

# ULOGA DUE DILIGENCEA U PROCESU RESTRUKTURIRANJA PODUZEĆA

---

**Barbić, Ana**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2020**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:151432>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-08-28**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet Zagreb**

**Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija, smjer: Analiza i poslovno  
planiranje**

**ULOGA DUE DILIGENCEA U PROCESU  
RESTRUKTURIRANJA PODUZEĆA**

**Diplomski rad**

**Ana Barbić**

**Zagreb, srpanj, 2020.**

**I.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet Zagreb**

**Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija, Smjer: Analiza i poslovno  
planiranje**

**ULOGA DUE DILIGENCEA U PROCESU  
RESTRUKTURIRANJA PODUZEĆA  
THE ROLE OF DUE DILIGENCE IN THE COMPANY  
RESTRUCTURING PROCESS**

**Diplomski rad**

**ANA BARBIĆ, 0067510180**

**Mentor: Prof.dr.sc. Silvije Orsag**

**Zagreb, srpanj,2020.**

**II.**

## Sažetak i ključne riječi

U fokusu diplomskog rada jeste analiza koncepta due dilligencea i njegove uloge u procesima restrukturiranja poduzeća. Tom prilikom istražuje se pojam due dilligencea, potom koncept restrukturiranja poduzeća, te se ispituje povezanost između due dilligencea i restrukturiranja. Analiza se svodi na pregled dosadašnjih istraživanja o pojmu, ulozi i važnosti due dilligencea i njegovoj ulozi u procesima restrukturiranja poduzeća. Cilj rada jeste da se pokaže da koncept due dilligence ima naročitu važnost u ovim procesima, te da je koncept due dilligence neminovan u postupcima restrukturiranja poduzeća. Ovako postavljeni cilj se dostiže kroz analizu dostupnih istraživanja o ovoj tematici, te se primjenom metode analize, sinteze, indukcije i dedukcije, dolazi do spoznaje da je due dilligence koncept koji zauzima naročitu važnost u procesima restrukturiranja poduzeća, te se cjelokupan proces ne može kvalitetno provesti ukoliko nije proveden due dilligence.

Dobiveni rezultati istraživanja potvrđuju potrebu za snažnijom primjenom due dilligence u postupcima restrukturiranja poduzeća, bez obzira na to o kojem se obliku restrukturiranja radi.

Ključne riječi: due dilligence, restrukturiranje, analiza, proces, poduzeće

## **Abstract**

The focus of the thesis is to analyze the concept of due diligence and its role in the process of restructuring the company. On that occasion, the concept of due diligence is explored, then the concept of company restructuring, and the connection between due diligence and restructuring is examined. The analysis boils down to a review of previous research on the concept, role and importance of due diligence and its role in company restructuring processes. The aim of this paper is to show that the concept of due diligence is of particular importance in these processes, and that the concept of due diligence is inevitable in the company's restructuring procedures. This goal is achieved through the analysis of available research on this topic, and by applying the method of analysis, synthesis, induction and deduction, it is realized that due diligence is a concept that is particularly important in the restructuring of the company, and the whole process can not be carried out unless due diligence has been carried out.

The obtained research results confirm the need for a stronger application of due diligence in the procedures of company restructuring, regardless of the form of restructuring.

Keywords: due diligence, restructuring, analysis, process, enterprise

## Sadržaj

<b>1. Uvod</b> .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.1. Predmet rada.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.2. Cilj rada .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.3. Hipoteza istraživanja .....	3
1.4. Metode istraživanja .....	3
<b>2. Due diligence poduzeća</b> .....	<b>5</b>
2.1. Pojam i definiranje due diligenca poduzeća .....	5
2.2. Razlozi za provođenje due diligenca poduzeća.....	7
2.3. Područja due diligenca poduzeća.....	9
2.4. Teškoće prilikom provođenja due dilligence .....	10
<b>3. Posebna područja due diligenca poduzeća</b> .....	<b>12</b>
3.1. Financijski due dilligence.....	12
3.2. Pravni due dilligence .....	13
3.3. Strateški due dilligence.....	15
3.4. Transakcijski due diligenca.....	16
3.5. Komercijalni due diligenca .....	17
<b>4. Metodologija financijskog due diligenca i restrukturiranje poduzeća</b> .....	<b>19</b>
4.1. Izvedbena faza due diligenca poduzeća .....	19
4.2. Važnost i svrha financijskog due diligenca .....	22
4.2.1. Temeljni principi u financijskom due diligenca .....	25
4.2.2. Razlika između financijskog due diligenca i revizije.....	26
4.3. Definiranje restrukturiranja .....	30
4.4. Financijsko restrukturiranje.....	33
4.5. Strategijsko restrukturiranje.....	36
4.6. Uloga due diligenca u restrukturiranju poduzeća.....	38
<b>5. Zaključak</b> .....	<b>44</b>
Popis literature .....	47
Popis tablica.....	50
Popis slika .....	50

# 1. Uvod

U uvjetima snažne tržišne konkurencije, s ciljem povećanja učinkovitosti i profitabilnosti poslovanja, brojna poduzeća odlučuju se za procese restrukturiranja. Restrukturiranje se provodi zbog brojnih poslovnih situacija. To mogu biti problemi u poslovanju, promjena strategije ili pak promjene koje se dešavaju kroz procese akvizicije i spajanja, potom zajedničkih ulaganja, osvajanja novih tržišta itd. Prilikom provođenja procesa restrukturiranja potrebno je pažljivo analizirati poduzeće koje je predmet kupoprodaje ili s kojim se ulazi poslovne kombinacije poput stjecanja i spajanja. Loša procjena poduzeća s kojim se ulazi u konkretan poduhvat može novonastalo poduzeće uništiti, čime se gubi smisao same kombinacije.

Pojam „due diligence“ podrazumijeva „dubinsko snimanje“ poduzeća. Due diligence znači provjeru poslovnog i financijskog stanja i perspektive razvoja poduzeća (Buble, Kulović, Kuzman, 2010). Prilikom provođenja due diligencea se ne sagledavaju samo prošli događaji, već se nastoji i procijeniti budućnost investicije.

U uvjetima jačanja globalizacije i globalizacijskih tokova kao i konkurencije na tržištu koja jača na globalnoj razini, poduzeća pokušavaju pronaći načine kojima će povećati vrijednost poduzeća, ostvariti strategije rasta te postići efekte ekonomije obujma. Metoda koja se koristi prilikom procesa restrukturiranja poduzeća, kako bi se eliminirali potencijalni neuspjesi, je upravo due diligence. Ovim procesima se obavlja dubinsko „snimanje“ poslovanja poduzeća, sagledava se njihovo poslovanje te se donose odluke o poslovnim potezima koji se odnose na restrukturiranje, spajanje, novu strategiju itd.

## **1.1.Predmet rada**

Predmet ovoga rada je ispitivanje uloge due diligencea u postupcima i procesima restrukturiranja poduzeća. U tom kontekstu, u radu se ispituje pojam, uloga i važnost due diligencea kao i koncept restrukturiranja poduzeća. Due diligence se prvenstveno koristi za ispitivanja poduzeća u poslovnim kombinacijama, ali i za restrukturiranja općenito. Da bi se uspješno provelo restrukturiranje poduzeća i primijenio jedan od oblika navedenog restrukturiranja potrebno je dobiti što bolju uvid u razne aspekte poslovanja. U ovom radu zavisna varijabla je restrukturiranje čiji kvalitet ovisi od kvalitetno provedenog due diligencea.

Područja koja se pokrivaju postupcima due diligencea mogu biti raznovrsna odnosno mogu ulaziti u svaki segment poslovanja za koji se ocijeni da je potrebno dubinski snimiti i analizirati. Glavne discipline due diligencea su financijski, pravni i komercijalni koji se mogu podijeliti na još nekoliko različitih vrsta. Za svaku disciplinu odabire se tim stručnjaka koji će prikupljati i analizirati podatke iz svog područja djelovanja. Istraživanja koja su provedena u kontekstu due diligencea, te posebno financijskog due diligencea, upućuju na prednosti provođenja dubinske analize. Praksa je pokazala da se primjenom due diligencea dobivaju valjane i obuhvatne informacije koje su od velike važnosti za poduzeća koje ulaze u procese restrukturiranja. Ključni cilj dubinske analize je istražiti svrsishodnost ulaska u određeni pothvat i smanjenje rizika.

## **1.2.Cilj rada**

Osnovni zadatak rada je utvrditi važnost due diligencea u restrukturiranju poduzeća. Ovim radom će se analizirati i pokazati važnost due diligencea te njegova uloga u procesima restrukturiranja poduzeća. Osnovni cilj odnosi se na činjenicu da se na bazi teorijskih i empirijskih znanstvenih spoznaja utvrdi relacijska zavisnost između due diligencea, s jedne strane i restrukturiranja poduzeća s druge strane, te ukaže ili preporuči mogući oblik restrukturiranja koji bi bilo potrebno primijeniti kako bi se efikasno provelo restrukturiranje



### 1.3. Hipoteza istraživanja

Hipoteza koja je postavljena i koja se ispituje u ovom radu, definirana je na sljedeći način:

- Procesi due diligencea su od ključne važnosti u postupcima restrukturiranja poduzeća.

Pored osnovne hipoteze definirane su i pomoćne hipoteze koja glase:

- Poslovna uspješnost poduzeća direktno zavisi od izabranog oblika restrukturiranja

- Rezultati financijskog due diligencea impliciraju provjeru i, po potrebi, izmjenu organizacijske strukture poduzeća i provođenje restrukturiranja

### 1.4. Metode istraživanja

Diplomski rad je sačinjen uz primjenu nekoliko naučnih metoda istraživanja. Fokus je na analiziranju dostupne literature, odnosno rezultata istraživanja drugih autora.

Metode koje su u radu našle primjenu jesu sljedeće:

- **Metoda analiza i metoda kompilacije.** Ova metoda je primijenjena prilikom analiziranja istraživanja drugih autora koji su u fokusu imali upravo due diligence u poslovanju poduzeća. Pored toga, fokus je bio na istraživanju koncepta due diligencea i financijskog due diligencea koje primjenu nalaze prilikom restrukturiranja poduzeća.
- **Metoda indukcije** je također primijenjena u ovom istraživanju. Posredstvom ove metode dolazi se do općih zaključaka koji su za ovo istraživanje relevantni. Time je pojačan doprinos teoriji i praksi analiziranja i izučavanja due diligencea, a naročito financijskog due diligencea.
- **Metoda dedukcije** je također u radu našla primjenu. Njena primjena se ogleda u tome da se putem ove metode temeljem općih saznanja o konceptu due diligencea, njegove osnove, važnosti i primjene, donose konkretni zaključci o ovim efektima.

Pored pomenutih metoda u radu primjenu nalazi i metoda dokazivanja. Također, u radu će biti dat pregled istraživanja drugih autora koji su ispitivali vezu između due dilligencea i procesa restrukturiranja poduzeća. Za potrebe pisanja ovoga rada korišteni su pretežito sekundarni podaci, ponajviše znanstveni radovi i članci povezani s temom rada

## **2. Due diligence poduzeća**

Due diligence se često opisuje kao dosadan, zahtjevan i skup proces. Due diligence je proces ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca koji se želi uvjeriti da kupuje ono što očekuje kupiti. ( Filipović, 2012) .Definira se još i kao proces detaljnog ispitivanja poslovanja s financijskog, poreznog, pravnog i komercijalnog motrišta. Obavlja se prije ulaska u transakciju akvizicije (fuzije, konsolidacije, stjecanja) i kupnje nekog društva kako bi se smanjili rizici transakcije te izbjegla neizvjesna stanja i sporovi. Dubinsko snimanje ujedno i uključuje verifikaciju imovine i obveza poduzeća koje je predmet transakcije, te identifikaciju i kvantifikaciju rizika, potrebne zaštite od takvih rizika te identifikaciju potencijalnih sinergija (Buble, Kulović, Kuzman 2010.).

### **2.1. Pojam i definiranje due diligencija poduzeća**

Due diligence predstavlja dubinski ili rendgenski snimak stanja poduzeća. Due diligence se obavlja kako bi se detaljno ispitalo poslovanje poduzeća, ključne poslovne transakcije kao i njegove operativne aktivnosti. Navedeno značenje due diligence govori o obuhvatnosti i preciznosti postupka dijagnoze stanja i procjene poslovne i financijske perspektive poduzeća. Primjenjuje se u svim slučajevima vlasničkog restrukturiranja i emisije vrijednosnih papira (Buble, Kulović, Kuzman 2010.). Prilikom obavljanja M&A, postupak due diligence se u većini slučajeva radi obavezno. Opisuje se kao mješavina pravnog detaljnog pregleda (u smislu da se pregledaju i analiziraju svi pravni okviri poduzeća, pravni dokumenti, ugovori koji su za konkretan posao relevantni, ugovori sa zaposlenima) i financijskog detaljnog pregleda. Financijski detaljni pregled obuhvaća pregled financijskog stanja temeljem dostupnih financijskih izvještaja, ali i mnogo dublje od proste analize ovih izvještaja, s ciljem da se utvrdi točnost svih informacija o financijskom stanju i položaju konkretnog poduzeća.

„U suvremenom poslovanju proces due dilligence je postao obvezan prilikom donošenja odluka u sljedećim situacijama (Spedding, 2009):

- U procesima zajedničkih ulaganja (engl. joint venture)
- Reorganizacije poslovanja poduzeća
- Prilikom spajanja i stjecanja
- Kada je potrebno načiniti izbor poslovnog partnera
- Prilikom izbora odgovarajuće jurisdikcije ili lokacije
- Prilikom kupovine ili prodaje dijela poduzeća, itd.“

Nije jednostavno jednostavno jednoznačno definirati due diligence obzirom da se radi o procesu koji uključuje niz radnji i aktivnosti kojima se osiguravaju ključne informacije o tvrtci koja je predmetom due diligencea koje nisu poznate tvrtci koja drugu tvrtku stječe, a od izuzetnog su značaja za tu tvrtku.

Definicije due dilligencea su različite, a neke od njih su :

- „Due dilligence je proces koji se, uglavnom, odnosi na pravne i financijske aktivnosti, a u prvom redu je osmišljen kako bi se izbjegli pravni rizici i financijski tokovi akcije, a potom da se utvrdi vrijednost, cijena i tok transakcije, i treće, da se potvrde različite činjenice, podaci i prikazi“ (Spedding, 2009).
- „Due dilligence jeste postupak koji menadžerima pomaže prilikom opravdanja cijene spajanja, akvizicije, sticanja ili savezništva s drugim poduzećem, kroz postupke verifikovanja, validacije i analize dostupnih podataka“ (Bacon, 2012).
- „Due dilligence predstavlja okvir unutar koga organizacija može kontinuirano da potvrdi njene akcije i transakcije koje može da potvrdi i politikama, procedurama kao i metodologijom menadžerskog procesa donošenja odluka“ (Bacon, 2012).

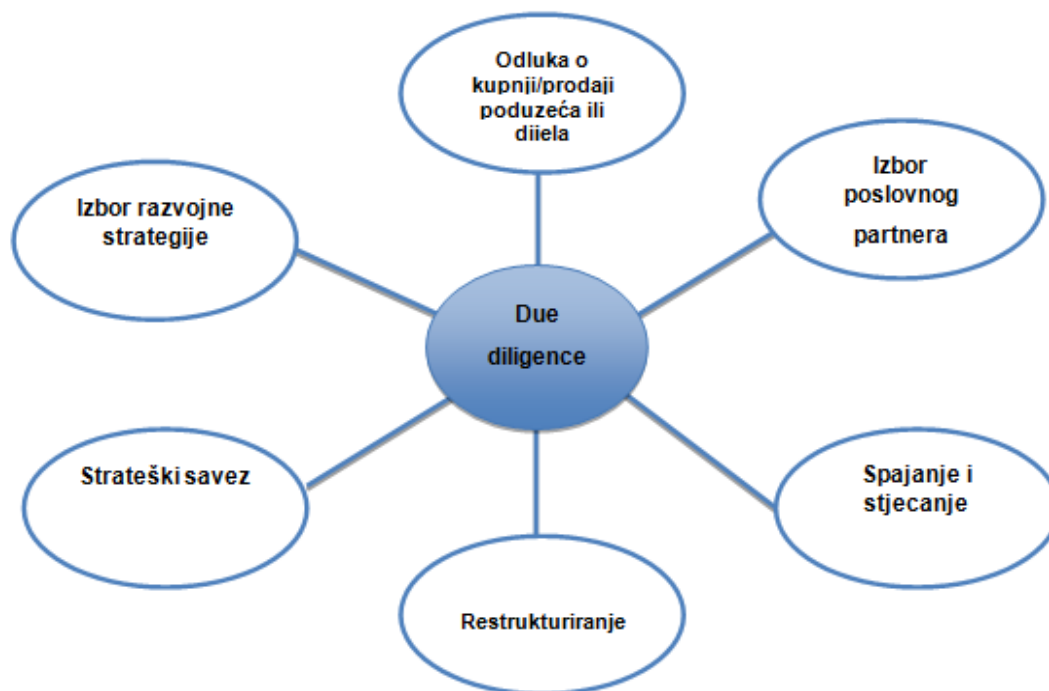
S obzirom na efekte provođenja dubinskog snimanja, sva poduzeća bi u situacijama statusnih i poslovnih promjena, trebale obavljati postupak due diligencea. On može biti formalan i neformalan. Ukoliko je riječ o velikim poduzećima tada će postupak vjerovatno biti formalan i strukturiran.

## 2.2.Razlozi za provođenje due diligencea poduzeća

Provođenje due diligencea nije neophodno, ali je poželjno. Kupac, odnosno akvizitor, može preuzeti poduzeće bez obavljanje dubinske analize uz moguće skrivene prepreke. Naime, informacija koju otkriva prodavac kako bi potkrjepio svoja jamstva će tom slučaju biti jedini službeni dokument za kupca. (Buble, Kulović i Kuzman, 2010). Due diligence se najčešće provodi u poslovnim kombinacijama. Točnije, ova „dubinska analiza“ veoma čestu primjenu nalazi prilikom kupovine poduzeća, odnosno prilikom procesa spajanja i akvizicija. U procesima due diligencea obavlja se procjena ulaganja u poduzeće promatrano s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta. Postupak se provodi interdisciplinarno. Cilj je steći što bolji uvid u brojna stanovišta poslovanja konkretnog poduzeća prije njegove kupovine, pripajanja ili, pak, nekog drugog oblika reorganizacije. Postupak due diligencea je od koristi za sve strane koje ulaze, odnosno koje se povezuju s procesima restrukturiranja poduzeća. Ukoliko je riječ o prodaji poduzeća, tada se kroz due diligence daje uvid u detaljno poslovanje poduzeća čime se sprečavaju „iznenađenja“ prilikom konačnih pregovora. Kupac poduzeća ili njegovog udjela stvara konkretnu ocjenu o vrijednosti istoga na osnovu čega kasnije donosi konačnu odluku.

Na slici broj 1 vidljivi su najčešći razlozi zbog koji se provodi dubinska analiza.

**Slika 1: Razlozi za provođenje postupka due dilligencea**



Izvor: Prilagođeno prema Karatović, I., Trošelj, D., (2007.)

Kao što je vidljivo na slici, najčešći razlozi provođenja due diligencea su postupci spajanja i stjecanja poduzeća i postupci strateških saveza. Due diligence se također obavlja prilikom izbora poslovnih partnera, te prilikom izbora poslovne strategije i odluke o kupovini udjela poduzeća itd.

„U slučaju provođenja postupka M&A uloga koju ima due diligence može se obuhvatiti kroz sljedeće (Ceil, 2013.):

- Postupkom due diligencea utvrđuje se odgovarajuća kupovna cijena poduzeća koju treba platiti kupac.
- Determiniraju se detalji koji mogu biti relevantni prilikom izrade inicijalnog sporazuma o kupovini poduzeća, uključujući ograničenja koja se za poduzeće vezuju kao i obaveze koje poduzeće ima, te niz drugih specifičnih okolnosti koje nisu vidljive kroz zvanično dostupne financijske izvještaje.
- Postupkom due diligencea procjenjuju se pravni i financijski rizici transakcija M&A.

- Procjenjuje se stanje fizičke imovine poduzeća, odnosno materijalne i nematerijalne imovine koja se u transakcije M&A mora uključiti.
- Identificiraju se eventualne prepreke zbog kojih postupak M&A može biti ograničen ili nemoguć.
- Utvrđuje se usaglašenost sa zakonom i regulativom te se ukazuje na eventualne restrikcije koje bi onemogućile provođenje M&A transakcije.
- Ocjenjuju se obveze i rizici koji mogu biti okidač za prekid postupka M&A. „

Postupkom due dilligencea potvrđuje se da je poduzeće i njegovo poslovanje upravo onakvo kakvo se prikazuje u finacijskim izvještajima i kako se percipira od strane tržišta.

## **2.3.Područja due diligenca poduzeća**

Due dilligence predstavlja postupak u kojem jedna strana koja je zainteresirana (to može biti potencijalni kupac, investitor ili jednostavno menadžemnt poduzeća) obavlja detaljnu provjeru svih važnih elemenata poslovanja poduzeća, s ciljem da se identificiraju eventualni rizici koji bi trebali da se, njihovom spoznajom, minimiziraju. Razuman investitor nastojat će uvijek minimizirati rizike, jer je upoznat s time da iste nije moguće u potpunosti izbjeći, ali svakako ih je moguće umanjiti. Tipična, odosno najčešća područja u kojima se provodi due dilligence jesu financije, stareško poslovanje, komercijalno poslovanje te tehnički aspekti poslovanja (Lazibat, et.al, 2006).

Standardni proces due dilligencea započinje generalnim pregledom, odnosno generalnom analizom ciljanog poduzeća, njenih finacijskih svojstava, proizvoda, tržišta i zaposlenika.. Proces due dilligence, najčešće, započinje upitnikom koji pokriva pravna pitanja, a nakon toga sa analizom financija. Nakon toga se dodaju analize i istraživanja industrije u kojoj poduzeće djeluje, odnosno tržišnih uvjeta.

Uzimajući u obzir segmente koje due diligence pokriva, razvijeni su različiti oblici due diligencea. Iako su u pitanju različiti oblici due diligencea, oni se međusobno prepliću i nadopunjuju. U literaturi se mogu pronaći različiti tipovi due diligencea, ali je najobuhvatnija podjela na "financijski, pravni i strateški due diligence" (Howson, 2003).

## **2.4. Teškoće prilikom provođenja due diligence**

Prilikom provođenja procesa due diligence pojavljuju se određeni problemi. Oni se najčešće vezuju za veličinu poduzeća, potom za tip djelatnosti koju poduzeće obavlja, godine postojanja, tržište na kojem djeluje, grani poslovanja kojoj pripada. Bing (1996) smatra da su najčešći problemi sljedeći:

- U slučaju da se radi o kupovini poduzeća, spajanju, pripajanju, moguće je da se u tom slučaju kupac suoči sa problemom vlasništva nad imovinom, kako materijalnom tako i nematerijalnom. Neophodno je da kupac, prije nego pristupi transakciji spajanja i akvizicije, treba da ocijeni da li vlasnik kompanije zaista njen vlasnik. Također, važno je da se istraže i spoznaju svi ugovori koje je kompanija ranije potpisala, a koji će u manjoj ili većoj mjeri uticati na njeno poslovanje u narednom periodu. Isto tako, potrebno je da sve obaveze prema zaposlenima, a posebno obaveze koje se pojavljuju prema zaposlenima nakon što dođe do statusne promjene kompanije. Isto tako, kupac treba biti upoznat sa obavezama koje mogu da u budućem periodu nastanu.
- U nekim situacijama postoje mogućnosti da kompanije friziraju financijske izvještaje te da sakriju neke obaveze poput obaveza prema zaposlenima. Poduzeća mogu sakriti neke administrativne troškove i niz drugih troškova koji se u poslovanju pojavljuju. Česta je situacija da kupac neke od podataka ne razumije te je potrebno angažirati stručna lica da rastumače financijske izvještaje.

Neke od najčešćih grešaka koje se pojavljuju u procesima financijskog due diligencea, ponovo prema Bing, (1996) jesu sljedeće:



- Planiranje koje nije adekvatno i dovoljno kao i analize koje nisu odgovarajuće za proces due dilligence, odnosno koje nisu pripremljene na odgovarajući način. Suština je u tome da se due dilligence treba usmjeriti na postavljanje pitanja koja su konkretna, a ne da fokus bude na postavljenu velikog broja pitanja. Sa druge strane od važnosti je kvalitet dobijenih odgovara, a nikako kvantitet.
- U postupcima due dilligence neophodno je značajno vrijeme pokloniti analizama poreza kao i pitanjima financija. Neopodno je da se detaljno ispituju analiziraju financijski i poreski izvještaji prethodnih razdoblja.
- Često se dešava da se u procesima due dilligence ignorira realno stanje, bez obzira na jasne brojčane pokazatelje koji su jedini valjan dokaz realnog stanja poslovanja. Veoma je važno da kupac poduzeća kao i njegov time detaljno analiziraju financijske indikatore kao i druge izvještaje, ali ni u jednom slučaju ne smiju da ispuštaju one činjenice koje nisu vidljive u izvještajima poput pristupa tržišta, lokacija itd.

Veoma je važno naglasiti da financijski due dilligence koji je uspješno proveden ne može da bude dovoljan garant da i u zdravim preduzećima postoje neki problemi koji nisu vidljivi u finansijskih izvještajima. Rizici ovog tipa su uvijek prisutni. Uprkos ovim rizicima, due dilligence i dalje predstavlja najbolju analizu odnosno najbolji način analize i utvrđivanja realnog stanja kompanije.

### **3. Posebna područja due diligence poduzeća**

Područja koja se pokrivaju postupcima due diligencea mogu biti raznovrsna odnosno mogu ulaziti u svaki segment poslovanja za koji se ocijeni da je potrebno dubinski snimiti i analizirati. Najčešće se ističu sljedeća područja koja se kroz due diligence ispituju: financije, pravo, strategija, komercijalni due diligence i poreski due diligence. Najznačajnija područja dubinskog snimanja su: financijski, pravni i komercijalni (tržišni). „Područja istraživanja su međusobno povezana i suradnja među timovima je neophodna. To se posebno odnosi na vezu financijskog i tržišnog. I jedan i drugi odgovaraju na veći broj istih pitanja, iako su to dva različita područja. Osnovna razlika je što se za financijsku dubinsku snimku koristi dokumentacija (financijski izvještaji) ciljnog poduzeća, dok za tržišnu se traže informacije izvan ciljnog poduzeća “(Buble, Kulović, Kuzman, 2010.). U nastavku se daje pregled svakog identificiranog područja, uz nešto veći naglasak na financijski due diligence koji je uglavnom najučestaliji, a često i najvažniji.

#### **3.1. Financijski due diligence**

Financijski due diligence je fokusiran na aktivnosti istraživanja i ocjene eventualnih financijskih problema kompanije koje je u fokusu analize. Ove aktivnosti usmjerene su na ispitivanje finansijskih transakcija koje su u prošlosti zabilježene kao i na anlizu financijskih pokazatelja.

Izvještaji koji se u ovom slučaju analiziraju jesu bilansi, odnosno bilans stanja i uspjeha, izvještaj o tokovima gotovine te izvještaj o promjenama na kapitalu. Ove analize utiču na to da se produkuje nekoliko važnih pokazatelja, i to (Karatović i Trošelj, 2007):

- Pokazatelji koji mjere financijsko stanje preduzeća. Ovi podaci se temelje na bilansu stanja.
- Podaci koji su temeljeni na prihodima i dobiti, a koji se crpe iz bilansa uspjeha

- Pokazatelji koji su označeni kao hibridni pokazatelji poslovanja
- Pokazatelji poslovanja koji su označeni kao tržišni pokazatelji.

Spedding (2009) ističe da financijski due dilligence podrazumijeva sljedeće:

- Identificiranje komercijalnih razloga za transakcije, dogovore ili sinergiju preduzeća
- Nepodno je da se ukaže na razlike koje postoje između činjenica, pretpostavki ili pak projekcija
- Važno je ukazati na financijske činjenice, pretpostavke i na projekcije.

Financijski due dilligence je najvažniji u procesima due dilligence, odnosno, ima najveću težinu. Ovo zbog toga uključuje sve činioce poslovanja kompanije. Financijski due dilligence temelji se na financijskim izvještajima kompanije i za brojne preuzimatelje čini ključnu komponentnu dubinskog snimanja na temelju kojih se izvode temeljni pokazatelji poslovanja koji služe za identifikovanje poslovne i financijske pozicije kompanije (Lajoux,2010). Primaran cilj dubinskog snimanja jeste da se stekne uvid u informacije koje ciljana kompanija prosljeđuje sa ciljem da kupac zauzme stav o profitabilnosti.

### **3.2.Pravni due dilligence**

Analiziranje pravnih okvira koji se vezuju za poslovanje poduzeća, poput pregleda zakonskih rješenja, ugovora koje je poduzeće poduzelo, odnosno potpisala sa drugima te brojni drugi pravni poslovi, predmet su pravnog due dilligencea. Pravni due dilligence može bi usmjeren, odnosno može obuhvati kompletnu industrijsku granu a svakako obuhvata i potencijalne zakonske i pravne probleme koji se mogu javiti. U osnovi, pravni due dilligence bi trebao da ponudi sljedeće:

- Treba osigurati pružanje podrške koja je usmjerena na sve pravne rizike koji se vezuju sa korporativnim statusom,sa aktivom, sa ugovorima, vrijednosnim papirima, intelektualnim vlasništvom kao i u vezi sa zaposlenima u poduzeću.

- Posredstvom pravnog due dilligencea treba da se osigura detaljna analiza o postojećim zaposlenima, o uslovima rada, temeljem čega će se procijeniti uticaj ljudskih resursa na ugovore koji su predoženi o spajanju poduzeća te eventualne probleme koji se mogu javiti prilikom aktivnosti spajanja.
- Pravnim due dilligenceom ona strana koja je postupak naručila dobija valjane informacije o tome da li struktura kompanije regularna te da, kao takva, osigurava regularno provođenje postupka spajanja i akvizicije ili pak neke druge slične kombinacije.

Pravni due dilligence ima posebnu važnost za cjelokupan sistem due dilligence, jer je njegova važna uloga i u osnovu ugovora o spajanju ili akviziciji. Svi pravni aspekti koji se vezuju za poslovanje konkretnog poduzeća, neophodno je da se provede kroz koncept pravnog due dilligencea.

Pravni due dilligence fokus stavlja na analiziranje eventualnih zakonskih problema kao i na analizu ugovora koje poduzeće potpisuje s zainteresovanim stranama. Pravnim due dilligenceom moguće je obuhvatiti i analizirati cijelu industrijsku granu kao i potencijalne pravne i zakonske probleme koji se mogu pojaviti.

Prilikom pojašnjenja pravnog due dilligencea najčešće se polazi od tvrdnji koje je dao Howson (2003.) da se u ovom segmentu trebaju obuhvatiti sljedeći elementi:

- Podaci o poduzeću, kroz obuhvaćanje i analiziranje dokumenata kao što su ugovor o osnivanju, dioničari poduzeća, lokacija poduzeća
- Financijski podaci koji se odnose na liste i kopije odluka koje su usvojili menadžeri poduzeća, a koje se tiču poslovnih aktivnosti poduzeća, izvještaji revizije, računovodstveni izvještaji za određeno vremensko razdoblje (najčešće pet godina) izvještaji o porezima, ugovori o kreditima koji su zaključeni, financijski izvještaji (najčešće za posljednjih pet godina).
- Podaci o zaposlenima u poduzeću, koji obuhvaćaju podatke koji se odnose na zaključene ugovore s uposlenicima, dodatnim ugovorima koji se zaključuju s uposlenicima, ugovori o umirovljenju, medicinska skrb, osiguranje uposlenika itd.
- Podaci o materijalnoj i nematerijalnoj imovini poduzeća koji uključuje popise imovine koju poduzeće posjeduje, popise obaveza koje poduzeće ima prema

imovini koju iznajmljuje, materijalna imovina poduzeća, nematerijalna imovina, iznosi godišnje amortizacije, ugovori o osiguranju, plaćeni porez itd.

- Ispitivanje ugovora ugovaratelja, odnosno ispitivanje ugovora koji se odnose na nabavku materijala, dokumenti koji se odnose na širenje poslovanja, ugovori o korištenju licence, ugovori o distribuciji proizvoda, garantna pisma itd.
- Analiziranje i ispitivanje sporova u koje se poduzeće uključuje. U tom slučaju analiza obuhvaća izvještaje advokata o stanju trenutnih sporova, izvještaje o nagodbama koje se sklapaju, odnosi sa zaposlenima itd.
- Drugi slični izvještaji.

Na osnovu podataka koji se dobiju analizirajući pomenute dokumente, osobe koje čine tim za provođenje due dilligencea, mogu dati svoje stavove i mišljenja o utjecajima ovih događaja na procese restrukturiranja poduzeća. Pravni due dilligence je od ključne važnosti za sveukupan proces jer predstavlja osnovu kupoprodajnog ugovora. Uzimajući u obzir ovu okolnost važno je da savjetnici blisko surađuju s ostalim stručnjacima u oblasti due dilligencea.

Ono što je u ovom slučaju važno jeste da se provjere zakonski vlasnici u poduzećima, da se ispitaju prava i obveze koje se preuzimaju odnosno koje nastaju kao rezultat restrukturiranja poduzeća. Važno je osigurati da novi vlasnik ne bude odgovoran za neke druge obveze osim onih koje su dogovorene za preuzimanje.

### **3.3. Strateški due dilligence**

Strateški due dilligence je oblik ovog procesa putem kojih se procjenjuje mogućnost kasnijeg djelovanja kompanije, odnosno njegovo poslovanje nakon što se postupak restrukturiranja provede. Strateški due dilligence je okvir koji je dosta složen, a koji obuhvata sve specifičnosti poslovanja date kompanije. Samim tim, on pokazuje kako se kompanija razvija i što se može očekivati u budućnosti, čak i prije nego se formalno provede proces merdžera i akvizicije. Strateški okvir due dilligence može biti prikazan na sljedeći način, tabelom broj 1:

**Tabela 1: Okvir strateškog due dilligencea**

<b>Ukojoj je mjeri dogovor o transakciji atraktivan?</b>	<b>Koje su mogućnosti ostvarivanja ciljane vrijednosti?</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Procjena eksternih uticaja</li> <li>- Procjene komercijalnih atraktivnosti putem identifikovanja vodilja zarada</li> <li>- Aktivnosti određivanja konkurentskih pozicija kompanije</li> <li>- Procjene efekata po klijenta kao i na sveukupni tržišni dinamizam</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Procjenjivanje internog okvira, internog fokusa</li> <li>- Detaljna analiza kojom se ocjenjuje d ali ciljane vrijendost može biti dostignuta</li> <li>- Procjenjivanje povezanih rizika koji su u vezi s kupcima, konkurentima, tehnologijom, odnosno u vezi s rizicima okruženja te procjena d ali menadžement ima mogućnost da ovim rizicima upravlja</li> <li>- Testiranje sposobnosti kompanije da efekte sinergije realizuje</li> </ul>

Izvor: Adolph, et al (2006):

Sušтина strateškog due dilligencea, na osnovu podataka prikazanih tabelom broj 1, ima fokus na internu i eksternu ocjenu poslovanja. U ovom slučaju se polazi od toga da interni i eksterni efekti poslovanja imaju snažan utjecaj na djelovanje kompanije u kasnijem periodu, a posebno nakon što se realizuju transakcije spajanja.

### **3.4. Transakcijski due diligence**

Transakcijski due diligence predstavlja segment analize unutar due dilligencea koji, ukoliko nije odgovarajuće proveden, može ugroziti cijeli postupak spajanja, pripajanja ili neki drugi oblik restrukturiranja poduzeća. Ovaj segment odnosno ovaj tip due dilligencea najčešće obavljaju stručnjaci koji su blisko upoznati s dnevnim poslovanjem poduzeća, jer su ovi detalji manje poznati menadžerima.

Transakcijski due diligence ima za cilj riješiti probleme koji se javljaju u postupku spajanja i pripajanja poduzeća s ciljem da se ne dogodi situacija u postupku spajanja koja bi dovela do zastoja ili nekog prekida. Kada su u pitanju transakcije u ovom kontekstu, najčešće je potrebno detaljno povjeriti sljedeće (Lawrence 1994):

- Ispitivanje potrebnog zakonskog koraka za učinkovito obuhvaćanje transakcije
- Određivanje ugovora koje trebaju potpisati sve strane u postupku
- Ispitivanje problema eventualnog postojanja monopola i pronalaženja potrebnog rješenja
- Ispitivanje je li transakcija zadovoljava sve zakonske propise
- Ispitivanje posljedica koje ovakva transakcija može proizvesti u segmentu poreza
- Analiziranje i ispitivanje potencijalnih rizika i obveza nakon što se procesi spajanja provedu
- Ispitivanje problema postojanja vlasništva nad nematerijalnom imovinom koju poduzeće koristi
- Određivanje odnosno predočavanje pravnih obveza kupca i prodavca po sklapanju ugovora
- Obveze koje poduzeće po restrukturiranju ima prema kreditorima
- Obveze koje poduzeće ima prema zaposlenima po okončanju procesa u kojem se nalazi
- Ispitivanje i analiziranje ugovora s kupcima i dobavljačima kojima se poduzeće mora voditi nakon procesa restrukturiranja.

Transakcijski due dilligence trebao bi biti sinteza svih ostalih segmenata due dilligencea, te bi se u timu koji vodi ovaj segment due dilligencea trebao naći i voditelj cjelokupnog procesa due dilligencea.

### **3.5.Komercijalni due diligente**

Buble, Kulović, Kuzman (2010) polaze od toga da je tržišni due dilligence proces kojim se istražuje poduzeće, tržište na kojem djeluje i obuhvata procjenu budućeg poslovanja. U odnosu na druge oblike due dilligence, komercijalni due dilligence traga za informacijama van kompanije. Najčešće se informacije dobivaju iz drugih javno objavljenih izvora ali često i putem intervjua.

Komercijalni due dilligence uglavnom se vezuje za činjenicu da dolazi do restrukturiranja poduzeća s ciljem da se u budućnosti ostvari povećanje vrijednosti poduzeća.

Komercijalni due dilligence zapravo predstavlja procjenu budućeg poslovanja poduzeća. Kako bi se ove procjene načinile, komercijalni due dilligence usmjeren je na traganje za informacijama izvan poduzeća. Ovaj oblik due dilligence se realizira kroz prikupljanje informacija iz izvora koji su javno dostupni, ali i iz razgovora s drugim osobama koje djeluju na istom ciljanom tržištu kao i promatrano poduzeće. Često se događa da se stavlja jednakost između financijskog i komercijalnog due dilligence. Ipak, važno je uzeti u obzir da financijski due dilligence daje informacije o poslovanju poduzeća promatrano s aspekta rezultata poslovanja, dok je komercijalni due dilligence više usmjeren ka prikupljanju informacija o tržištu i konkurentnosti. Upravo se tako i prikupljaju informacije za procjenu budućih poslovnih rezultata poduzeća. Komercijalni due dilligence ima tu prednost što je u pitanju povoljniji tip istrage koju provede stručnjaci, a njihovi rezultati kasnije jasno pokazuju trebaju li se aktivnosti akviziranja nastaviti ili je potrebno iste prekinuti. Ono što je važno spomenuti u ovom slučaju jeste da se komercijalni due dilligence može provoditi i bez znanja predmetnog poduzeća. Rezultati koje producira komercijalni due dilligence zapravo predstavlja dodatak financijskom due dilligenceu, te se stoga često i provodi. Najviše informacija kroz provođenje komercijalnog due dilligencea dobivaju klijenti.

Brojne informacije se dobivaju od bivših klijenata, dok trenutni imaju veoma dobro znanje o sadašnjem stanju poslovanja. Pored klijenata važan izvor informacija u ovom domenu jesu i konkurenti. Ipak, ovdje treba biti oprezan jer konkurentni mogu dati dosta oprečne informacije. Tržišni due dilligence traje tri do četiri tjedna. Ako potraje duže, mogao bi izgubiti svoju suštinu. Može trajati i kraće, ali onda postoji rizik da se neće uspjeti razgovarati s najboljim kontaktima, a to se može negativno odraziti na kvalitetu analize.



## **4. Metodologija financijskog due diligenca i restrukturiranje poduzeća**

Zdravlje poduzeća ,kao krvna slika čovjeka,manifestira se osnovnim financijskim izvještajima koje ono sastavlja i, u slučaju javnih poduzeća,objavljuje.Oni služe kao osnovna podloga za istraživanje i analizu, te postavljanje dijagnoze stanja zdravlja poduzeća. Nešto slično onome što se dešava s pacijentom pri njegovom medicinskom tretmanu. Po osnovu uzoraka krvi, urina...,pacijenta obave se laboratorijske pretrage i ljekar specijalista postavlja dijagnozu stanja i preporučuje daljne pretrage i eventualnu terapiju ili zaključuje da je zdravstveno stanje pacijenta dobro i da dodatni tretmani nisu potrebni. U tom smislu i osnovni financijski izvještaji pokazuju krvnu sliku poduzeća koja može biti zadovoljavajuća ili indicirati neko žarište koje upućuje na potrebu dodatnih analiza njegovog poslovanja (Buble, Kulović,Kuzman 2010.). Financijski due dilligence, kako je prethodno pokazano, zasnovan je na financijskim izvještajima kompanije a podrazumijeva detaljnu analizu poslovanja temeljnu na financijskim izvještajima. Područja istraživanja za ovaj tip due dilligence su dosta šira od isključivo financijskih izvještaja. Ova analiza pokriva niz relevantnih podataka, informacija i analiza koje su od važnosti za procjenjivanje i vrednovanje kompanije.

### **4.1. Izvedbena faza due diligenca poduzeća**

Procesima due dilligence se detaljno ispituju, analiziraju, brojni aspekti prethodnog, sadašnjeg i budućeg poslovanja kompanije koja se namjerava kupiti ili sa kojom se želi ući u procese merdžera ili akvizicije. Cilj ove faze odnosno ovog procesa jeste da se pokaže da u poslovanju kompanije koja se analizira ne postoje skriveni tokovi ili troškovi koji bi mogli da pruže neke skrivene slike o poslovanju kompanije. Postupcima due dilligence, kako smatra Ceil (2013) pozitivno se utiče na sveukupnu strategiju M&A.

Postupci analize i ispitivanja koji se provode kroz postupke due dilligence kupcima pomažu prilikom donošenja odluke u postupcima merdžera i akvizicije a ujedno su

od važnosti prilikom određivanja cijene kompanije ili dijela kompanije. S druge strane, procesi pripreme due dilligence, koji se obavljaju od strane kupca, daju mogućnost uvida prodavcu da prepozna, sagleda, sve aspekte poslovanja te da dobije realniju sliku poslovanja kompanije, prije nego se i sam kupac s istima upozna. Provođenjem postupka due dilligence osigurava se da se ne dogode neka iznenađenja po provođenju postupka merdžera i akvizicije kao i da ona strana koja posao naručuje dobije odgovarajuće informacije, vrijedne informacije koje su neophodne za donošenje poslovnih odluka.

Due dilligence je nastao iz potrebe procjene realnog, stvarnog stanja, jer se dešavalo da se po provođenju postupka poslovnih kombinacija dese neka prilično neugodna iznenađenja. To su slučajevi da je imovina koja je kupljena bila nerealna, ili su se odmah po provedenom postupku merdžera i akvizicije pojavile neke obaveze koje nisu bili obuhvaćene u poslovnim knjigama, a odmah su se po okončanju postupka pojavile. Ovakva neugodna iskustva često su dobivala i sudski epilog, te je stoga postalo jasno da je potrebno uvesti mehanizam koji će detaljno da pregleda i da prati poslovanje kompanije, što se upravo kroz procese due dilligence i omogućilo (Cinotti, 2002). Due dilligence, u svojoj osnovi, predstavlja postupke analize kompanije tijekom poslovne transakcije kao i po okončanju transakcije, a sve s ciljem jačanja transparentnosti i prepoznavanja važnih informacija unutar osiguranja uspješne transakcije. Uzimajući u obzir pomenuto, ovaj postupak predstavlja jedan dio procesa poslovnih transakcija a njegova je funkcija da prikupi ključne informacije koje su neophodne za provođenje postupka spajanja i akvizicije. Ove faze su prikazane slikom broj 2.

**Slika 2: Faze u postupku due diligence**



Izvor: Obrada autora

Slikom broj 2 prikazane su generalne faze koje se provode u procesima due diligence. Prva faza jeste faza planiranja. Organizacija ove faze zavisi od posla koji treba da se obavi kao i od konkretne kompanije čije se poslovanje analizira. Nakon faze planiranja slijedi faza prikupljanja podataka. Ovo je faza u kojoj se pažljivo prikupljaju sve neophodne informacije za svaki segment due diligence odnosno pravna pitanja, finansijska pitanja, tržišna pitanja i niz drugih pitanja koja se pojavljuju. Podaci koji će se u ovom slučaju prikupiti određeni su planom postupka koji se provodi kao i procesima due diligence. Naredna, treća faza jeste faza u kojoj se analiziraju podaci koji su prikupljeni. Posao prikupljanja podataka je od naročite važnosti jer se upravo u ovoj fazi identificiraju nejasnoće, eventualne nesuglasnosti, pogrešne informacije o kompaniji, pozicija kompanije itd. Četvrta faza postupka vezuje se za finalizaciju izvještaja. Ovo je faza u kojoj se sačinjavaju izvještaji o provedenom postupku due diligence te se pristupa petoj fazi koja je usmjerena na predaju konačnog izvještaja o postupku due diligence.

Sve faze koje su prikazane, opisane i analizirane, međusobno su povezane. Ako greška nastane u jednoj fazi, pa čak i ukoliko se radi o inicijalnoj fazi planiranja, može da navede na prikupljanje podataka koji nisu točni, a što će dalje voditi izvještaju o due dilligence koji neće biti dovoljno precizan. Upravo se zbog ovih razloga treba pažljivo pristupiti ovom procesu, potrebno je svaku fazu pažljivo provoditi, analizirati, jer se samo tada mogu dobiti kvalitetni izvještaji.

## **4.2. Važnost i svrha financijskog due dilligence**

Aktivnosti financijskog due dilligence provode profesionalci iz oblasti financija koji su angažirani na ovim poslovima sa ciljem da detaljno ispituju kompaniju, njeno poslovanje te niz financijskih okolnosti koje se za kompaniju vezuju. Financijski due dilligence najčešće obuhvata metode koje se odnose na pregled dokumenata, vođenje rasprave te intervju s višim menadžmentom, s ključnim zaposlenima, potom, istraživanje povijesnih financijskih podataka te analiziranje trenda i, u konačnici, sačinjavanje izvještaja o financijskom riziku zajedno sa operativnom situacijom u poduzeću (Wangerin, 2010).

Aktivnost provođenja financijskog due dilligencea nije isključivo vezano za postupke i procese spajanja i akvizicije. Ove aktivnosti također se provode i prilikom zajedničkih ulaganja, financijski dogovora ili nekih drugih dogovora i transakcija među poduzećima. Temeljna aktivnost u procesima financijskog due dilligence vezuje se za poslovne aktivnosti kompanije te relevantne financijske podatke, a konačan cilj jeste da se pruže valjani podaci o poslovanju kompanije s ciljem da se uklone asimetrične informacije te da se pruži uvid u dublje razumijevanje poslovanja kompanije koja se akvizira.

Uzimajući u obzir da se postupak due dilligence provodi u različitim industrijama, veoma je važno da se kroz financijski due dilligence svi podaci koji su potrebni i koji se analiziraju, prilagode potrebama konkretne industrije.

Due dilligence se treba prilagoditi potrebama one strane koja postupak naručuje, u smislu da obuhvati važne podatke koji se trebaju prikupiti ali i gdje je potrebno da

očekivanja klijenata budu dostignuta. Generalno promatrano, „financijski due dilligence podrazumijeva sljedeće korake (Wangerin, 2010):

- Identifikacija financijskih i poreznih rizika
- Analiziranje profitabilnosti poduzeća iz prethodnog perioda, novčani tokovi iz ranijeg perioda te prognoziranje operativnog poslovanja u skladu sa navedenim
- Neophodno je da se istraži i pokaže koja je to ciljana aktiva kao i koje su to obaveze kompanije, u što je potrebno uključiti i potencijalne obaveze sa ciljem da se pruži odgovarajući prostor za vođenje pregovora, strășeko odlučivanje i donošenje investicijskih odluka, kao i da se formuliše postakvizicijski biznis te programi integracije.
- Prilikom aktivnosti prikupljanja drugih rezultata unutar postupka due dilligence, kao što je pravni i operativni due dilligence, potrebno je da se odredi konkretna investicija koja će da bude u skladu sa generalnom strategijom kompanije koja investiranje provodi, ako je u skladu sa njenim generalnim investicijskim principima. „

Financijski due dilligence ima primarni cilj da uspostavi i razumije aktuelne financijske situacije i strukture unutar kompanije koja se akvizira. Tom prilikom analizira se nekoliko posljednjih godina poslovanja, uglavnom su to tri godine, na temelju čega se predviđa poslovanje kompanije u budućnosti. Potencijalni kupci svoje ponude za kupovinu kompanije zasnivaju upravo na rezultatima koje je kompanija ostavrla u prethodnom periodu. Taj prethodni period je upravo onaj koji due dilligence treba da identificira.

Howson (2006) identificira pretpostavke koje su od važnosti za potencijalnog kupca, i to:

- „Očekivanja da će buduće poslovanje biti slično kao i pretodno te da će odnosi sa klijentima biti uglavnom slični odnosno da se neće značajno mijenjati
- Marže, odnosno zarade koje kompanija ostavruje ne trebaju biti i nisu pod pritiskom. Ova okolnost znači da su računovodstvene politike dosljedne i da se primjenjuju na razuman, kvalitetan način.

- Pretpostavka je da ne postoje skrivene obaveze, poput troškova održava koji su možda veći. „

Sve pomenuto predstavlja priliku da kompanija koja akvizira drugu kompaniju bude zadovoljna datim pretpostavkama sa ciljem da se ponuđeno uklopi u strategiju kupca te da se, ukoliko je to moguće, iskoriste efekti sinergije.

Pored brojnih ciljeva koji se pred financijski due dilligence postavljaju, jeste i puni uvid u financijsko stanje kompanije kao i očekivanja oko njenog budućeg financijskog stanja, sa ciljem da se zauzme stav o profitabilnosti. Na ovim osnovama se, također, temelji i predviđanje budućeg poslovanja poduzeća. Polazeći od pomenutog, moguće je ukazati i na usmjerenje financijskog due dilligence u postupcima M&A, a one su (Nan et.al. 2008):

- „Verifikacija brojčanih podataka na osnovu kojih se provodi ponuda kupovine ili prodaje kompanije“
- „Osiguranje argumenata prilikom vođenja pregovora o cijeni ka i potrebama o garancijama ili pak odštetom“
- „Jačanje odnosno sticanje povjerenja oko budućeg poslovanja koje se očekuje“

U momentu kada se vode pregovori oko kupovine poduzeća svi podaci koji se dobiju kroz postupak financijskog due dilligence mogu da ukažu na eventualne rizike, obaveze, mogu da pokažu neke prognoze koje su od važnosti za buduće poslovanje kompanije.

#### *4.2.1. Temeljni principi u financijskom due dilligenceu*

Postupak financijskog due dilligence je, kako se primjećuje, veoma važan. S obzirom na njegovu važnost neophodno je da se osobe koje ove poslove provode, pridržavaju određenih principa u njihovom radu. Principi kojih se trebaju pridržavati jesu sljedeći:

### *Princip nezavisnosti*

Princip nezavisnosti najčešće se odnosi na dva važna elementa. Prvi je konsultantsko poduzeće koje treba biti nezavisno, a drugo je grupa profesionalaca koji su zaduženi da provode proces due dilligence, a koji, također, trebaju da biti nezavisni. U ovom slučaju, kada konsultantska kompanija prihvati posao u kojem obavlja postupak i proceduru due dilligence, ono je u obavezi da ciljanoj kompaniji nad kojom se proces provodi, dostavi set pitanja na osnovu kojih će biti procijenjeno da li će postupak due dilligence biti u sukobu interesa. Ove okolnosti su potrebne jer se njima garantuje nezavisnost kako poduzeća tako i pojedinca koji provodi postupak due dilligence.

Kada je u pitanju princip nezavisnosti, tu ja važno spomenuti i podsticanje objektivnog pristupa. U tom slučaju, svaka odluka treba da bude donesena racionalno odnosno treba da bude zasnovana na osnovu prikupljenih informacija koje su relevantne i pouzdane.

### *Princip opreznosti*

Naredni prinicipi koji treba da bude uzet u obzir jeste princip opreznosti. Unutar ovog principa pojavljuju se sljedeći elementi:

- Podsticanje kvalitetnog odnosno „pametnog“ pristupa u cijelom procesu due dilligence
- Pažljivo pregledanje i analiziranje planova, alokacije zaposlenih, dokumentacije koja se za rad vezuje te izvještaji o finansijskom due dilligence

### *Princip sveobuhvatnosti*

Princip sveobuhvatnosti je još jedan princip koji se pojavljuje. On polazi od toga da je u ovim procesima neophodno obuhvatiti sve aspekte finansijskog menadžmenta kao i računovodstva konkretnog poduzeća.

### *Princip materijalnosti*

Proces due dilligence se provodi u različitim industrijama, kompanijama, te je veoma važno da se analize provode prema određenom stepenu rizika, procjenama rizika, a nakon uzimanja u obzir svih zahtijeva koje klijent ima.

### *4.2.2. Razlika između financijskog due diligencea i revizije*

Između koncepta due dilligence i revizije postoje određene sličnosti ali i razlike. Koncept due dilligence jeste postupak kojim se vrši detaljno snimanje stanja i poslovanja poduzeća. Upravo je iz toga razloga ovaj koncept dosta sličan reviziji zbog čega se sa njom često i poistovjećuje. Zbog ovih sličnosti često se postavlja i pitanje da li je due dilligence uopće potreban kada već postoji revizija. Međutim, ukoliko bi postojala samo revizija, tada bi investitori bili u problemu jer revizorski izvještaji nisu uvijek pouzdani jer se provode temeljem uzorka, a također ne nude detaljne informacije kao što to nudi financijski due dilligence.

Ukoliko bi se investicijske odluke donosile na osnovu revizije, takve odluke bi bile „kratkog dana“, kako smatra Woods (2002). Svrha revizije jeste da menadžment poduzeća uvjeri da su financijski izvještaji istiniti i da realno oslikavaju poslovanje kompanije, financijske performanse kompanije i njenu poziciju. Ipak, pored ovih nalaza revizija ne identificira neka ključna pitanja koja su od važnosti za kupca ili prodavca (Understanding the Financial Statement Audit, 2013).

Financijski due dilligence fokusiran je na osiguranje važnih informacija za investitore o konkretnoj kompaniji. Prema mišljenju Rashid i Naeem (2017), radi se o sljedećim informacijama:

- „Pružaju se informacije o održivosti ekonomskih zarada
- Prati se povijesni tok prodaje kao i trendovi operativnih troškova koji se pojavljuju
- Identificiraju se potrebe za radnim kapitalom ali i njihov trend
- Prikazuju se ključne pretpostavke koje menadžment koristi u njihovim predviđanjima



- Daje se prikaz ključnog osoblja te računovodstvenog informacionog sistema.“

Jasno je da revizija nudi polazne tačke za investitore i potencijalne investitore o potencijalnom stanju i procjenama u kompaniji, revizija se ipak ne usmjerava na spomenute tačke poslovanja. Sa druge strane, financijski due dilligence obezbjeđuje specifične informacije za klijente koji su usmjereni na specifične rizike.

#### *Kvaliteta zarada*

Prilikom donošenja odluke o kupovini neke kompanije investitori su najčešće zabrinuti za fer vrijednost one kompanije koju namjeravaju da kupe. Najčešće se kompanija vrednuje u odnosu na pokazatelj EBITDA (zarade prije plaćenih kamata, poreza i amortizacije; Busby, 2014.).

Pored toga, financijski due dilligence je usmjeren na kvalitetu i održivost zarada kompanije. Stavke troškova koje su neuobičajene i koje su jednokratne, potom aktiva koja je podcijenjena ili precijenjena te obaveze, promjene koje se pojavljuju u strukturi troškova nakon što se poslovne knjige zatvore kao i primjena računovodstvenih načela koja nisu dosljedna, predstavljaju predmet i analizu kroz EVITDA kako bi se ispitala održivost zarada. U reviziji se ne ispituje, ne analizira, održivost EBITDA.

#### *Analiza trenda*

Postupak revizije može biti usmjeren na analize koje će podrazumijevati trendove te povezanost tokom određenog vremenskog perioda. Ipak, izvještaji o reviziji neće ispitivati osnove odnosno vodilje koje ove trendove održavaju odnosno na koje utiču.

Sa druge strane, financijski due dilligence kroz svoje izvještaje pokazuje koje su to vodilje na tržištu, šta to podstiče tržište, koje su vodilje prodaje, kakva je veza sa kupcima, na osnovu čega nastoji da shvati da li su ovi trendovi održivi. Kompanije koje nude usluge financijskog due dilligence ujedno obezbjeđuju troškovnu

strukturu, potom povezanost sa dobavljačima, a sve sa ciljem da se identificiraju potencijalne posttransakcijske sinergije.

### *Radni kapital*

Radni kapital je još jedna važna stavka o kojoj se razgovara i koja se obuhvata prilikom due dilligence, posebno prilikom zatvaranja transakcije. U ovom slučaju obuhvata se suma koja se vezuje za prosjek radnog kapitala u poslednjih 12 mjeseci. ipak, pored toga, ozbiljan kupac će u obzir da uzme i sljedeće: kakva je skoriji trend rasta, kakvi su uslovi industrije, kakav je sezonski karakter biznisa, kakva je i da li je specifična kompenzacija bilansa radnog kapitala. Izvještaji o reviziji ne nude ove podatke te tako kupac ne može dobiti dostupne detaljne informacije.

### *Predviđanja*

Revizija je usmjerena, fokusirana, na analiziranje dostupnih finansijskih izvještaja iz prošlosti (Andrawes, 2014). međutim, pored tih informacija investitori imaju izraženu potrebu za podacima o tome u kojoj mjeri i koliko se može očekivati da kompanija generira prihoda u budućnosti, odnosno, koliko će uspješno poslovati u budućnosti. Iz toga razloga investitori trebaju imati podatke o ključnim pretpostavkama koje su korištene prilikom predviđanja poslovanja.

Financijski due dilligence često je usmjeren na analiziranje predviđanja, pa tako prepoznata predviđanja i dokumente prezentira investitorima sa ciljem da se osigura pristup istima kao i procjena izvodljivosti tih očekivanja.

### *Kvalitativna promatranja*

Kvalitativna promatranja su možda najvažnije informacije koje se osiguravaju kroz procese due dilligence. Točnije, informacije koje se ovdje nude su vjerovatno neke od najvažnijih koje se investitorima mogu ponuditi. Posredstvom ovih informacija investitorima se nude podaci o internim kontrolama u kompaniji, strukturi kompanije, menadžmentu, računovodstvu i cjelokupnom računovodstvenom sistemu. Kvalitativna zapažanja se rijetko navode u izvještajima o reviziji, ali su, u svakom slučaju, podjednako važna jer imaju snažniji doprinos u donošenju

investicijskih odluka. Razlike između revizije i financijskog due dilligence prikazane su tabelom broj 2.

**Tabela 2: Razlika između revizije i financijskog due dilligence**

Područje	Revizija	Due Dilligence
<b>Tko provodi</b>	Tijelo za reviziju, nezavisno	Uglavnom računovođe koje imaju ravijeno iskustvo sa M&A
<b>Cilj</b>	Pružanje profesionalnog mišljenja o financijskim izvještajima u smislu da li oni reflektuju fer poslovanje kompanije te da li su financijski izvještaji prilagođeni Međunarodnim računovodstvenim standardima	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Procjenjuje se kvalitetu zarada</li> <li>- Procijeniti i povijesne potrebe za radnim kapitalom</li> <li>- Identificira se prodaja i operativni troškovi te njihovi trendovi</li> <li>- Procjenjuju se pretpostavke koje su obuhvaćene u prognozama menadžmenta</li> <li>- Vršiti se procjena računovodstva, osoba koje su u računovodstvu zaposlene kao i informacijski sistem</li> <li>- Identifikuju se specifične transakcije</li> </ul>
<b>Opseg</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Daje se jasan okvir kroz standarde revizije</li> <li>- Provodi se testiranje</li> <li>- Najčešće se pokivaju rezultati poslovanja u jednoj godini</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Provodi se analiza specifičnih varijabli koje određuje ona strana koja posao naručuje</li> <li>- Fokus je na rješenjima određenih pitanja</li> <li>- Detalji koji se testiraju su limitirani, a ogu da uključe i dokaze gotovine</li> <li>- Najčešće je analiza obuhvata period posljednje dvije godine</li> </ul>
<b>Dostavljanje</b>	Mišljenje revizora	Uglavnom je u pitanju pisani izvještaj, ali se mnogo činjenica iznosi i usmeno
<b>Dioničari</b>	Dioničari, širi opseg dioničara, uključuju se bankari, investitori, dobavljači, klijenti	Kupci, kreditori i sekundarni investitori
<b>Troškovi</b>	Jasno definisani i unaprijed određeni	Zavisi od dogovora
<b>Timing</b>	Prema zahtjevima dioničara	Provođenje može trajati od jednog dana pa do nekoliko tjedana

Izvor: Prilagođeno prema: Publikacija Lehman Brown, Financial Due Diligence, dostupno na: [www.lehmanbrown.com](http://www.lehmanbrown.com), (pristupljeno: 15. 05. 2020.)

U svakom slučaju, ono što se primjećuje jeste da se kroz reviziju menadžmentu nude informacije o tome da li su financijski izvještaji koji su prezentovani točni. Također se pokazuje da li na fer način ukazuju na financijske performanse i poziciju u skladu sa načelima računovodstva odnosno prema računovodstvenim standardima. Kupac koji želi da bude dobro informiran i koji želi da donjeti kvalitetnu odluku, mora da shvati što to revizija nudi a šta nudi prilagođena analiza koje se predstavlja kroz financijski due dilligence.

### **4.3. Definiranje restrukturiranja**

Restrukturiranje je proces koji podrazumijeva sve promjene iz oblasti pravnih, organizacijskih, upravljačkih, tehnoloških, financijskih te brojnih drugih promjena koje se javljaju. Restrukturiranje predstavlja promjenu koja se događa kod osnovnih poslovnih funkcija u poduzeću, uključujući i razna odjeljenja poput prodaje, marketinga, financija itd. Ukoliko se poduzeće nalazi u krizi, tada mjere restrukturiranja trebaju dovesti do sanacije i „ozdravljenja“ poduzeća. Ipak, prije nego se otpočne s procesima restrukturiranja, potrebno je da se identificiraju uzroci koji su vodili, odnosno koji su generirali krizu u poslovanju. Svrha restrukturiranja poduzeća jeste (Jozić, 2002.):

- Obuka osoblja u poduzećima
- Osiguranje radnih mjesta
- Uvođenje novih poduzetničkih struktura
- Tržišno usmjereno planiranje
- Načini smanjenja troškova
- Pristup novim tržištima
- Multiplikovanje znanja.

Restrukturiranje predstavlja inovativni koncept kojim poduzeće kroz korjenite promjene u poslovanju osigurava dugoročni opstanak i održivost poslovanja poduzeća, a realizira se kroz četiri ključne faze:

- Analiza trenutnog stanja, čime je omogućen uvid u ključne rizike i probleme

- Definiranje načina restrukturiranja, koji se odnosi na izradu modela koji će konkretnom poduzeću najbolje odgovarati
- Izrada plana restrukturiranja, odnosno prijedlog detaljnih koraka za provođenje restrukturiranja
- Implementiranje i praćenje financijskih efekata provedenog restrukturiranja.

Primarni cilj proces restrukturiranja je smanjenje ograničenja s kojima se poduzeće suočava te unaprijeđenje financijskog poslovanja, tj. osiguravanje daljnjeg razvoja i dugoročni napredak poduzeća, njegova tržišnu održivost (Marković, 2010). Prije nego se provede proces restrukturiranja poduzeća, neophodno je da se odrede ciljevi koji se žele dostići u ovom procesu. Neki od tih ciljeva su:

- Usklađivanje i „sređivanje“ poduzeća prije procesa privatizacije
- Reorganizacija kako bi se poduzeće lakše i jednostavnije prodalo
- Pripremanje poduzeća za licitiranje na burzi
- Povećanje učinkovitosti kapitala kojim poduzeće raspolaže
- Promjena strategije poslovanja
- Unapređenje tehnološke pozicije.

U skladu s ciljevima koji se žele dostići provodi se i staregija restrukturiranja poduzeća. Strategija će biti izrađena nakon detaljne procjene stanja poslovanja kao i jakih i slabih strana poduzeća. Strategijom se definiraju ciljevi restrukturiranja, metode kojima će se postavljeni ciljevi dostići kao i vrijeme koje je potrebno da se takve aktivnosti dostignu.

Razlozi zbog kojih poduzeća ulaze u procese restrukturiranja su brojni. Jednim dijelom to može biti potreba za unapređenjem, interes za većom zaradom, za rastom prodaje, može se realizirati zbog pojačanih poreskih nameta ili pak iz osobnih interesa menadžmenta poduzeća. Restrukturiranje je koncept koji je koristan čak i kada se provodi samo s ciljem unapređenja poslovanje poduzeća. Proces restrukturiranja moraju biti vođeni u obliku strateškog projekta i kao dio šire vizije ukupnih promjena, a uglavnom obuhvaća zaokrete i i promjene u sljedećim segmentima poslovanja (Vučur, 2014):

- Strategija poslovanja i razvoja
- Nastup na tržištu
- Struktura organizacije
- Broj, kvalifikacija i struktura zaposlenih
- Financijska pozicija i struktura zaposlenih.

Restrukturiranje poduzeća najčešće se provodi u trenutku kada poduzeće nije u mogućnosti podmiriti svoje obveze i kada je vrijednost poduzeća manja od obveza koje ima prema povjericima. Međutim, restrukturiranje se provodi i prilikom spajanja ili pripajanja poduzeća, odnosno merdžri i akvizicije.

Temeljni princip na kojem počivaju spajanja i akvizicije jeste taj da dvije kompanije više vrijede nego pojedinačno. Ovakva stanja najčešće privlače kompanije koje se nalaze u složenim periodima poslovanja. Snažna poduzeća se ponašaju tako da kupuju slabija poduzeća kako bi na taj način pojačale svoju konkurentnost, kako bi kreirali troškovno efikasna poduzeća i kako bi se povećala vrijednost za dioničare. Ukoliko se takve okolnosti dese, ciljano poduzeća, bez obzira da li se radi o onim kompanijama koje se kupuju ili se pridružuju, postaju svjesna da nisu u mogućnosti da samostalno prežive (Vunjak, 2002).

Wan i Yiu (2009.) smatraju da procesi akvizicije naročito korisni u periodu ekonomskog usporenja, jer je tada smanjena vjerovatnoća da se aktiva kompanije pretplati. Prema ovim autorima akvizicija nudi mogućnost eliminacije konkurentskih prijetnji i nudi mogućnost da kompanija svoje resurse prilagodi promjenljivom okruženju kao i kapacitete, što je ponovo naročito izražajno u periodima ekonomskog usporenja.

Spajanje i akvizicija su dva različita termina, iako se često posmatraju kao sinonimi (Ghaughan 2002). U situaciji kada kompanije preuzimaju druge kompanije i kada postaju nov vlasnici, tada je ova transakcija akvizicija. To znači da je akvizicija kupovina jednog dijela ili cijelog preduzeća.

Ukoliko se ova transakcija promatra sa pravnog aspekta, tada će kompanije koje su kupljene prestati da postoje, dok će poduzeća koja se nalaze u ulozi kupca apsorbovati poslovanje kupljenih poduzeća. Ovakvom transakcijom se prekida

trgovina dionicama kompanije koja je kupljena (ukoliko se radi o dioničkom poduzeću) dok se trgovina dionicama kompanije koja je kupila drugu kompaniju nastavlja (Cingula i Klačmer, 2006).

Spajanje je, sa druge strane, situacija u kojoj se dvije kompanije, najčešće iste veličine, sporazumno dogovaraju oko uspostavljanja novog poduzeća. Ovakva transakcija često se označava i kao „spajanje jednakih“. Ukoliko se ove transakcije dese tada obje kompanije povlače trgovinu svojim dionicama i emituju nove. Ovdje se zapravo radi o merdžeru ukoliko se generalni direktori obje kompanije dogovore o sjedinjenju koje će biti u najboljem interesu (Vunjak, 2002). ipak, ukoliko ciljana kompanija ne želi biti kupljena, tada će se raditi o akviziciji.

Spajanje je kombinacija dva ili više poduzeća u kojima su imovina kao i izvori sredstava kompanije prisvojeni od strane druge koja konkretnu kompaniju kupuje (Sherman i Hart 2006). Iako poduzeće koje se kupuje može da ima značajno drugačiju organizaciju u odnosu na merdžer, ono ipak zadržava svoj originalni identitet.

Posljednjih godina procesi spajanja i akvizicije se provode kako bi se na taj način jačalo tržišno učešće i profit, ali i kako bi se povećao povrat i prinos za dioničare. Unatoč tome što postoje brojni, jasni razlozi za spajanje, pojedini istraživači ukazuju da i spajanje i akvizicija mogu da daju loše rezultate i da umjesto očekivanih dobitaka i uspjeha zabilježe neuspjeh.

#### **4.4.Financijsko restrukturiranje**

Restrukturiranje ili preokret u organizaciji predstavlja proces reorganizovanja koji se provodi sa ciljem da se jača tržišna pozicija kompanije, njeno djelovanje, osiguranje profitabilnosti i dužeg perioda poslovanja.

Unatoč tome što se restrukturiranje često vezuje za probleme koji se u poslovanju kompanije javljaju, realnost pokazuje da se procesi restrukturiranja često pojavljuju i sa ciljem unapređenja poslovanja, prilikom rasformacije i kada je potrebno da se aktivnije djeluje u pravcu promjene.

Restrukturiranje predstavlja sistem mjera koje se poduzimaju u određenom vremenskom periodu, razvijaju se prema određenom planu i prema postavljenom

cilju poslovanja (Bruner, 2004). Neke velike kompanije, kao što su Siemens, France Telecom, Telecom Austrije su tokom svoga djelovanja poduzimale brojne mjere restrukturiranja kako bi se prilagodili novim uslovima na tržištu i kako bi unaprijedili financijske i operativne rezultate.

Financijsko restrukturiranje, koje je u fokusu ovog rada, podrazumijeva sljedeće (Mašić, 1996.):

- Aktivnosti koje su fokusirane na optimizaciju strukture kapitala
- Procesi restrukturiranja kreditnog portfolija
- Emitovanje vrijednosnih papira sa ciljem pripravljanja potrebnih novčanih sredstava
- Poslovi, odnosno aktivnosti dokapitalizacije
- Aktivnosti spajanja i pripajanja posredstvom kreiranja profitabilnih poduzeća
- Zajednička ulaganja i njihovi oblici
- Prodaja imovine koja nije potrebna itd.

Razlozi zbog kojih će kompanija da se prepusti procesu financijskog restrukturiranja su brojni. Kada kompanija slijedi svoje strateške ciljeve, kada nastoji da uskladi proizvodne kapacitete, kapital koji je potreban kao i zaposlene i njihovu strukturu, tada ma sve mogućnosti a dosta jednostavno privede kraju prodaju kompanije ili njenog dijela.

Tržište je veoma dinamično. Na tržištu se dešavaju brojne promjene kojima se tržište ograničava ili sužava, na njemu se javljaju novi konkurenti, pojavljuju se novi zahtjevi koje kompanija nastoji da ispuni kao i ciljevi koji se namjeravaju dostići. Kao razlog restrukturiranja poduzeća mogu se pojaviti i ciljevi unapređenja prodaje, poboljšanje menadžmenta, porezi, lični ciljevi menadžmenta itd.

Ovako pomenuti ciljevi usmjereni su na realiziranje strateških ciljeva kompanije, ali i ciljeva vlasnika, menadžera, bez obzira na to da li se radi o kupovini ili o prodaji. Sve ove transakcije imaju efekte po tokove financija kompanije (Vukičević, 2006). Financijsko restrukturiranje se najčešće svodi na restrukturiranje u dijelu dugova i imovine. U tim situacijama moguće je provoditi strateške kupovine i prodaje kompanije, ili dijela kompanije, a prema određenim ciljevima poslovanja. Strateška kupovina ili prodaje obavljat se u slučaju kada jedna kompanija kupuju drugu



kompaniju ili njen dio, što ponovo treba biti u skladu sa strategijom poslovanja kompanije. Razlozi kupovine mogu da budu različiti. To mogu biti ciljevi povećanja ili samnjenja kapaciteta, može biti projena asortimana proizvodnje, tržišnog djelovanja itd.

Operativna prodaja kompanije realizira se u slučaju kada kompanija ima za cilj da ostvariti neke kratkoročne ciljeve. To može biti povećanje zarade po dionici, na primjer.

Praksa pokazuje da se brojni oblici restrukturiranja provodi i zbog pojedinačnih interesa, često interesa vlasnika kompanije. Potom, restrukturiranje se može provesti i u slučaju kada kompanija zapadne u krizu. Tada se može desiti da umjesto likvidacije ili stečaja, kompanija bude prodaja drugoj kompaniji koja će njene obaveze da preuzme, koja će uključiti u svoje poslovanje i tako ga spasiti od potpune propasti. U razvijenim zemljama preuzimanja ovog tipa su učestala i moguća, ali se ipak nešto rjeđe ostvaruju.

Ukoliko se finansijsko restrukturiranje promatra sa finansijskog aspekta, ono može biti ocijenjeno kao i svako drugo ulaganje. Točnije, može se promatrati kao odnos prinosa koji takvo ulaganje rezultira.

Prilikom provođenja postupaka finansijskog restrukturiranja važnost due dilligence posebno postaje značajna. Finansijski due dilligence ima za cilj da istražuje finansijske performanse poduzeća kako u prošlosti tako i u sadašnjosti iako je procjena mogućih ishoda poslovanja u budućnosti ono na osnovu čega se vrijednost ocjenjuje. Finansijski due dilligence određuje da li su računi kompanije koja se akvizira konzistentni, da li realna aktiva zaista postoji, potom, da li su obaveze zaista onakve kako su bilansno izražene te da li je i stanje sa porezima realno.

Bing (1996) smatra da se važnost finansijskog due dilligence prepoznaje kroz sljedeće:

- Okviri pregovaranja se efektivno pripremaju prilikom postupka merdžera i akvizicije. Točnije, efikasnije se provode procesi restrukturiranja. „Posredstvom

financijskog due diligencea percipiraju se prednosti i nedostaci poduzeća koje se akvizira odnosno koje prolazi procese restrukturiranja“ (Bing, 1996).

- Vrijednost poduzeća se povećava. Izvještaj o due diligence koji se sačinjava može da ukaže na niz aspekata poduzeća, na poslovne i financijske aspekte koji u nekim segmentima mogu da budu bolji od očekivanih. Ovakve okolnosti mogu da povećaju operativnu efikasnost.

Bez obzira na to koji je razlog za provođenje restrukturiranja poduzeća, aktivnost due diligence će podrazumijevati nekoliko koristi koje se mogu obuhvatiti kroz sljedeće funkcije (Glen, 2005.):

- Identifikacija i otkrivanje financijskih i poreskih rizika
- Analiza profitabilnosti i toka gotovine u kompaniji te pregled budućih trendova
- Pojednostavljanje i razumijevanje ciljane imovine i obaveze poduzeća, identifikacija internih kontrola, operativnog menadžmenta, strateške investicijske odluke, planovi u poslovanju itd.

Putem financijskog due dilligence percipira se i identifikuje se aktuelna financijska situacija poduzeća ali i financijska situacija koja je postojala posljednjih nekoliko godina. Također, fokus se pomjera i ka budućim očekivanim trendovima.

## **4.5.Strategijsko restrukturiranje**

Strategijsko restrukturiranje, osnova je svakog uspješnog programa restrukturiranja. Ovaj oblik restrukturiranja predstavlja promjene u postojećem portfoliju ili bizinisu kojim se organizacija bavi. Isto tako, ovaj tip restrukturiranja obuhvaća i izmjene u menadžmentu ljudskih resursa, vlasničke strukture, tehničko-tehnološke promjene te generalno promjene u bazičnom sustavu poslovanja.

Strategijsko restrukturiranje podrazumijeva i šire razmišljanje kako o postojećim tako i novim odnosima organizacije i njenog okruženja s ciljem pronalaženja učinkovitijih načina u realiziranju ciljeva koji su postavljeni.

Kada je u pitanju operativno, odnosno stratejsko restrukturiranje, ono što se u ovom slučaju restrukturiranja jest sama strategija. Suštinu ovog procesa restrukturiranja predstavlja proces formuliranja strategija što je vjerojatno i najkompleksnije pitanje i osnova samog strateškog menadžmenta. Operativno, odnosno strateško restrukturiranje vrlo je složeno i osjetljivo te postoji velika vjerojatnoća da se napravi greška. U slučaju da se menadžment fokusira samo na jedan set kriterija, poput financija, moguće je da se produciraju tri tipične greške prilikom razvoja strategije restrukturiranja i to (Day i Fahey, 1990.):

- Moguće je da se stratejske alternative podcijene. Ukoliko se to dogodi tada dolazi do rasta vjerojatnoće da stratejska alternativa ne bude prihvaćena.
- Moguće je da strategija bude precijenjena, a tada dolazi do snižavanja kriterija za izbor strategije. Ova se greška često povezuje s izraženim optimizmom kod menadžera koji nemaju realna i objektivna pokrivača.
- Strategiju je moguće i predvidjeti. To je greška koja se događa kada menadžeri prilikom formuliranja strategije učine greške. U ovom slučaju menadžeri često ne sagledaju sve alternative te tako nisu u mogućnosti da predvide onu koja je najbolja.

Prilikom provođenja ovog oblika reorganizacije važno je usmjeriti pažnju na nekoliko važnih aktivnosti poput:

- Organizacijske dijagnostike koja se odnosi na dubinsku i detaljnu analizu trenutne pozicije u kojoj se poduzeće nalazi. Prije nego se pokrene proces restrukturiranja potrebno je provesti due diligence koji će obuhvatiti analiziranje menadžmenta kao i parametara organizacije, potom tržišta, potrošača, ekonomsko i pravno okruženje, tehničko-tehnološko, financijske, ljudske resurse. Ovakva organizacijska identifikacija važna je za cijelu organizaciju, a ne samo za pojedine organizacijske dijelove. Stoga je vrlo važno da svi menadžeri poznaju profile svih organizacijskih jedinica poduzeća.

- Nakon što se ova analiza provede unutra konkretne organizacije, naredni korak jeste izrada programa restrukturiranja. On obuhvaća veći broj odluka, misije, ciljeva i politika koje poduzeće provodi, ali i strategija restrukturiranja. U ovom koraku sadržavaju se strateški i taktički koraci koje treba poduzeti na realiziranju odluka koje su određene.
- Treći korak jeste implementiranje, odnosno primjena i realizacija mjera koje su usvojene iz cjelokupnog programa restrukturiranja, ali uz obvezno kontrolu kao i povremene korekcije. Koliko je strategija bila uspješna pokazuje upravo njena implementacija.

Strategijsko restrukturiranje poduzeća prožima sve ostale tipove restrukturiranja. Proces restrukturiranja započinje kroz identifikaciju potrebe za promjenama koje se mogu poduzeti uslijed postojanja krize, kroz anticipiranje problema ili prosto kroz želju i težnju da se u budućnosti nastave poboljšanja u poslovanju organizacije. Strategijsko restrukturiranje znači promjene u kognitivnim stavovima, u postojećim shemama i modelima poslovanja. Ono treba povezivati nove strategije s ostalim oblicima restrukturiranja.

## **4.6.Uloga due diligencea u restrukturiranju poduzeća**

Ukoliko se promatraju prethodni nalazi istraživanja o ulozi, važnosti due diligence procesa, primjećuje se da je jedan od glavnih razloga u provođenju ovog procesa taj što se kroz procese due diligence spoznaje detaljno stanje poslovanja kompanije, ukazuje se na eventualne rizike koji se namjeravaju prevazići postupkom spajanja ili akvizicije ili se namjerava realizirati procesom koji neće rezultirati poslovnom kombinacijom.

„Financijski due diligence provodi se a ciljem pružanja dovoljno valjanih dokaza, podrške u procesu donošenja odluke, prilikom pregovaranja i eventualno planiranja nakon spajanja ili restrukturiranja poduzeća“ (Delloite, 2017).

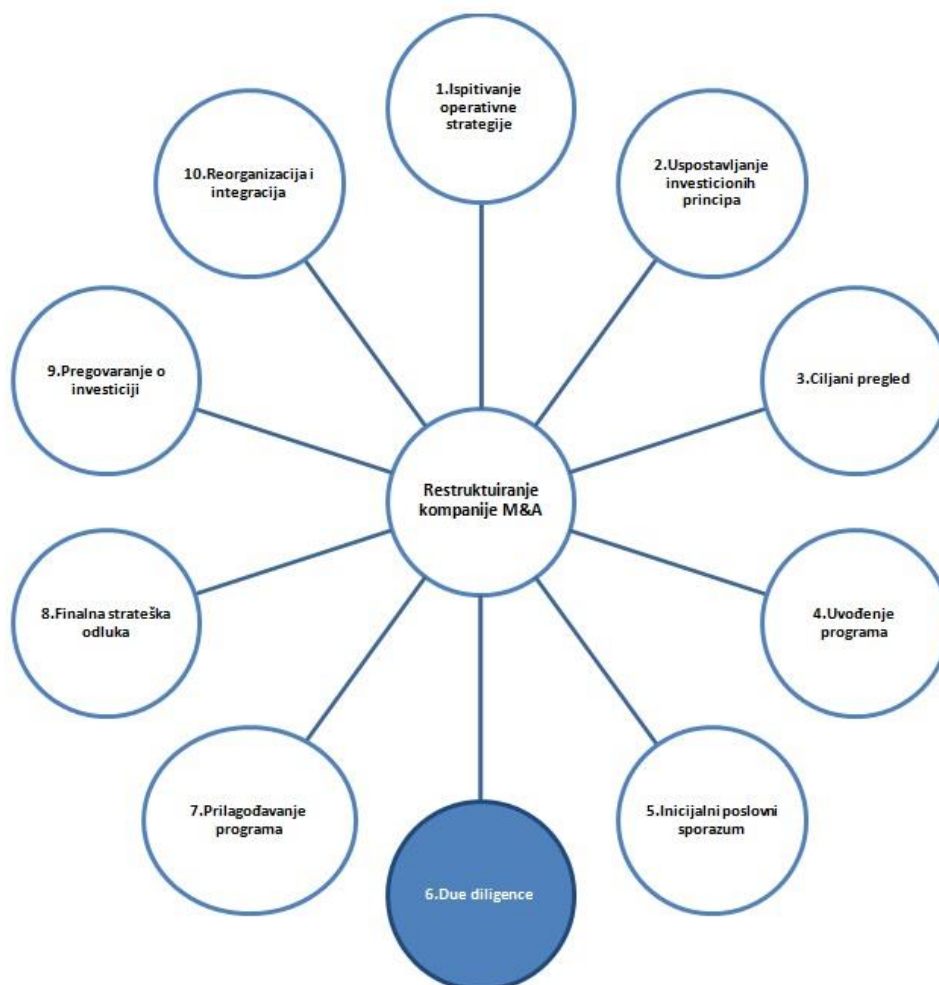
Financijski izvještaji kompanije daju određeni stepen uvida u poslovanje kompanije, ali ipak on nije dovoljan da donose ozbiljnije i detalje zaključke o

poslovanju kompanije kao i eventualnim rizicima u poslovanju. „Proces due diligence štiti kupce poduzeća koji su ujedno i naručitelji ovog posla, od kupovine nepostojeće imovine ili kupovine poduzeća koje nije onakvo kakvim ga financijski izvještaji opisuju“. (Delloite, 2017).

Due diligence proces uglavnom je razvijen zbog brojnih prevara, malverzacija koje su bile prisutne prilikom kupovine i prodaje kompanija ili prilikom nekih drugih statusnih promjena. Upravo sa ciljem da se ove transakcije uredi i da se provedu na kvalitetnim osnovama, danas se niti jedna transakcija M&A u svijetu ne provodi bez postupka due diligence. Pored toga što se ove transakcije provode u procesima M&A postupci due diligence se provode i prilikom statusnih promjena poduzeća, bez obzira na to koja je veličina kompanije u pitanju. Posebno se ovaj proces preporučuje kada se radi o kupovini kompanije koja nije obavezna da bude predmet revizije.

Slika broj 3 pokazuje položaj postupka due diligencea u procesima restrukturiranja poduzeća.

**Slika 3: Položaj due diligencea u postupcima M&A i restrukturiranja poduzeća**



Izvor: Obrada autora

Slika broj 3 pokazuje nivoe unutar kojih se provodi proces due diligencea prilikom provođenja različitih strategija statusnih promjena.

Prvi korak koji se u ovom slučaju provodi jeste aktivnost ispitivanja strategije koju kompanija namjerava da usvoji i koju želi da kroz procese M&A nastoji da dostigne. U osnovi, kompanije imaju brojne ciljeve koji ih potiču da stupaju u međusobne odnose. Često dominiraju efekti sinergije, korištenje ekonomije obujma itd.

Nakon ovih inicijalnih koraka, one kompanije koje imaju namjeru da kupe druge kompanije, razvijaju projekt te vrše skeniranje poduzeća, pokreću sporazume o kupovini kompanije. Ove aktivnosti su prezentirane na slici tačkama broj 3 do 5.

Kada se obrade odnosno kada se okončaju ove faze koje su određene kao inicijalne, tada se pristupa procesu due dilligence koji treba da pokaže opravdanost ulaska u investiciju i oji treba da pokaže da li efekt sinergije i unapređenja poslovanja zaista može biti očekivan. Faze koje slijede nakon što se okonča postupak due dilligence jesu faze finalizacije postupka M&A.

„Uloga due diligence procesa u procesu restrukturiranja poduzeća primarno je usmjerena na smanjenje neuspjeha ovih transakcija. Činjenica je da brojna poduzeća koja očekuju napredak nakon M&A ili nakon nekog drugog oblika restrukturiranja, ne uspiju u tome, odnosno ne postignu rezultate koje su očekivali“. Morrison (2008.). Ovde je korisno pomenuti istraživanje koje je provedeno od strane De Floriana (2007.). u ovom istraživanju obuhvaćeno je 277 kompanija iz SAD koja su bila pod procesima spajanja i akvizicije. Period koji je analiziran jeste od 1985. do 2000. godine. Rezultati istraživanja su pokazali da oko 64% kompanija, u prosjeku, gube na vrijednosti kada se obave i proces merdžera i akvizicije a 56% spajana i akvizicija izgubi na vrijednosti nakon perioda dvije godine. Upravo se zbog ovoga čini važnim istraživanje elemenata koji mogu da umanje rizike merdžera i akvizicija, tačnije njihovog neuspjeha, a što se upravo i postiže kroz due dilligence.

Pojedina istraživanja poput KPMG, u studiji iz 1994. godine, potom Jeffery & Herd (2004.) te Morrison (2008.) „identificirala su da je proces due diligencea, u razdoblju prije merdžera i akvizicije, ključni čimbenik koji umanjuje rizike neuspjeha merdžera i akvizicije“.

Due dilligence jeste proces putem kojeg se istražuju potencijalne investicije koje se promatraju na način da preveniraju neželjene transakcije koje mogu da donesu gubitke za sve strane koje se u ove transakcije uključuju. U osnovi, brojne se transakcije ne provedu uspješno jer se ne pristupi detaljno procesima due diligencea. One kompanije koje nastoje da uštede na vremenu i novcu, često propuste da kvalitetno provedu procese due dilligence. U takvim situacijama ne

uspjevaju da pažljivo sagledaju sve rizike koji se u procesima restrukturiranja pojavljuju, te su stoga takvi procesi često izloženi rizicima i neuspjehu (Lajoux i Elson, 2000).

„Financijski due diligence je od krucijalne važnosti u bilo kojim akvizicijama, te je utoliko zanimljivije istraživati na koji se način može koristiti prilikom vrednovanja procesa spajanja poduzeća“ (Lajoux i Elson, 2000)

Kako se primjećuje, istraživanja potvrđuju važnost procesa due dilligencea u aktivnostima restrukturiranja poduzeća. Tabelom broj 3 će se sumirano prikazati pojedina istraživanja iz ovog domena.

Autor/i	Fokus	Rezultat
Toskovic et.al (2015.)	Autori analiziraju primjenu due dilligencea u procesima restrukturiranja poduzeća koja su neuspješna u poslovanju.	Rezultati pokazuju da due dilligence ima važnu ulogu u analiziranju neuspješnih poduzeća jer se ovim putem vrši pažljivo, sustavno i sveobuhvatno istraživanje i analiziranje poslovanja poduzeća te se prikupljaju važne informacije koje su dovele do neuspjeha poduzeća, a koje mogu biti adekvatne u procesima restrukturiranja poduzeća .
Dhinga i Aggarwal (2014.)	Ispituje se korporativno restrukturiranje na primjeru poduzeća u Indiji	Rezultati pokazuju da je korporativno restrukturiranje u Indiji veoma popularno tokom dekade od 2004. do 2014. godine. U ovim procesima due dilligence ima posebnu ulogu jer daje dubinski pregled poslovanja, omogućava efektivnu komunikaciju tokom restrukturiranja, omogućava bolje procese provođenja liderstva te ubrzava integracijske procese.
Malutova (2013.)	Ispituje se uloga poslovnog restrukturiranja i poslovne performanse, te važnost due dilligencea u ovim procesima	Autor u radu ističe da je u dinamičkom okruženju važno poduzimati odgovarajuće mjere restrukturiranja poduzeća . Rezultati pokazuju da je od posebne važnosti pažljiva analiza poduzeća u čemu važnu ulogu upravo ima



		postupak due dilligencea.
Tissen i Šneidre (2011.)	U radu se ispituje osnova i važnost due dilligencea, njegov opseg i primjena. Cilj je da se ispita teorijski aspekt due dilligencea i da se razvije prijedlog za njegovu primjenu u poslovanju.	Autori potvrđuju važnost due dilligencea u procesima restrukturiranja poduzeća i zaključuju da ima veliku važnost za investitore, poslovne partnere, menadžment, vlasnike...

**Tabela 3: Uloga due dilligencea u procesima restrukturiranja poduzeća**

Izvor: Obrada autora

Rezultati istraživanja drugih autora pokazuju da due dilligence ima vrlo važnu, izraženu ulogu u procesima restrukturiranja poduzeća, te trebaju biti čimbenici od posebne važnosti u ovim poslovima, procesima i aktivnostima. Postupak i proces due dilligencea daje dubinski uvid u poslovanje poduzeća, njegove mogućnosti, te tako i ima važnu ulogu u svim procesima restrukturiranja poduzeća.

## 5. Zaključak

U središtu ovog istraživanja bila je analiza procesa due diligence i njegove uloge u procesu restrukturiranja poduzeća. Due diligence predstavlja aktivnosti istraživanja, analiziranja, dubinskog snimanja poduzeća i njenog poslovanja. Promatrano u financijskom kontekstu, due diligence predstavlja ispitivanje financijskih izvještaja i financijskih rezultata poslovanja prije nego se donesu odluke o ulasku u neke transakcije s promatranim poduzećem. Due diligence proces može se provoditi za svaki segment poslovanja, te se tako i razvijaju različiti oblici due diligencea. Ipak, u praksi se najčešće pominju i provode financijski, pravni i strateški due diligence.

Pored koncepta due diligencea u središtu ovog istraživanja bio je i koncept restrukturiranja poduzeća. Restrukturiranje predstavlja značajne promjene u poslovanju poduzeća, a te promjene su očite u financijama, strukturi organizacije, poslovnim procesima, kapacitetima poslovanja te motivaciji zaposlenih. Restrukturiranje poduzeća može se provoditi u brojnim situacijama u kojima se poduzeće nađe, poput krize u poslovanju, pripajanja ili spajanja poduzeća, njegove prodaje, uvođenja odnosno implementiranja nove strategije, pristupanje novom tržištu, u slučaju zajedničkih ulaganja, ulaska novih investitora itd. Bez obzira na razlog zbog kojeg se restrukturiranje provodi, ono podrazumijeva nekoliko faza, i to:

- Analiziranje trenutnog stanja poslovanja poduzeća čime se stiče uvid u ključne probleme i rizike s kojima se poduzeće suočava
- Definiranje načina restrukturiranja, što podrazumijeva izradu modela koji će najbolje odgovarati poduzeću
- Izrada plana restrukturiranja, što podrazumijeva izradu detaljnih koraka kroz koje se proces restrukturiranja provodi
- Implementiranje i praćenje financijskih efekata procesa restrukturiranja.

Postupak due diligencea u financijskom restrukturiranju koristan je za obje strane u postupku. Prodavaču se na ovaj način omogućava puno upoznavanje sa

stanjem poduzeća i ujedno se smanjuju eventualna iznenađenja za koja bi se kupac mogao vezati prilikom pregovora o kupovini poduzeća. S druge strane, kupac kroz postupak due diligencea stiže puni uvid u stanje i vrijednost poduzeća te donosi konačnu odluku o kupovini poduzeća.

Uzimajući u obzir dobivene rezultate istraživanja koji su rezultat pregleda literature i istraživanja drugih autora, nameće se zaključak da se procesi restrukturiranja poduzeća ne mogu provoditi uspješno bez prakse due diligencea. Due diligence često predstavlja temelj za kvalitetno provođenje bilo kojeg oblika restrukturiranja poduzeća.

Ovim je potvrđena postavljena hipoteza koja je tvrdila da su procesi due diligencea od ključne važnosti u postupcima restrukturiranja poduzeća. Neki od argumenata kojima se ova hipoteza dokazuje su sljedeći:

- Due diligence je jedan od ključnih koraka u restrukturiranju poduzeća, poput procesa M&A ili prilikom kupovine nekog poduzeća, prilikom sklapanja partnerskih sporazuma ili prilikom bilo kakvih transakcija s drugim poduzećima.
- Proces due diligencea provodi se interdisciplinarno s ciljem da se predmetno, ciljno poduzeće, što bolje analizira i procijeni kako bi se izbjegle neizvjesne situacije i eventualni sporovi kasnije.

Pored spomenutog, a u kontekstu postavljene hipoteze, važno je ukazati i na sljedeće:

- Due diligence kroz analizu poslovanja poduzeća treba utvrditi vrijednost konkretnog poduzeća, stanje njegovog poslovanja, mogućnost stvaranja zarade, ostvarenje prihoda
- Due diligence treba identificirati detalje koji trebaju biti od važnosti prilikom procesa restrukturiranja poduzeća, bez obzira na ograničenja koja se javljaju
- Putem due diligencea procjenjuju se pravni i financijski rizici reorganizacije
- Procjenjuje se vrijednost opipljive i neopipljive imovine što je također od važnosti u procesima restrukturiranja poduzeća
- Due diligence određuje, odnosno ispituje sve zakonske elemente, tj. zakonske usklađenosti poslovanja poduzeća i regulatorna ograničenja koja se u ovom slučaju javljaju, a koja su od važnosti u procesima restrukturiranja

Nakon što se postupak due diligencea provede, pristupa se izradi izvještaja o rezultatima istraživanja. Također, potrebno je da se nakon analize svih informacija determinira uticaj takvih informacija na predloženu transakciju, odnosno predloženi proces restrukturiranja.

## Popis literature

1. Adolph, G., Gillies, S., Krings, J., (2006): "Strategic Due Diligence: A Foundation for M&A Success," New York: strategy business Books, p.124.
2. Buble, M., Kulović, Đ., Kuzman, S. (2010) Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća. Sarajevo: Kemigrafika
3. Bing G. (1996) – Due Diligence Techniques and Analysis: Critical Questions for Business Decisions,(p. 96. 71-78)
4. Busby, D., (2014): What's Your Business Worth? Start with Your Profitability and Go from There; Austin Business Journal, p. 12.
5. Ceil, C., (2013): Role of Due Diligence in Mergers and Acquisition, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2294836> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2294836>
6. Cinotti, K., (2002): : Due diligence: kvantitativna i kvalitativna ocjena poduzeća, Suvremeno poduzetništvo
7. De Florian F. (2007) - The Social Side of Mergers and Acquisitions: Cooperation Relationships After Mergers and Acquisitions, DUV (p.325).
8. Delloite (2017): M&A due diligence workshop, 2017 Engineering and Construction Conference, dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/Real%20Estate/us-engineering-construction-ma-due-diligence.pdf>
9. Dhingra, D., Aggarwal, N., (2014): Corporate Restructuring in India: A Case Study of Reliance Industries Limited (RIL), Global Journal of Finance and Management, Volume 6, Number 9
10. Filipović, D. (2012) Izazovi integracijskih procesa. Zagreb: Sinergija
11. Ghaughan P. (2002) - Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Third Edition, John Wiley and Sons – University Edition (p.7-10).
12. Glen A. (2005) - The Handbook of Corporate Finance, A Business Comparison to Financial Markets Decisions and Techniques Financial Times, Prentice Hall, p.176.

13. Howson P. (2003) – Due Diligence : The Critical Stages in Mergers and Acquisitions; Oxon, GBR. Gower Publishing, Ltd
14. Howson P. (2006): : Due diligence, Masmedia, Poslovni dnevnik, Zagreb, p.145.
15. Karatović, I., Trošelj, D., (2007): : Dubinska analiza poslovanja i zaštita na radu, Sigurnost, vol. 49, br. 4,
16. Lajoux A.R, Elson C.M (2000) - The Art of M&A Due Diligence ; Navigating critical Steps and Uncovering Crucial Data ; McGraw-Hill Professional (p.53-99).
17. Lazibat, T. Baković, T., Lulić, L., (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, vol. 57, br. 1-2,
18. Legal due diligence, legal deal structuring & documentation, detaljnije na: <https://www.pwc.be/en/services/mergers-acquisitions/executing-transaction/legal-due-diligence.html>
19. Mavlutova, I., (2013): The Role of Business Restructuring in Financial Performance Enhancement, International Jurnal of Matematical Models and Methods in Applied Sciences, Issue 2
20. Nan J. M, Kinley G, Ficery K.L. (2008): Merger deal breakers: when operational due diligence exposes risk. Journal of Business Strategy
21. Orsag ,S., Gulin, D.(1996): Poslovne kombinacije , Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb
22. Orsag, S. , Poslovne financije, Zagreb, Avantis 2015.
23. Publikacija Lehman Brown, Financial Due Diligence, dostupno na: [www.lehmanbrown.com](http://www.lehmanbrown.com)
24. Rashid, A, Naeem, N., (2017): Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods, Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods
25. Restrukturiranje, dostupno na: <http://www.seecap.com/restruktuiranje.html>
26. Sherman A.J., Hart M.E. (2006), Merger & Aquisition: from A to Z, 2nd Edition, AMACOM Div American Mgmt Assn
27. Spedding, L., (2009): Due Diligence Handbook, Corporate Governance, Risk Management and Business Planning, CIMA Publishing, p.3

28. Toskovic, J., Popovic, S., Markovic, J., (2015): Analsis of financial due dilligence unsuccessful business companies in Serbia, Annals of the „Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu, Economy Series, Special Issue/2015 - Information society and sustainable development
29. Understanding the Financial Statement Audit; 3 (2013);  
[www.pwc.com/gx/en/auditservices/publications/understanding-financial-audit.jhtml](http://www.pwc.com/gx/en/auditservices/publications/understanding-financial-audit.jhtml).
30. Veršić Marušić, M., (2000): : Due diligence postupak u trgovačkim društvima, Računovodstvo, revizija i financije, br. 12, 2000, str. 119-124
31. Vukičević, M., (2006): Financije poduzeća, Golden marketing, Zagreb, str. 301.
32. Vunjak, N., (2002): Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet Subitica,
33. Wan, W. P., & Yiu, D. W. (2009). From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. Strategic Management Journal, 30,
34. Wangerin, D., (2010): M&A Due Diligence and its Consequences for Post-Acquisition Financial Statements, University of Wisconsin-Madison.
35. Woods, J., (2002) Due Diligence or Audit: It's All in a Name;  
[http://app1.hkicpa.org.hk/publications/society\\_journals/2002/2002-02/26-28.pdf](http://app1.hkicpa.org.hk/publications/society_journals/2002/2002-02/26-28.pdf).

## **Popis tablica**

Tabela 1: Okvir strateškog due dilligencea.....	16
Tabela 2: Razlika između revizije i finansijskog due dilligencea.....	29
Tabela 3: Uloga due dilligencea u procesima restrukturiranja poduzeća .....	42

## **Popis slika**

Slika 1: Razlozi za provođenje postupka due dilligencea .....	8
Slika 2: Generalne faze u postupku due diligencea.....	21
Slika 3: Položaj due diligencea u postupcima M&A i restruktuiranja poduzeća ....	40



# Životopis

Ana Barbić

## ISKUSTVO:

- srpanj 2018.-danas

Bar-Floor d.o.o Kiseljak – voditelj hotela i posrednik u prodaji nekretnina

## OBRAZOVANJE:

- studeni 2017.-danas

Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu-diplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije, smjer Analiza i poslovno planiranje

- veljača 2018. – lipanj 2018.

Fakultet ekonomije i managementa, Sveučilište u Ateni, - Erasmus+ studentska razmjena

- listopad 2012.- rujan 2017.

Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu- preddiplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije-sveučilišni prvostupnik ekonomije

- rujan 2008. –lipanj 2012.

Katolički školski centar ; Opća realna gimnazija sv.Josip, Sarajevo

## JEZICI:

- engleski C1
- francuski A2
- njemački A1

## DIGITALNE JEŠTINE :

- MS Office
- društvene mreže- Instagram, Facebook, Twitter, LinkedIn

•Cavna –izrada prezentacija, letaka...