vrstu posla, broj godina koje je poduzeće prisutno u određenoj grani djelatnosti, a u nastavku se navode oni koji se najčešće javljaju [9].

Kupac se često suočava s problemom pravog vlasništva materijalne i nematerijalne imovine. Kupac prije ulaska u proces spajanja ili pripajanja treba utvrditi da je zakonski sve uredno i da je prodavatelj stvarni vlasnik materijalne i nematerijalne imovine koju koristi u poduzeću. On mora saznati koje je ugovore prodavatelj potpisao sa zaposlenicima prema zakonu o radu. Treba znati koje će sve obveze imati prema zaposlenicima nakon spajanja ili pripajanja poduzeća. Kupac mora biti upoznat sa svim obvezama koje mogu nastati u budućem poslovanju poduzeća. Prodavatelji ponekad znaju uljepšati financijska izvješća, sakriti manjkove, smanjiti administrativne troškove, sakriti obveze prema zaposlenicima i slično. Postoji mogućnost da prodavateljeve vrlo kompleksne financijske i tehničke izvještaje kupčev tim u potpunosti ne razumije. Kupac bi morao angažirati stručnjake iz područja u kojem posluje prodavatelj. Komunikacija između timova koji vode ovaj proces treba biti otvorena i cjelokupni tim treba djelovati skladno. Kupac treba inzistirati da se prema njegovom timu ponaša kao dobrodošlom gostu, a ne kao neprijatelju.

Kod provođenja due diligence analize postoje određena pravila provođenja, ali istovremeno unutar tih pravila treba pronaći prostor za ostvarivanje ciljeva analize. Due

diligence je umjetnost jer osoba koja je provodi treba znati koja pitanja postaviti i kada ih postaviti kako bi dobila željene odgovore. Potrebno je stvoriti takvu atmosferu da u cijelom procesu vlada povjerenje i izbjeći moguće neslaganje s prodavateljevim timom. Due diligence tim se nalazi u misiji pronalaska potencijalnih problema, ali istovremeno i u misiji pronalaska odgovora na te probleme. Due diligence analiza je istovremeno i znanost jer se u njoj pripremi mora pridržavati pravila, pripremiti listu specifičnih pitanja za prodavatelje te imati sistem koji će metodično obuhvatiti provjeru svih organizacijskih dijelova i dokumenata dobivenih od prodavatelja.

Uobičajene pogreške prilikom provođenja due diligence analize su [9]:

- Nedostatak planiranja i pripreme za due diligence analizu, te nepripremljena pitanja za prodavatelja. Treba se fokusirati na postavljanje pravih pitanja, a ne velikog broja pitanja. Bitna je kvaliteta dobivenih informacija, a ne kvantiteta.
- Nedovoljno vrijeme posvećeno financijskim i poreznim pitanjima. I prodavatelj i kupčev tim trebaju zajedno pregledati financijske i porezne izvještaje iz prošlih razdoblja.
- Ignoriranje stvarnog stanja iza brojeva. Kupac i njegov tim moraju proučiti sva financijska i druga izvješća, ali ne smiju zanemariti i činjenice koje nisu vidljive u izvještajima, poput pristupa tržištu, lokacija i slično.

Međutim, i uspješno provedena due diligence analiza ne može garantirati da se u zdravim i uspješnim poduzećima ne kriju zamke i problemi, stvoreni namjerno ili nenamjerno. Unatoč gore navedenim problemima, due diligence analiza je najbolji način za utvrđivanje stanja u pojedinom poduzeću. Upravo zbog toga zabrinjava što se u Hrvatskoj prilikom spajanja i pripajanja due diligence analiza provodi u premalom broju slučajeva. Pogreške koje su u slučaju dobro provedene due diligence analize mogle biti uklonjene, uključujući i one koje su mogle utjecati na cijenu poduzeća, otkrivaju se godinama nakon procesa spajanja i pripajanja.

### **3.4. Due diligence kao dio procesa akvizicije**

Due diligence je samo jedan dio procesa akvizicije ili investiranja. Cijeli proces akvizicije dijeli se na četiri faze. Prva faza počinje sa temeljitim strateškim pregledom, a to znači da se akvizicija promatra kao sredstvo za postizanje svojih strateških ciljeva. Nakon

uspješnog strateškog pregleda, sljedeći korak je sustavna potraga za akvizicijama. Ovdje se određuje idealan cilj te se postavljaju kriteriji za buduća društva koja će ući u uži izbor za slijedeći korak, a to je pristup. Pristup društvima te pokazivanje interesa za kupnju nekog poduzeća može izazvat različite reakcije prodavatelja. Ako se pojave pozitivne odluke sa obje strane, tek tada kreću preliminarni razgovori prije pregovora. Nacrtom uvjeta kao nužnim korakom u drugoj fazi akvizicije objavljuje se sporazum o pregovaranju kupnje poduzeća. Ovim korakom kupac je uvjerio prodavatelja kako je ozbiljan u svojoj namjeri kupovine poduzeća te se sklapa neobvezujući dokument u kojem se definiraju glavne točke oko kojih su spremne nastaviti pregovore. Tek ovdje započinje proces due diligencea.

Glavni aspekti sa kojih se obavlja proces dubinskog snimanja su: financijsko, pravno i komercijalno stajalište. Treća faza procesa akvizicije poduzeća slijedi nakon due diligencea, a to je usklađivanje detalja za sklapanje posla, odnosno pregovori. Ovo je svakako najdinamičniji dio akvizicije jer tu direktno dolaze do sukoba dvije strane, a svaka od njih pokušava izvući što više koristi iz akvizicije. Nakon prepucavanja, kad se konačno obje strane dogovore, pregovori se zaključavaju, a posao konačno bude sklopljen, ali može se opisati kao proces ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca kojim bi bilo potvrđeno da kupuje ono što misli da kupuje. Glavni cilj je razumjeti poslovanje društva koje se kupuje, potvrditi ono za što se misli da se kupuje i otkriti svaki rizik pri sklapanju poslova. Konačno zadnja faza akvizicije je zapravo faza nakon zaključenja pregovora, a to je integracija poduzeća i slijedeći težak korak: opravdanje plaćene cijene akvizicije.

### **3.5. Due diligence ljudskih potencijala i menadžmenta**

U ovom segmentu radi se isključivo o razumijevanju kulture poslovanja društava i njegovih zaposlenika. Budući da „kultura obično potiče strategiju“, da bi akvizicija bila uspješna, treba se i tom pitanju posvetiti pažnje [10]. Prema nekim studijama, problemi sa zaposlenicima su razlog skoro polovice neuspjelih akvizicija. Glavni ciljevi due diligencea ljudskih potencijala bi trebali [11]:

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

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

## **4. Financijski due diligence i njegova uloga u restrukturiranju poduzeća**

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

Malo je poslova obavljeno bez financijskog due diligencea. Skandali kao onaj s Enronom i dalje će utjecati na važnost takvog due diligencea. Međutim, financijski due diligence znači više od samog ispitivanja računovodstvenih politika ili sustava informacija. Dobar financijski due diligence daje pregled dobiti, što može biti iskorišteno za predviđanje budućnosti ili barem za postavljanje platna na kojem možete naslikati cijelu sliku budućnosti. Isplati se prisjetiti da su računovođe dobro educirani stručnjaci koji će provesti dosta vremena u ciljanom društvu. Mogu biti nevjerojatno dobar izvor drugih, nefinancijskih, poslovnih informacija o ciljanom društvu. Budući da većina društava ima revidirane financijske izvještaje, možda iznenađuje činjenica da se toliko vremena, napora i troška posvećuje financijskom due diligenceu. Za to postoje dva razloga. Prvi, suprotno raširenom vjerovanju, računovodstvo nije znanost. To znači da čak i revidirani izvještaji sadrže dosta nesigurnosti, sa stajališta kupca [12]:

- Svi izvještaji podliježu brojnim prosudbama. Neki od njih, kao što su procjena dionica i politike deprecijacije, mogu dosta utjecati na izvještaj o profitabilnosti. Isto tako i vrijeme priznavanja dobiti može varirati, ovisno o računovodstvenim politikama ili prosudbama. Rezultat toga može biti trend iskrivljavanja dobiti.

- Izvještaji će vjerojatno sadržavati niz “jednokratnih” profita ili troškova koji mijenjaju profitabilnost poslovanja, a koje treba pronaći i maknuti.

Jedna od glavnih uloga financijskih due diligence stručnjaka je raščlaniti ono što su napravili drugi računovođe. Drugo, općenito govoreći o engleskom zakonu, kupac se neće moći pouzdati u revidirane financijske izvještaje. Bit ćete u krivu ako mislite da su financijski izvještaji revidirani od strane neovisnih stručnjaka ne bi li uvjerali vanjski svijet u financijsko stanje društva s ograničenom odgovornošću. Očito je da oni nisu dio cijene za ograničenu odgovornost, već daju informaciju bilo kome tko posluje s društvom, tako da mogu dobiti barem ideju o riziku koji preuzimaju. Definitivno se ne može pouzdati u revidirane izvještaje. Revizori nisu odgovorni doničarima, vjerovnicima ili bilo kome drugome tko posluje s društvom. Ne mogu biti odgovorni za nemar ako ne pripreme ili revidiraju financijske izvještaje uz dužnu ibrigu i određene sposobnosti.

Slučaj *Caparo Industries v. Dickman* potvrđuje sve navedeno. Naime britansko društvo na burzi, Fidelity, izdalo je upozorenje o profitu u ožujku 1984. godine. Cijena dionica Fidelityja je jako pala. U svibnju je izdano (pozitivno) revizorsko rješenje, a direktori su objavili da je profit niži od predviđenog. Dana 8. lipnja Caga je počeo kupovati dionice Fidelityja. Do 6. srpnja bilo je kupljeno 29,9% izdanog kapitala Fidelityja, a u rujnu je bila dana potpuna ponuda koja je prihvaćena. Caparo je kasnije naveo da su izvještaji Fidelityja bila netočni i pogrešno je, primjerice, da su dionice precijenjene, a obavijesti o odobrenju klijentima nedovoljno iskazane. Navodni učinak je da su izvještaji zabilježiti gubitak od 400.000 funti, Dok je bio prikazan dobitak od 1,3 1,3 milijuna funti. Revidirani izvještaji su poslani dioničarima 13. lipnja. Caparo je dotada već bio dioničar, tvrdeći da je njihova kupnja dionica nakon 13. lipnja temeljena na (netočnim) izvještajima. Da je bilo poznato pravo stanje Fidelityja, dionice ne bi bile kupljene niti bi bila dana ponuda po cijeni za koju su dionice kupljene. Smatrali su da su revizori trebali biti svjesni ranjivosti Fidelityja na ponudu, slijedom pada cijene dionica nakon upozorenja u ožujku te da će se svaki potencijalni ponuđač pouzdati u financijske izvještaje prilikom procjene ponude i pretrpjeti gubitak ako su ti izvještaji netočni. Opći propisi o štetnim radnjama uzimaju u obzir predvidljivost, neposrednu blizinu i nepristranost prije donošenja presude o tome je li revizor odgovoran prema onima koji se pouzdaju u nemarno revidirane financijske izvještaje. Bio je naveden argument za predvidljivost: Dosta društava je preuzeto nakon upozorenja o profitu i svatko tko ima čak i površna saznanja o tome kako radi burza, mogao je znati da će to upozorenje dovesti od jačeg interesa za Fidelity. Prva stvar koju će napraviti je pregled zadnjih revidiranih financijskih izvještaja. Vjerojatno je i nepristranost bila na njihovoj strani. Ne bi

bio plaćen toliki iznos da je bio poznat podatak o tome da je profit bio precijenjen za 1,7 milijuna funti [12].

Sud za žalbe i Dom lordova donijeli su presudu u kojoj je navedeno da ne postoji obveza između revizora i potencijalnih investitora u društvu, te da ne postoji obveza prema postojećim dioničarima. Očito (prema lordu Oliveru), revizorski izvještaj nije objavljen “u svrhe pojedinačne spekulacije s profitom“.

## 4.1. Ciljevi

Dok ne bude podnesena čvrsta ponuda, prodavatelj kontrolira informaciju. Sve što je dostavljeno, neizbježno će predstaviti ciljano društvo u najboljem svjetlu. Potencijalni kupac temelji svoju ponudu na prošlogodišnjem profitu i donosi određene pretpostavke, primjerice [12]:

- Buduće poslovanje će biti slično prošlom. Odnosi s klijentima su dobri i takvi će i ostati.
- Marže nisu pod pritiskom. - Računovodstvene politike su dosljedne i razumno primijenjene. Nema skrivenih obveza poput značajno većih troškova održavanja.

To je prilika da akviziter bude zadovoljan sa svojim pretpostavkama, ne samo o ciljanom društvu, nego i s tim u kojoj se mjeri takvo društvo uklapa u cjelokupnu akvizicijsku strategiju kupca, uz mogućnost sinergije. Financijski due diligence je važan za određivanje neto stanja duga kod zaključenja i stoga ima utjecaj na klauzulu o cijeni u ugovoru. Može pomoći i kod strukturiranja transakcije, identificirati neke prilično nesigurne obveze koje na kraju padnu na leđa prodavatelja. Pravi cilj je dobiti uvid u informaciju koju prosljeđuje ciljano društvo te pomoći kupcu da zauzme stajalište o profitabilnosti. Na tome se temelji predviđanje budućeg poslovanja. Fundamentalni sastav financijskog due diligencea je stoga nevjerojatno sličan onom iz drugih due diligence disciplina. To se može sažeti kao [12]:

- verificiranje brojki na kojima se temelji ponuda - Identificiranje opasnosti,
- osiguravanje štofa za pregovore/identificiranje potreba za jamstvima i odštetama,
- stjecanje povjerenja u poslovanje i budući profit.

Prekidanje ili stavke koje zahtijevaju jamstva/odštete uključuju [12]:

- precjenjivanje/podcjenjivanje vrijednosti imovine i obveza
- adekvatnost rezervi



- potencijalne crne rupe, primjerice nedostatak mirovinskih fondova.

Moć kod pregovora proizlazi iz [12]:

- naglašavanja rizika,
- naglašavanja obveza,
- traženje boljih prognoza,
- traženje bolje računovodstvene obrade,
- klasifikacije prošlog poslovanja.

Dobit znači razumijevanje cijelog poslovanja. To nisu samo brojevi koji se pojavljuju nakon pregleda knjiga ciljanog društva. To znači procijeniti sredstva pomoću kojih je dobit stvorena, što znači razumjeti tržište, klijente, proizvodnju, dobavljače i menadžment te identificirati ključne čimbenike uspješnog poslovanja. Zbog toga je bitno da due diligence pregleda [12]:

- pouzdanost sustava koji stvara tu dobit,
- proračun, projekcije i pretpostavke iza toga,
- numerički integritet proračuna i prognoza,
- primjerenost pretpostavki iza njih.

## 4.2. Razlika između financijskog due diligence-a i revizije

Financijski due diligence nije isto što i revizija, Ako sve navedeno zvuči kao ono što revizori rade svake godine, ipak to nije to. Financijski due diligence ne prekopava po brojkama. Umjesto toga govori kakve su brojke i zašto su takve. U sporazumu o angažmanu vjerojatno će biti navedeno prilično kategorično da su financijski due diligence i revizija dvije različite stvari. Cilj revizije je verificiranje rezultata. Due diligence nastoji objasniti rezultate. Počinje s informacijom dobivenom od društva, nakon čega slijede razgovori s ključnim članovima menadžmenta i pregled radnih papira revizora. Uzima rezultate izvještaja i dolazi do profitabilnosti, nakon što izolira izvanredni prihod i troškove. Obično ne uključuje neovisnu verifikaciju financijske informacije provjerom izvornih dokumenata. Financijski due diligence neizbježno koristi više “mekih” stavki od revizije, a tim će nastojati razgovarati s revizorima i pregledati revizorsku dokumentaciju zadnje dvije-tri godine i, ako gledaju i porez, poreznu dokumentaciju za zadnjih šest godina. To će napraviti na početku istraživanja, ne da bi dobili “odgovor”, iako je prisutan i taj element, nego da bi dobili cijelu sliku o tome

koliko detaljno su brojevi pregledani. Opseg revizijskog pregleda može prilično varirati. Pregled revizijske dokumentacije je dobro polazište, ali nije zamjena za pristup ciljanom društvu [12].

### 4.3. Izvještavanje

Najuobičajenija vrsta due diligence izvještaja je detaljno pisani izvještaj, poznat kao opširni izvještaj, koji pokriva sve aspekte poslovanja. Takav izvještaj može biti upravo ono što se želite na kraju provedenog financijskog due diligencea. Takav izvještaj nudi profil cijelog poslovanja, a ne samo financijskog aspekta. Ne mora uvijek obuhvaćati baš sve. Uvjeti izvještaja koje odobri sponzor prije izdavanja vrijednosnih papira ili privatni investitor su nevjerojatno detaljni. U takvim okolnostima, sponzor ili investitor će nastojati zaštititi sebe tako da osiguraju da nema skoro nikakvog ograničenja za opsežnost izvještaja. Rezultat su dugački, opširni izvještaji koji izgledaju neusredotočeno, zbog same prirode danih uputa. Za razliku od toga, akviziter poslovanja ili banka koja ima odnose s društvom često će dostaviti kraći sažetak, moleći računovođu da se usredotoči samo na ona područja koja smatra važnima. U takvim okolnostima dobra je ideja da savjetnici rade s ekonomistima koji imaju više iskustva u financijskom due diligenceu, kako bi utvrdili odgovarajuće zadatke. Ako nakon početka postane očito da opseg posla treba proširiti, o tome se uvijek može kasnije pregovarati [12].

Jasno, izvještaji o financijskom ispitivanju pripremljeni na temelju jasnijeg upoznavanja sa zadatkom bit će i znatno kraći od tradicionalnih, opširnih izvještaja opisanih ranije. Međutim, te izvještaje ne treba miješati s kratkim izvještajima računovođa. Ovaj se termin obično koristi za opisivanje sažetka revidiranih financijskih izvještaja sadržanih u prospektu, a ne za kratke due diligence izvještaje. Činjenice i mišljenja pojedinaca obično se i odnose na tu osobu u izvještaju. Nacrtni izvještaj, isključujući zaključke i preporuke, obično je proslijeđeno direktorima ciljanog društva, koji trebaju pisanim putem potvrditi činjeničnu točnost izvještaja. S pregovaračkog stajališta, to možda i nije najbolja ideja. Ako, primjerice, postoji konzervativna politika o, recimo, jamstvima, koja sugerira da bi rezerve trebalo aktivirati, kupac neće htjeti upoznati prodavatelja s tim [12].

Financijski due diligence uključuje detaljnu analizu poslovanja, uz razgovore s ključnim ljudima. Vrijedi naglasiti da je pristup due diligenceu prilično drukčiji od onog za

reviziju. Iskusni praktičari će reći da ako računovođa-istražitelj želi znati što više, postavlja pitanja i čeka dok ne dobije zadovoljavajući odgovor, to bolje. Ako je svrha financijskog due diligencea objasniti zašto su brojke takve kakve jesu, istražitelj bi trebao više brinuti o onome što pronade i pokušati shvatiti sve što izgleda čudno nego se baviti brojkama koje mu dostavi ciljano društvo.

#### **4.4. Sustav informacija i računovodstvo**

Ovaj dio analizira i procjenjuje ključne elemente računovodstva i sustava informacija. Vrlo je bitan za cijeli proces financijskog due diligencea, i to ne samo zbog učinka na pouzdanost ili ono što bi informacije mogle značiti, već i zbog učinka koji računovodstvene politike i interpretacije istih mogu imati na objavljenu dobit. Sposobnost ciljanog društva za dostavljanje točnih financijskih izvještaja na vrijeme, jednom mjesečno, jedan je od pokazatelja dobrog rukovođenja ciljanim društvom i je li ono u stanju držati sve pod kontrolom.

##### **4.4.1. Računovodstvene politike i prakse**

Ne samo da različite računovodstvene politike znače da dva identična poslovanja mogu izvijestiti o različitim rezultatima, nego bitnu ulogu igra i različita interpretacija tih politika. FDD tim stoga mora paziti na sve promjene u politici, ali, što je lakše reći nego napraviti, i tražiti promjene u primjeni tih politika. Potencijal za “fleksibilno” izvještavanje je naveden u sljedećem odlomku koja se bavi uobičajenim manipulacijama oko dobiti i bilance. Dosljednost i usporedivost je teže postići kod međunarodnih transakcija, gdje čak i razlike u definiciji mogu zakloniti brojke. Predmet izvještaja financijskog due diligence-a tima je sljedeće [12]:

- sažetak računovodstvenih politika i postupaka,
- jesu li računovodstvene politike i postupci u skladu s općeprihvaćenim računovodstvenim standardima,
- obrazloženje onih koje nisu prihvatljive,

- jesu li i u kojoj mjeri računovodstvene politike i postupci dosljedni s politikama usvojenim od strane kupca,
- postoji li dosljedna primjena tih politika i postupaka tijekom cjelokupnog vremena pregleda.

#### **4.4.2. Sustav upravljanja informacijama**

Računovođe mogu savršeno dobro izvijestiti o činjenicama sustava upravljanja informacijama, ali to je područje gdje je potrebna njihova prosudba. Općenito govoreći, slab sustav informacija znači slabo rukovođenje poslovanjem. Iako je slab relativan pojam u usporedbi s drugim sustavima. Računovođe-istražitelji trebaju biti dovoljno upoznati s drugim sustavima da bi mogli dati svoje mišljenje. Očekuje se sljedeće [12]:

- pregled sustava upravljanja informacijama,
- opis glavnih izvještaja menadžmenta koje dostavlja društvo,
- pregled i procjena troškova,
- procjena menadžmenta o tome imaju li dovoljno točnu i na vrijeme dostavljenu informaciju koja im pomaže pri praćenju i kontroli poslovanja, kako bi mogli reagirati na svaku potencijalnu prijetnju ili ostvariti priliku,
- stajalište menadžmenta o daljnjem razvoju sustava,
- mišljenje istražitelja o učinkovitosti sustava informacija,
- sažetak slabih strana koje treba riješiti.

#### **4.4.3. Kontrolne procedure i kompjutorski sustavi**

Računovođe bi trebale formirati pouzdano mišljenje o kvaliteti sustava za upravljanje i kontroli glavnih financijskih funkcija društva, primjerice [12]:

- koliko je dobra kontrola kredita i dužnika,
- jesu li knjige i kontrolni financijski izvještaji (dužnici, vjerovnici, bankovni računi i gotovina) redovito balansirani i usklađivani?

Kompjutorske sustave pokrivaju obično informatičari, ali ako to nije slučaj, računovođe će [12]:

- opisati glavni kompjutorski sustav,
- pregledati ugovore o održavanju s trećom stranom,
- izvijestiti o vlasništvu nad softverom i održavanju,
- izvijestiti o sigurnosti,
- procijeniti aranžmane za back-up,
- procijeniti primjerenost sadašnjeg sustava za sadašnje i buduće potrebe.

#### **4.5. Razlozi i teškoće u provođenju due diligence-a**

Provođenje due diligence-a nije neophodno, ali je poželjno. Moguće je kupiti poduzeće bez obavljenog due diligence-a, ali postoji nekoliko skrivenih prepreka. Prvo, informacija koju će otkriti prodavatelj da bi ponudio svoje garancije bit će jedini službeno dostupan dokument za kupca, kojim će moći potvrditi svoju odluku o kupovini poduzeća. Due diligence, u pravilu, radi investitor. Pod investitorom se podrazumijeva poduzeće kao akter spajanja ili preuzimanja i kupac vrijednosnih papira, odnosno akcija kao načina restrukturiranja putem spajanja ili preuzimanja. Due diligence može raditi i kreditor, najčešće banka kao depozitno-kreditna financijska institucija [13].

Ključni cilj due diligencea je dobiti odgovor na pitanje svrsishodnosti i opravdanosti poduzimanja namjeravanog poslovnog pothvata. Zaključak due diligence-a se daje u vidu preporuke akterima odlučivanja da započnu pregovore o realizaciji poslovnog pothvata ili da se od toga odustane. Stvarna vrijednost due diligence-a, čak i ako kupci misle da raspoložu dovoljno velikim brojem informacija, je ono što bi se moglo najbolje opisati kao otkrivanje problema za koje niko nije ni znao da postoje. Druga prava vrijednost due diligence-a je faktor sigurnosti jer se većina kupaca sigurnije osjeća ako su upoznati s problemima prije, a ne da se kasnije moraju suočiti s mogućnošću potraživanja po garancijama, odštetama ili podizanja tužbe protiv prodavatelja nakon zaključenja. Due diligence daje kupcu znanje. Što više zna o poslovanju prodavatelja, kupac je bolje informiran [13].

Prilikom provođenja restrukturiranja poduzeća putem spajanja i preuzimanja važno je donijeti odluku treba li i u kojem stupnju izvršiti integraciju koja može biti potpuna, djelomična ili minimalna. Potpuna integracija nastupa kada poduzeće koje se preuzima prihvaća sve osobine poduzeća koje ga preuzima, uključujući stil poslovanja, infrastrukturu, identitet i brendove. Funkcije i divizije se stapaju u jedno. Djelomična integracija nastaje kada

poduzeće koje se pripaja preuzima samo neke, ali ne i sve sustave, prakse, pravila i procedure poduzeća koje ga preuzima. Minimalna integracija događa se kada preuzeto poduzeće djeluje kao samostalno portfeljno poduzeće. Preuzimatelji djeluju najčešće u nekim minimalnim detaljima na poduzeće koje se preuzima. Potpuna integracija nije uvijek prikladna. U nekim slučajevima poslovanje poduzeća koje se integrira, kao i njegovi ljudski potencijali, toliko su različiti od drugih poduzeća da je bolje ostaviti ih netaknutima. Potpuna integracija može dovesti do velikog nereda i kaosa u poduzeću i uništiti jedinstvene kvalitete poduzeća koje se preuzima [13].

Najveća prijetnja kvalitetnom due diligence-u su financijske prijevare i obmane, koje se definiraju kao namjerno nerealno prikazivanje osnovnih elemenata financijskih izvještaja poduzeća. Kreću se od bezazlenih, umjerenih promjena računovodstvenih procjena, do vrlo opasnih pretjerivanja u iskazivanju lažne dobiti. U realiziranju financijskih prijevara u poduzećima ključnu ulogu imaju računovođe i revizori, a oni te računovodstveno-financijske manipulacije mogu obavljati iz osobnih razloga ili, što je češći slučaj, to mogu činiti pod pritiskom menadžmenta. No, ako to računovođe i revizori rade iz osobnih razloga i u vlastitom aranžmanu, njihova odgovornost je veća i štetne posljedice za struku teže. Da bi se manipulacije u računovodstvu spriječile ili svele na minimum, poduzeća uspostavljaju odjele interne kontrole i formiraju odbore za reviziju. Interna kontrola je zakonski regulirana i važna je u svim poduzećima, posebno onim javnog karaktera. Due diligence će se lakše i brže obaviti u poduzećima u kojima interna kontrola bolje obavlja svoju funkciju. Zbog toga je prije samog postupka due diligence-a ili u njegovoj prvoj fazi obavljanja potrebno procijeniti stupanj razvijenosti i snagu utjecaja interne kontrole u upravljanju poduzećem.

#### **4.6. Financijsko restrukturiranje**

Pod financijskim restrukturiranjem poduzeća najčešće se podrazumijeva podjela, spajanje, pripajanje, prodaja, kupnja ili preuzimanje dijelova ili cijelog poduzeća. Dijelovi poduzeća ili čitavo poduzeće mijenja vlasnika. Moguće su i situacije da takve pojave donose koristi ili štete i nekom drugom, a ne samo poduzeću o kojem je riječ [14].

Mnogobrojni su razlozi financijskog restrukturiranja poduzeća. Slijedeći strateške ciljeve poduzeće usklađuje proizvodne kapacitete, potrebni kapital, broj i strukturu zaposlenih, a to može najlakše postići upravo prodajom ili kupnjom dijelova ili cijelih

poduzeća. Stalno se ograničavaju postojeća tržišta i pojavljuju nova s novim zahtjevima kojima poduzeće mora udovoljavati restrukturiranjem. Neki od razloga restrukturiranja poduzeća su unapređenje prodaje, poboljšani menadžment, sinergija, nove informacije, prijenos bogatstva, porezne razloge, osobni ciljevi menadžmenta, i sl. Svi ti razlozi u biti svode se na ostvarivanje strateških ciljeva poduzeća, vlasnika i menadžera, bilo da se radi o kupnji ili prodaji, i uvijek imaju značajne financijske implikacije [14].

Financijska restrukturiranja najčešće obuhvaćaju restrukturiranje dugova i imovine. To mogu biti strateške kupnje ili prodaje dijelova ili cijelih poduzeća sukladne strateškim ciljevima poduzeća, operativne kupnje ili prodaje dijelova ili cijelih poduzeća, sukladne bliže ostvarivim ciljevima poduzeća, razni oblici preuzimanja, spajanja poduzeća, privatizacija i sl. Strateške kupnje ili prodaje ostvaruju se onda kada jedno poduzeće kupuje drugo poduzeće ili dijelove drugog poduzeća kao dio svoje poslovne strategije [14]. Razlozi za takve kupoprodaje mogu biti višestruki, od povećanja ili smanjenja proizvodnih kapaciteta, preko smanjivanja troškova poslovanja, do promjene proizvodnog asortimana. Operativne kupoprodaje odvijaju se onda kada poduzeće nastoji ostvariti neke kratkoročne ciljeve, kao što su povećanja zarade po dionicama, i sl. Razni oblici preuzimanja poduzeća ili dijelova odvijaju se u praksi također iz vrlo različitih razloga, ali uvijek sukladno nečijim interesima. Da poduzeće ne bi otišlo u stečaj i likvidaciju, njegovu imovinu, kapital i obveze te zaposlene preuzima drugo poduzeće i pokušava spasiti što se spasiti može. U razvijenom svijetu takvi su oblici mogući, ali vrlo rijetki [14]. S financijskog stajališta rezultati financijskog restrukturiranja analiziraju se kao i svako drugo ulaganje i pokazuju je li ulaganje isplativo, koje su stope prinosa te kada se ostvaruje povrat od takvog ulaganja [14].

#### **4.7. Uloga due diligence-a u restrukturiranju poduzeća**

Kao jedan od glavnih razloga zašto se provodi due diligence je taj da financijski izvještaji pružaju samo kratak, sažet prikaz društva i poslovnih procesa, dok s druge strane ne pružaju vrlo važne informacije koje su ključne za poslovanje poput kvalitete menadžmenta, tržišne trendove, razine kvalitete, itd. Navedeni faktori uvelike utječu na budući razvoj poduzeća te se detaljno proučavaju prije donošenja konačne odluke o restrukturiranju. Due diligence je nastao zbog iznenađenja i prijevara koje su otkrivene nakon poslovnih kombinacija te se danas nijedna poslovna kombinacija ne provodi bez due diligence-a. On

štiti naručitelje od kupnje nepostojeće imovine ili preuzimanja neiskazanih obveza, a preporuča ga provesti kod svih poslovnih spajanja neovisno o djelatnosti ili veličini prodavatelja, osobito u slučaju da prodavatelj nije obveznik revizije. U due diligence postupku postavlja se pitanje koliko opsežno ispitivanje društva treba biti i koliko se detaljni podaci traže, pri čemu je važno odrediti granice ispitivanja. Ovaj postupak podrazumijeva procjenu ugovaranja s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta te se provodi sa svrhom što boljeg uvida u razne aspekte poslovanja poduzeća prije njegove prodaje ili akvizicije kako bi se izbjegli problemi i neočekivane situacije. Postupak je koristan i kupcu i prodavatelju poduzeća jer prodavatelju omogućuje da se dobro upozna sa stanjem poduzeća koje se prodaje i da spriječi “iznenađenja”, dok s, druge strane, kupcu omogućuje da stvori svoju ocjenu stanja i vrijednosti poduzeća i donese odluku o kupnji. Ne samo da due diligence ima za cilj utvrditi obveze koje nisu iskazane u bilanci ciljanog poduzeća, nego i slabosti za čije poboljšanje bi trebalo jako puno vremena i financijskih sredstava.

S obzirom na to da je svaki due diligence jedinstven, važno je odrediti jasne ciljeve due diligence-a unutar zadanih okolnosti (vrijeme, financijski i tehnički faktori). Tome služi planiranje i definiranje cilja kako se elementi i informacije koje su ključne i utječu na donošenje odluka ne bi previdjele. Stoga je glavni cilj svakog due diligence-a određivanje stavaka koje mogu utjecati na donošenje odluke o tome je li cijeli posao isplativ, odnosno prerizičan. Zbog toga se prilikom provedbe due diligence-a naglasak stavlja na ono što je pogrešno, tj. gdje su mogući rizici. Vrijeme trajanja postupka i njegova učinkovitost u dobrom dijelu ovise o spremnosti poduzeća za suradnju te o organizacijskoj, kadrovskoj i tehničkoj pripremljenosti poduzeća za provedbu tog postupka. Proces due diligence-a trebao bi trajati koliko je god to potrebno, ali ne duže. Prilikom provedbe due diligence-a važno je utvrditi ona područja koja imaju veliko značenje u okviru poslovne kombinacije, a zatim područja s manje važnosti. Za dobro provedeni due diligence potrebno je imati visoko specijalizirane timove stručnjaka na koje će se prenijeti dijelovi ovlasti i odgovornosti menadžmenta, što due diligence čini jednim od najkompleksnijih i najsloženijih postupaka u procesima spajanja i akvizicija. Bilo kakav samovoljni potez menadžmenta, pokušaj utjecanja na ishod ili slučajno zanemarivanje rezultata due diligence-a može imati katastrofalne posljedice za poslovanje poduzeća.



## 5. Zaključak

Due diligence je složena i zahtjevna dubinska analiza koja u sebi objedinjuje tehnike i stručna znanja mnogih područja, s obzirom na to da su predmet due diligence-a imovina, obveze, kapital, uspješnost poduzeća i zaposlenici, pozicija na tržištu, proizvodnja, odnosno ukupno poslovanje poduzeća. Najčešće je due diligence shvaćen samo kao jedan korak u akviziciji, iako je njegova uloga u cijeloj akviziciji mnogo važnija. Najvažniji aspekti due diligencea su financijski, pravni i komercijalni. Najvažniji cilj due diligence-a je otkriti probleme za koje nitko nije ni znao da postoje, koji bi mogli kasnije uvelike naštetiti poduzeću, a time i smanjiti isplativost cijele investicije. Prema tome, due diligence nije samo alat za otkrivanje nepravilnosti koje će se upotrijebiti kod pregovora, nego ga treba iskoristiti za duže razdoblje.

Financijski due diligence uključuje detaljnu analizu poslovanja, a informacije se uglavnom prikupljaju od menadžmenta. Također, treba naglasiti da je pristup due diligencea prilično drukčiji od onog za reviziju. Pravni due diligence pokriva niz specijalističkih područja, uključujući i očita pravna područja kao što su vlasništvo, dopuštenja i regulatorna pitanja. Komercijalni due diligence je proces istraživanja poduzeća i njegovog tržišta i dosta se oslanja na primarne izvore (kupce, konkurenciju) da bi došao do najnovijih činjenica o tržištu. Financijski i komercijalni due diligence bi trebali biti komplementarni, što bi se trebalo očitovati u njihovom zajedničkom radu.

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

Globalna konkurentnost nameće poduzećima da se šire na međunarodno tržište. Većina svjetskih poduzeća svoju konkurentnost postiže kontinuiranim aktivnostima na području restrukturiranja, a kao jedan od najvažnijih elemenata uspjeha procesa restrukturiranja je provođenje due diligence-a poduzeća. Pomoću due diligence-a poduzeća obavljaju adekvatnu i realnu procjenu te stječu što realniji uvid u stanje poduzeća. proces due diligence predstavlja alat za projekciju poslovnih odluka u budućnosti. Osnovno mjerilo restrukturiranja je u tome jesu li poduzeća sposobna da postanu profitabilna u novom poslovnom okruženju. Restrukturiranje se izvodi iz filozofije i poslovne kulture poduzeća, a

doprinosi ostvarivanju misije i realizaciji ciljeva poduzeća. Jedan od čestih razloga za poduzimanje aktivnosti restrukturiranja je stanje krize u kojem se poduzeće može naći. Dijagnoza stanja i procjene poslovne i financijske perspektive poduzeća moguće je utvrditi primjenom postupka due diligence. Ovim postupkom se može utvrditi koje mjere restrukturiranja su odgovarajuće za određene grupe neuspješnih poduzeća čijom primjenom bi njihovo poslovanje postalo profitabilno.

## Literatura

- [1] M. Veršić Marušić: Due diligence postupak u trgovačkim društvima, Računovodstvo, revizija i financije, br. 12, 2000, str. 119-124
- [2] K. Cinotti: Due diligence: kvantitativna i kvalitativna ocjena poduzeća, Suvremeno poduzetništvo, vol. 9, br. 4, 2002, str. 11-17
- [3] A. J. Sherman: Raising Capital, Kiplinger Washington Editors Inc., Washington, 2000.
- [4] I. Karatović, D. Trošelj: Dubinska analiza poslovanja i zaštita na radu, Sigurnost, vol. 49, br. 4, 2007, str. 353-363.
- [5] A. Reed Lajoux, C. Elson: Art of M & A Due Diligence, Business & Economics, 2000.
- [6] G. Bing: Due Diligence: Planning, Questions, Issues, Business & Economics, 2007.
- [7] P. Howson, P.: Due diligence: the critical stage in mergers and acquisitions, Business & Economics, 2003.
- [8] G. Lawrence: Due Diligence in Business Transactions, Business & Economics, 1994, str. 27-39
- [9] G. Bing: Due Diligence Techniques and Analysis: Critical Questions for Business Decisions, Business & Economics, 1996, str. 71-78
- [10] C. Handy: Understanding Corporations, 4. Izdanje, Harmondsworth, Penguin, 1997.
- [11] J.A. Davey, et.al.: Dealing with People's Uncertainty, Training and Development Journal, 1988, str 69-74
- [12] P. Howson P.: Due diligence, Masmedia, Poslovni dnevnik, Zagreb, 2006.
- [13] [http://www.researchgate.net/profile/Dejan\\_Spasic/publication/272485972\\_Nematerijalna\\_imovina\\_povezana\\_sa\\_kupcima\\_priznavanje\\_i\\_vrednovanje\\_u\\_poslovnoj\\_kombinaciji\\_odvojeno\\_od\\_gudvila/links/54e5c39d0cf2cd2e028b3001.pdf](http://www.researchgate.net/profile/Dejan_Spasic/publication/272485972_Nematerijalna_imovina_povezana_sa_kupcima_priznavanje_i_vrednovanje_u_poslovnoj_kombinaciji_odvojeno_od_gudvila/links/54e5c39d0cf2cd2e028b3001.pdf), dostupno 10.9.2015.
- [14] M. Vukičević: Financije poduzeća, Golden marketing, Zagreb, 2006.

## **Popis slika**

Slika 2.1. Potreba provođenja due diligence-a.....	6
--	---