

ULOGA, ZNAČAJ I SADRŽAJ DUBINSKOG SNIMANJA

Krstičević, Jeni

Professional thesis / Završni specijalistički

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:790856>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-19**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Ekonomski fakultet u Osijeku
Poslijediplomski specijalistički studij Računovodstvo, revizija i analiza

Jeni Krstičević

ULOGA, ZNAČAJ I SADRŽAJ DUBINSKOG SNIMANJA

Završni rad poslijediplomskog specijalističkog studija

Osijek, godina 2020.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku
Poslijediplomski specijalistički studij Računovodstvo, revizija i analiza

Jeni Krstičević

ULOGA, ZNAČAJ I SADRŽAJ DUBINSKOG SNIMANJA

Završni rad poslijediplomskog specijalističkog studija

JMBG: 1109973368007

e-mail: jeni.krsticevic@efos.hr

Mentor: izv.prof.dr.sc. Ivo Mijoč

Osijek, 2020. godina

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Faculty of Economics in Osijek
Postgraduate Specialist Study Accounting, assurance and analysis

Jeni Krstičević

**THE ROLE, IMPORTANCE AND SCOPE
OF DUE DILIGENCE**

Postgraduate final paper

Osijek, year 2020.

IZJAVA

O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je specijalistički rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska.
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studentice: Jeni Krstičević

JMBAG: 1109973368007

OIB: 04565144651

e-mail za kontakt: jeni.krsticevic@efos.hr

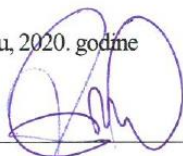
Naziv studija: PSS Računovodstvo, revizija i analiza

Naslov rada: Uloga, značaj i sadržaj dubinskog snimanja

Mentor rada: izv.prof.dr.sc. Ivo Mijoč

U Osijeku, 2020. godine

Potpis



Uloga, značaj i sadržaj dubinskog snimanja

SAŽETAK

Dubinsko snimanje (eng. due diligence) je postupak kojim se provjeravaju različiti aspekti predmeta dubinskog snimanja, najčešće poslovanja, radi spoznaje potrebnih informacija i dobivanja pouzdanja u prezentirane informacije.

Dubinsko snimanje je postupak koji ima zadanu metodologiju otkrivanja, obrade i provjere informacija, a započinje pripremom liste pitanja i pripremom zahtjeva za dostavu dokumentaciju, dok završava izvješćem čija je uporaba višestruka: predstavlja temelj za izračune, analize i donošenje odluka, predstavlja temelj za pripremu pravnih akata i koristi se kao dobra podloga u radu managementa.

Svrha ovog rada je prezentirati područja koja dubinsko snimanje obuhvaća, utvrditi što je predmet dubinskog snimanja i koje vrste informacija se postupkom dubinskog snimanja prikupljaju.

Potreba za dubinskim snimanjem javlja se uobičajeno uslijed postupka stjecanja (akvizicija) ili investiranja, javnih ponuda ili promjena managementa ili restrukturiranja.

Metodologija rada temelji se na procjeni rizika, te obuhvaća različita područja koja omogućavaju dubinsko razumijevanje predmeta preuzimanja, kao što su razumijevanje ključnih pokretača prihoda u prošlosti, načina ostvarenog EBITDA u prošlim godinama, daje odgovor na pitanje da li je vrijednost neto imovine precijenjena ili podcijenjena, te o drugim bitnim pojavama i transakcijama o kojim je potrebno voditi računa.

Dubinsko snimanje obavlja multidisciplinarni tim savjetnika, jer su i znanja koja su potrebna pokrivaju različita područja.

Ključna područja koja se istražuju kroz postupak dubinskog snimanja su povijest i vlasništvo, management i organizacija, financijske informacije, tržište, konkurencija i kupci, proizvodni proces, nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna imovina, obveze po zajmovima i kreditima, radni kapital i porezi, te svojim opsegom predstavlja preduvjet djelotvorne integracije.

Ključne riječi: dubinsko snimanje, financijsko dubinsko snimanje, preuzimanja i pripajanja

The role, significance and content of due diligence

ABSTRACT

Due diligence is a process by which various aspects of the subject of due diligence, most commonly business, are being checked to find the information you need and to gain confidence in the information presented.

Due diligence is a process that has a given methodology of detection, processing and control of information, and begins by preparing the list of questions and requests for document delivery. It ends with a report which has multiple purposes: it represents the basis for calculations, analysis, and decision-making; it is the basis for the preparation of legal acts and it is used as a good basis for the management board decision making process.

The purpose of this paper is to present the areas covered by due diligence; to determine what is the subject of due diligence and what type of information is gathered during due diligence process.

The need for due diligence usually arises as a result of an acquisition or investment process, public offers, changes in management or restructuring.

The working methodology is based on risk assessment, and covers different areas that enable in-depth understanding of the subject of takeover; such as understanding the key drivers of revenue in the past, how was EBITDA realised in previous years, provides an answer to the question whether the value of the net assets is over- or undervalued, and which are other relevant occurrences and transactions.

Due diligence is performed by a multidisciplinary team of consultants, because the knowledge needed is covered by different areas.

Key areas explored through the due diligence process are history and ownership, management and organization, financial information, market, competition and customers, manufacturing process, real estate, plant, equipment and intangible assets, loan and borrowing liabilities, working capital and taxes. With its scope it is a prerequisite for effective integration.

Key words: due diligence, financial due diligence, acquisitions and mergers

SADRŽAJ

1. UVOD	1
2. TEORIJSKA PODLOGA I PRETHODNA ISTRAŽIVANJA.....	2
2.1. Definicija dubinskog snimanja	2
2.2. Ciljevi i namjena dubinskog snimanja	5
2.2.1. Stjecanje (akvizicija) ili investiranje	9
2.2.2. Javna ponuda	13
2.2.3. Promjena managementa ili restrukturiranje	15
2.3. Ključni faktori uspješnosti akvizicija	16
3. METODOLOGIJA RADA.....	21
3.1. Procjena rizika i metodologija dubinskog snimanja	21
3.2. Vrste informacija i područja dubinskog snimanja	24
3.3. Vrste dubinskog snimanja	28
4. OPIS ISTRAŽIVANJA I REZULTATI ISTRAŽIVANJA	32
4.1. Povijest i vlasništvo	36
4.2. Management i organizacija	38
4.3. Financijske informacije	41
4.4. Tržište, konkurencija i kupci	44
4.5. Proizvodni proces	46
4.6. Nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna imovina	48
4.7. Obveze po zajmovima i kreditima.....	51
4.8. Radni kapital	51

SADRŽAJ

4.9. Porezi.....	52
4.10. Poslovni planovi	53
4.11. Elementi zaključka financijskog dubinskog snimanja	55
5. RASPRAVA.....	57
6. ZAKLJUČAK	63
7. LITERATURA.....	66

Popis tablica

Tablica 1 Glavna područja dubinskog snimanja	29
Tablica 2 Pregled razlika između revizije financijskih izvještaja i FDD	34
Tablica 3 Lista zahtjeva za informacijama – Povijest i vlasništvo	38
Tablica 4 Lista zahtjeva za informacijama – Management i organizacija.....	40
Tablica 5 Lista zahtjeva za informacijama – Računovodstvo i temeljni dokumenti	44
Tablica 6 Lista zahtjeva za informacijama – Tržište i kupci.....	46
Tablica 7 Lista zahtjeva za informacijama – Proizvodni proces.....	48
Tablica 8 Lista zahtjeva za informacijama – Nekretnine i imovina	50
Tablica 9 Lista zahtjeva za informacijama – Zajmovi	51
Tablica 10 Lista zahtjeva za informacijama – Radni kapital	52
Tablica 11 Lista zahtjeva za informacijama – Porezi	53
Tablica 12 Lista zahtjeva za informacijama – Sustav izvještavanja i sustav interne kontrole ...	55

1. UVOD

Dubinsko snimanje (eng. due diligence) je postupak kojim se provjeravaju različiti aspekti predmeta dubinskog snimanja, najčešće poslovanja radi spoznaje potrebnih informacija i dobivanja pouzdanja u prezentirane informacije. Dubinsko snimanje je postupak koji ima zadanu metodologiju otkrivanja, obrade i provjere informacija, a započinje pripremom liste pitanja i pripremom zahtjeva za dostavu dokumentaciju, dok završava izvješćem čija je uporaba višestruka: predstavlja temelj za izračune, analize i donošenje odluka, predstavlja temelj za pripremu pravnih akata i koristi se kao dobra podloga u radu managementa.

Iako se u normalnim okolnostima dubinskim snimanjem detaljnije analiziraju i praktički potvrđuju prethodno prezentirane informacije u zahtjevnom, opsežnom a time i skupom postupku, njegova je uloga nezaobilazna, jer se svaka poslovna odluka nužno mora biti potkrepljena, ako ne i temeljiti se na detaljnim i provjerenim informacijama.

U globaliziranom svijetu stjecanje otkrivanje tajni i spoznaja čine se još težim. Zato je potrebno postupak dubinskog snimanja povjeriti stručnjacima sa kojima je taj posao lakše upravljiv i troškovno učinkovitiji.

Dubinsko se snimanje koristi najčešće u postupcima stjecanja (akvizicija) ili investiranja, neovisno o načinu tog stjecanja.

Svrha ovog rada je prezentirati područja koja dubinsko snimanje obuhvaća, utvrditi što je predmet dubinskog snimanja i koje vrste informacija se postupkom dubinskog snimanja prikupljaju.

Dubinsko snimanje ne bavi se samo prikupljanjem informacija, već te prikupljene informacije kritički sagledava u odnosu na ciljeve projekta, kako bi u konačnici omogućio procjenu rizika, najčešće vezano o odluci o stjecanju ili investiranju.

Poseban interes u radu biti će usmjeren na ocjenu upotrebljivosti seta informacija prikupljenih i obrađenih u postupku financijskog dubinskog snimanja.

2. TEORIJSKA PODLOGA I PRETHODNA ISTRAŽIVANJA

2.1. Definicija dubinskog snimanja

Pravni okviru za definiciju dubinskog snimanja dali su u svom djelu Alexandra Reed Lajoux i Charles M. Elson¹. Tako navode da prema Rimskom pravu postoje dva koncepta dubinskog snimanja (*diligentia* – marljivost) i to *diligentia quam suis rebus* (pažnja koju posvećuje neprofesionalna osoba ispitivanju svojih poslova) i *diligentia exactissima* ili *diligentia boni patrisfamilia* (posebna pažnja ili pažnja dobrog gospodara).

Anglosaksonsko pravo razlikuje tri tipa dubinskog snimanja i to opće ili redovno, povećano, neuobičajeno ili izvanredno, te smanjeno ili slabije koje obavlja osoba s manje nego uobičajenom pažnjom ili uopće bez ikakve pažnje pri svom razmatranju.

Američki sudovi razvili su više nego kompleksnu hijerarhiju pažnje koja se posvećuje u (dubinskim) snimanjima:

- Smanjena pažnja
- Opća pažnja
- Redovna pažnja
- Razumna pažnja
- Prikladna pažnja
- Izvanredna pažnja
- Povećana pažnja
- Najviši mogući stupanj pažnje
- Krajnja pažnja.

Razmatrajući razinu pažnje koju je moguće posvetiti u pregledu poslovanja, prema važećoj pravnoj praksi ukazuje da se kod dubinskog snimanja radi o redovna pažnja sa pojedinim značajnim izuzecima. S druge strane, prema Rimskom pravu, ukoliko interes obiju strana nije identična, zahtjeva se izvanredna pažnja.

¹ Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson: The art of M&A, Due diligence - Navigating critical steps an uncovering crucial data

U SAD termin dubinskog snimanja označava opću dužnost pažljivog ispitivanja bilo koje transakcije.

Poseban termin koji se u kontekstu dubinskog snimanja za potrebe izdavanja dužničkih ili vlasničkih papira u SAD spominje jest materijalnost, koja zahtjeva da se kroz postupak dubinskog snimanja istaknu sve materijalno značajne informacije, kako to nalaže Securities and Exchange Commission (SEC). U tom kontekstu materijalno znači značajno.

Područje koje je posebno potrebno analizirati je sustav interne kontrole sukladno Sarbanes-Oxley Act, a koje se odnosi na javna društva (društva čiji vlasnički ili dužnički vrijednosni papiri kotiraju na uređenim tržištima), za razliku od privatnih kompanija.

Dubinsko snimanje je proces pretraživanja i istraživanja koji se obavlja na sistematičan način s ciljem spoznaje i otkrivanja značajnih elemenata predmeta stjecanja koji će omogućiti usporedbu s očekivanim rezultatima svih zainteresiranih strana u postupku zbog kojeg se dubinsko snimanje obavlja. Iako prethodno pojašnjenje ne pretendira biti definicija dubinskog snimanja, u pomanjkanju iste, potrebno je istaknuti ključne elemente dubinskog snimanja koji ga karakteriziraju i omeđuju, a to su:

- Identifikacija pitanja vezanih uz postavljen izračun cijene
- Identifikaciju rizika i postavljanje zahtjeva za njihovu kompenzaciju
- Sustavni proces pretraživanja, ispitivanja i istraživanja
- Mjerenje potencijalnih sinergijskih efekata i
- Mogućnost realizacije tih sinergijskih efekata (management, zaposlenici i organizacijska kultura).

Dubinsko snimanje Wiliam M. Crilly and Anders Sherman² definiraju kao proces u kojem pojedinac ili organizacija traži dostatne informacije o poslovnom entitetu kako bi postigao informiranu prosudbu kao i njegovu vrijednost za specifičnu svrhu. Istraživanje kroz dubinsko snimanje može uključivati i detaljnu reviziju. No, redovna revizija ne predstavlja dubinsko snimanje, jer je dubinsko snimanje puno širi pojam od revizije po slijedećim elementima:

² Wiliam M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010

- Istraživanje kroz dubinsko snimanje je više usredotočeno na budući profitni potencijal entiteta, dok je revizija primarno orijentirana na utvrđivanje financijskog stanja entiteta na povijesni datum
- U situaciji potencijalnog preuzimatelja, istraživanje kroz dubinsko snimanje posvetiti će puno veću pozornost na projekciju načina na koji će dvije organizacije operativno funkcionirati zajedno, te dodatno projekciju anticipiranih financijskih koristi.

Dubinsko snimanje je uobičajeno podijeljeno na dva zasebna tima i to:

- Financijskog i strateškog, koje uobičajeno vode kupčevi revizori i management
- Pravnog, koji provode kupčevi savjetnici.

Prema autorima, poslovno (financijsko i strateško) dubinsko snimanje usredotočeno je na strateška i financijska pitanja u transakciji, kao što je potvrda povijesnih financijskih informacija prezentiranih od strane prodavatelja, integraciju ljudskih i financijskih resursa u objema kompanijama, potvrdu operativnih, proizvodnih i distribucijskih sinergija i ekonomija razmjera koji koja se treba postići preuzimanjem, te davanje informacija potrebnih za financiranje transakcija. Pravno dubinsko snimanje usredotočuje se na potencijalne pravne pronalaskе i probleme koji predstavljati prepreke transakciji, kao i uputu kako dokumenti o transakciji trebaju biti strukturirani.

Ono što je bitno napomenuti da ne postoji niti može biti definirana razina do koje je istraživanja u dubinskom snimanju potrebno obavljati i uvelike ovisi o svrsi obavljanja dubinskog snimanja. Dubinsko snimanje nije samo proces, već i test da li određeni faktori koji podržavaju dogovor i čine ih privlačnim, su realni ili ne. Prikladno dubinsko snimanje, prema autoru, je i znanost i umjetnost, a temelji se na znanju:

- Gdje gledati?
- Što pitati?
- Koga pitati?
- Tko treba pitati?
- Kako testirati odgovore?
- Koje alate koristiti?

Umjetnost dubinskog snimanja obuhvaća:

- Razumijevanje kako izdvojiti ključne informacije od osoba ili iz situacije
- Razumjeti ciljeve obiju strana i postaviti temelj transakcije
- Prepoznati ključne prepreke i rizike
- Identificirati zašto bi informacije mogle biti izostavljene ili krivotvorene
- Ciljati prikladne izvore za otkrivanje informacija.

Znanost dubinskog snimanja obuhvaća:

- Napraviti domaću zadaću
- Biti spreman i dobro organiziran
- Biti precizan u svojim zahtjevima
- Biti konzistentan u traženju istine
- Ne prihvaćati prvi odgovor kao krajnji odgovor.

Osim dubinskog snimanja društva koje je predmet preuzimanja, dubinsko snimanje može biti obavljeno i za transakciju.

Prezentacija rezultata zbog usporedbe s očekivanim rezultatima omogućuje potencijalnom kupcu (akviziteru, stjecatelju) ili investitoru da utvrdi da li ono što namjerava kupiti ili u što namjerava investirati odgovara njegovim očekivanjima u svakom pogledu.

Iako se uvijek provlači teza da dubinska snimanja traju predugo i koštaju previše, te da „dobar ugovor može sve riješiti“, ipak je jeftinije rizik eliminirati u trenutku sklapanja ugovora, a ne kroz naknadni sudski spor, koji je uvijek dugog trajanja, skup i na posljetku, neizvjestan.

2.2. Ciljevi i namjena dubinskog snimanja

Analizirajući situacije koje zahtijevaju provođenje dubinskog snimanja, Wiliam M. Crilly and Anders Sherman³ navode da se dubinsko snimanje provodi u različitim situacijama i to od strane:

- Tvrtke koja razmatra potencijalno preuzimanje
- Investicijskog bankara koji razmatra potpisivanje javne ponude vrijednosnica ili promoviranje zatvorenih ponuda

³ Wiliam M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010

- Bankara koji razmatra odobravanje kredita
- Privatnih ulagača koji razmatraju investiciju
- Odvjetnika koji pripremaju ponudu ili prijedlog pripajanja za klijenta
- Procjenitelja koji je angažiran da procjeni vrijednost poslovne jedinice
- Brokera koji nudi kompaniju na prodaju
- Revizorskog društva u kombinaciji s izvršenom revizijom na zahtjev potencijalnog kupca ili kao potpora u javnoj ponudi vrijednosnica
- Analitičara tržišta kapitala koji se priprema za davanje preporuka za kupovinu, zadržavanje ili prodaju javnih vrijednosnica.

Prema Gordonu Bingu⁴, kada se govori o namjeni dubinskog snimanja, onda se pored standardnih namjena, ističe kako je dubinsko snimanje ili njegova metodologija potrební općenito u proučavanju i analizi posla, te kao preglednijoj podlozi za odlučivanje. Vezano uz pitanje korisnika dubinskog snimanja, autor jasno naglašava da su to:

- Korporativni investitori i njihovi timovi koji *moraju* obaviti dubinsko snimanje kako bi sveobuhvatno procijenili i financijske i nefinancijske aspekte
- Posrednici, kao što su brokeri i investicijski bankari, moraju obaviti dubinsko snimanje kako bi brzo i prikladno razumjeli posao koji predstavljaju ili su odabrali za preuzimanje, restrukturiranje ili refinanciranje
- Kreditne institucije i njihovi kreditni referenti moraju postaviti temeljna pitanja dubinskog snimanja kako bi prikladno procijenili kreditne zahtjeve, posebno u zanemarenim nefinancijskim područjima
- Poslovni procjenitelji moraju biti kadri braniti svoje procjene sa prikladnim dubinskim snimanjem svih značajnih aspekata posla kojeg procjenjuju
- Poduzetnici s rizičnim kapitalom moraju biti sposobni sistematski analizirati nove ponuđene pothvate korištenjem dubinskog snimanja
- Korporacijski pravnici moraju pripremiti razuman savjet i predmet temeljen na njihovom znanju o klijentovom poslovanju kojeg su upoznali kroz dubinsko snimanje

⁴ Gordon Bing: Due diligence - Techniques and Analysis

- Računovođe moraju imati potpuno razumijevanje svih aspekata posla, financijskih i nefinancijskih, kako bi pripremili ispravne financijske izvještaje i izvješća, zbog čega obavljaju dubinska snimanja za njihove klijente
- Manageri i direktori izvršavaju svoje dužnosti bolje ukoliko znaju postaviti prava pitanja jer oni mogu procijeniti kvalitetu i opseg dubinske analize koju su obavili oni koji ga izvještavaju
- Novoangažirani manageri i direktori mogu skratiti krivulju učenja zamjenom svog upoznavanja sa pitanjima koja pripadaju procesu dubinskog snimanja
- Studenti koji mogu dobiti bolji pogled u poslovanje o kojem uče postavljajući relevantna pitanja.

Razmatrajući zašto se dubinska snimanja uopće rade, Wiliam M. Crilly and Anders Sherman⁵, navodi:

- Nedostatne financijske podatke o izvedbi (prema iskustvu autora najčešći razlog)
- Preuzimanja i pripajanja (prema iskustvu autora 15%-20%)
- Polužni otkup (Leveraged Buyouts, LBO)
- Javnu ponuda vrijednosnica
- Odobravanje bančnih kredita
- Zatvorena ponuda
- Osiguravajuća društva koja ulažu korporativne vrijednosnice
- Sarbanes – Oxley Act je propis koji od tvrtki zahtjeva puno veću pažnju, a time i dubinska snimanja.

Vezano uz polužni otkup u kontekstu dubinskog snimanja, zanimljivo je napomenuti da polužni otkup predstavlja agresivni oblik stjecanja u kojem se koristi visoka razina zaduživanja tvrtke koja se stječe kako bi se opravdao trošak stjecanja, pri čemu se imovina stečene kompanije nerijetko koristi i kao kolateral za zajmove, kao i imovina stjecatelja (kao što su udjeli u stečenoj tvrtki). Na taj način stjecatelj ima nizak rizik ulaganja, nema potrebu ispravka vrijednosti ulaganja, a istovremeno mu je omogućeno zaračunavanje visokih kamata kojima se maksimizira povrat ulaganja financiran najvećim dijelom kreditom. Krediti znaju predstavljati preko 90% ukupne strukture financiranja, čak i 100%. Ponovo, već spomenuti KKR, Bain & Co. i Merrill

⁵ Wiliam M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010

Lynch 2006. godine na ovaj su način stekli HCA (Hospital Corporation of America) za koji su platili preko 33 milijarde dolara. Zbog agresivne i vrlo nestabilne strukture financiranja kompanije koja se stječe, nerijetko su LBO-evi uzrokovali i stečaje. U uvjetima stečaja u cilju zaštite od odgovornosti, kvaliteta dubinskog snimanja vrlo je važna.

Donošenje Sarbanes-Oxley Act koji je nastao kao posljedica skandala u Enronu i kasnijim događajima koji su slijedili, kao i kreditna kriza promijenili su praksu dubinskih snimanja. Tako su u dubinskim provjere usklađenosti postale nezaobilazne, a provjere usklađenosti postale su prilagođene pojedinim vrstama industrija kao i posebnim vrstama transakcija koje nisu preuzimanje ili spajanje.

Preuzimanja i spajanja obavljaju se zbog nekih specifičnih ciljeva, koji se mogu povezivati sa bilo kojim elementom koji kompanija posjeduje ili u konačnici sa tržišnim udjelom. Upravo je iz tih razloga i postavljen cijeli set zakona koji reguliraju slobodu tržišnog nadmetanja. Dubinsko snimanje, osim što obuhvaća pregled tih elemenata, tijekom dubinskog snimanja ocjenjuje i kompatibilnost kompanije i njenih elemenata sa ciljem investicije odnosno sa ciljevima zbog kojeg se preuzimanja i započinju.

Vezano uz prepoznavanje specifičnih ciljeva, William M. Crilly i Anders Sherman povezuju postojanje specifičnih ciljeva sa tipom industrije u kojoj posluje predmet akvizicije i za koji provodi dubinsko snimanje, ali i vrsti ciljeva zbog kojih se provodi dubinsko snimanje, kao što su:

- pokretanje zajedničkog poslovanja ili strateških savezništava,
- sklapanje sporazuma o tehnološkom licenciranju
- sklapanje ugovora o prodaji ili distribuciji.

Dubinsko snimanje može se obavljati i od strane prodavatelja (vendor due diligence), za razliku od kupčevog dubinskog snimanja (buyer due diligence). Tko obavlja dubinsko snimanje je bitan detalj u pravnom smislu jer ukoliko prodavatelj obavlja dubinsko snimanje na određeni način „garantira“ kupcu da ne postoje skrivene mane u entitetu koji se prodaje ili koji je predmet dubinskog snimanja.

O očekivanjima i razlozima za ulazak u aktivnosti stjecanja i preuzimanja, prema istraživanju revizorske tvrtke Deloitte iz 2019. godine⁶, najčešći razlozi su privatnih ulagača su:

- strategija unapređenja prihoda (20%, u odnosu na 18% iz 2018. godine)
- strategija rasta (22%, u odnosu na 18% iz 2018. godine)
- poboljšanje tehnologije (14%, u odnosu na 17% iz 2018. godine).

Mjereći indikatore uspješnosti za praćenje uspješnosti stjecanja, prema istraživanju revizorske tvrtke PWC⁷ navedene su dvije grupe pokazatelja uspješnosti koje je važno mjeriti nakon postupka stjecanja i to:

1. pokazatelji uspješnosti stjecanja povezani s prihodima:
 - rast prihoda (95% važnosti u 2016. godini)
 - unakrsna prodaja (92% važnosti u 2016. godini)
 - prodaja novih proizvoda kao rezultat transakcije (92% važnosti u 2016. godini)
 - povećanje tržišnog udjela (85% važnosti u 2016. godini)
2. pokazatelji uspješnosti stjecanja povezani s troškovima:
 - uštede troškova zbog integracije (96% važnosti u 2016. godini)
 - troškovi integracije (95% važnosti u 2016. godini)
 - ciljano smanjenje broja zaposlenih (94% važnosti u 2016. godini)
 - smanjenje općih, administrativnih i troškova prodaje (86% važnosti u 2016. godini).

Najvažnija primjena dubinskog snimanja opisana je u nastavku.

2.2.1. Stjecanje (akvizicija) ili investiranje

Dubinsko snimanje najčešće se koristi u okviru postupka stjecanja ili investiranja i to iz razloga jer postupak stjecanja ili investiranja podrazumijeva ulaganje značajnih sredstava poglavito opterećenih nekakvim financijskim očekivanjima. Sredstva koja se osiguravaju za stjecanje ili investiranje mogu biti posuđena ili vlastita, no u oba slučaja financijska očekivanja postoje, ili u

⁶ The state of the deal, M&A trends 2019, www.deloitte.com

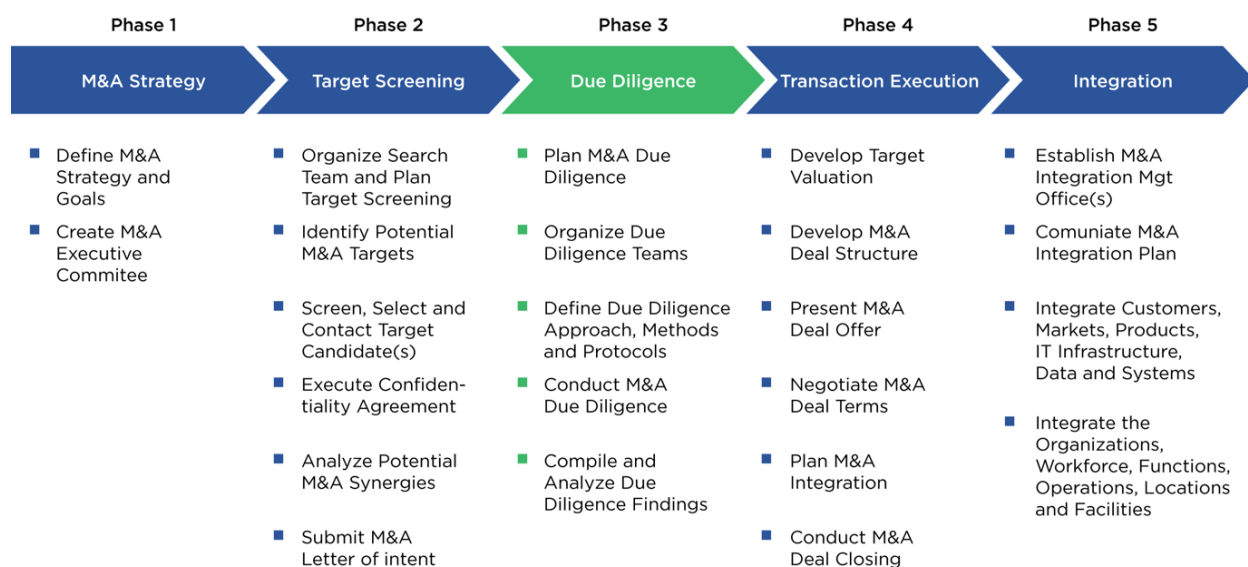
⁷ M&A Integration, Choreographing greats performance PwC, 2017, www.pwc.com/us/deals

vidu kamata ili u vidu premije na rizik za uložena sredstva. Sam proces stjecanja ili investiranja obuhvaća:

- Fazu bazne analize, sustavne pretrage i odabira ciljeva
- Fazu nacрта uvjeta investiranja i dubinsko snimanje
- Fazu pregovore o prodaji i kupnji, te zaključenje ugovora
- Fazu integracije i realizacije zadanih ciljeva

Procesni položaj dubinskog snimanja unutar postupka stjecanja (akvizicija) ili investiranja prikazan je kako slijedi:

Due Diligence Phase of M&A Transaction



Slika 1 Položaj dubinskog snimanja u postupku stjecanja (akvizicije) ili investiranja

www.dealroom.net

Profesionalni ulagači svoje prilike za investiranje pronalaze sustavnim pretraživanjem kojem prethodi definicija cilja investiranja. Definiranje ciljeva ovisi o prvotnoj procjeni prilika, rizika i očekivanih povrata na ulaganja. Tako je moguće da se politika ulaganja disperzira između pojedinih sektora (prehrambeno-prerađivački, informatičke tehnologije, maloprodaja specijalizirana itd.), između regija (CEE – srednja i istočna Europa, Latinska Amerika i itd.), visini investicija (npr. ne manje od 3 milijuna EUR i ne više od 10 milijuna EUR) i drugim slično segmentiranim ciljevima.

Ukoliko odabrani ciljevi odnosno potencijalna investicija želi novog investicijskog partnera ili želi promjenu vlasništva (prihvaća neobvezujuće ili obvezujuće pismo namjere, engl. Letter of Intent – LoI), tada se ulazi u fazu pripreme nacrtu sporazuma u kojem je dogovorena formula za utvrđivanje cijene, ali su ključni parametri još uvijek otvoreni jer se oni potvrđuju tek nakon dovršenog postupka dubinskog snimanja.

Kako cijena, a time i visina potrebnog ulaganja ovisi o rezultatima dubinskog snimanja, efekt rada savjetnika u procesu dubinskog snimanja donosi mjerljivu i važnu ulogu u samom procesu. Naravno, da zbog takvih očekivanja rezultati dubinskog snimanja uvijek idu u korist one strane koja je savjetnike angažirala.

Važno je razumjeti da zbog interesa koji pogoni savjetnike dubinskog snimanja, njihovi nalazi moraju odstupati od rezultata revizora, čija je uloga da procjeni realnu i objektivnu, odnosno istinitu i fer sliku uspješnosti i položaja društva, dok je uloga savjetnika u postupku dubinskog snimanja da utvrde maksimalni rizik ili maksimalno umanjeње neto imovine, operativne dobiti ili drugog pokazatelja bitnog za utvrđivanje cijene, odnosno visine potrebnog ulaganja.

Dodatno, razlika se može odnositi i na različite (računovodstvene) principe primijenjene u radu kao polazište za utvrđivanje zadanih parametara, te se i s temelja te činjenice konačni rezultati mogu značajno razlikovati.

Kada govorimo o dubinskom snimanju, ono može biti organizirano na način da savjetnike angažira kupac ili da savjetnike angažira prodavatelj. Tko angažira savjetnike, osim zbog podmićenja troškova i nezaobilaznog pitanja povjerenja, bitno je i sa pravnog stajališta, jer ukoliko se naknadno, nakon stjecanja ili obavljene investicije, uoče mane, onda je za njih „odgovorniji“ onaj koji je imao pravo obavljanja dubinskog snimanja.

Iako su stjecanja ili investiranje vrlo rizična i učestalo završavaju neuspjehom, neophodne su iz niza razloga. Uspješnost poslovanja tvrtke temelji se, između ostalog, na realizaciji zadanih ciljeva, prije svega operativne dobiti, visine prihoda, rezultata poslovanja i slično. Stjecanjem ili investiranjem, ti se ciljevi postižu činom stjecanja i konsolidacijom (ili pripajanjem), odnosno rezultati se zbrajaju i nije potrebno čekati na dugi, a vjerojatno i spori, ali sigurniji rast organskim putem.

Također, i dioničarima je bitno da tvrtka brzo raste jer cijena formirana na burzi nerijetko je vezana uz operativnu dobit koju management postiže, pri čemu je kontinuirani rast, standard kojem svi teže. Akvizicijama i pripajanjima (M&A, engl. Mergers & Acquisitions) se postiže zarada na razlici parametara tržišne kapitalizacije, te ukoliko su tvrtke kupljene za vrijednost manju nego je ona po kojoj su na tržištu vrednovani preuzimatelji, imatelji dionica preuzimatelja ostvaruje zarada na porastu cijene dionica zbog činjenice same akvizicije.

Upravo zbog stalnog pritiska na porast svih ekonomskih pokazatelja, akvizicije su nezaobilazne, vode ka koncentraciji tržišta i kao glavni zaštitni mehanizam u svoje središte postavljaju dubinsko snimanje.

Ipak, ključni razlog za stjecanje putem akvizicija ili investiranje jest strateški razlog koji leži u poboljšanju položaja stjecatelja na tržištu, učvršćivanju postojećeg ili izmjeni poslovnog modela ili nekom drugom razlogu, zbog kojeg stjecanje nije pod pritiskom povrata uloženog na kratak rok, već se upravo zbog ostvarenja strateških ciljeva, sinergijski ili neki drugi efekti postižu refleksijom na poslovanje stjecatelja. Upravo takva stjecanja i takva ulaganja su uvijek uspješnija, osiguravaju relaksiranije pregovore između strana, nemaju pritiska na management kompanije koja se stekla i ne temelje se na krhkim financijskim modelima na kojima počiva akvizicija ili investicija.

I u tom slučaju neophodno je dubinsko snimanje, jer osim kondicije društva i otkrivanja skrivenih rizika, u fokus dubinskog snimanja ulaze i druga područja zbog kojih je akvizicija ili investicija interesantna, kao što je pitanje raspoloživih ljudskih potencijala, managementa, informatičkih tehnologija, tehničkih i tehnoloških kapaciteta, intelektualnog vlasništva, tržišnog položaja i drugih aspekata koji mogu biti razlog stjecanja ili investiranja, a što u postupku dubinskog snimanja za sobom vuče i angažman kvalificiranih savjetnika upravo za ta pitanja.

Dakle, „kosturi iz ormara“ u kontekstu dubinskog snimanja, postaju element za pregovore i postizanje bolje cijene ili niže razine ulaganja, odnosno jamstvom za kompenzaciju potencijalnog gubitka ili realizacije otkrivenog rizika.

Pitanje akvizicije ili investiranja, gotovo redovito predstavljaju područje privatnih ili zatvorenih transakcija između „slobodnih“ pravnih ili fizičkih osoba, za razliku od javnih ponuda čije su specifičnosti pojašnjene u poglavlju 2.2.2. dolje.

2.2.2. Javna ponuda

U javnim nadmetanjima postupak dubinskog snimanja različit je od privatnih ili zatvorenih transakcija. Ukoliko se radi o neželjenom ili neprijateljskom preuzimanju, suradnja će biti minimalna, a informacije slabo dostupne.

Uobičajeno se podaci za koje se ocjeni da mogu biti prezentirani pripremaju u „dana room“-u ili sobi s podacima, koja može biti u stvarna soba sa fizički pripremljenim dokumentima (obično kopijama) ili virtualna odnosno elektronska na nekom „share-pointu“ ili elektronskoj lokaciji kojoj se može pristupiti ukoliko imate lozinku za ulaz.

Dodatno ono što je u postupku dubinskog snimanja vrlo bitno istaknuti jest potreba zaštite povjerljivih informacija.

Naime, u postupak dubinskog snimanja ulaze zapravo konkurenti. Na nerazvijenim tržištima, stvari se učestalo uzimaju „zdravo za gotovo“, te ono što posjeduju ne smatraju potrebnim zaštititi, kako u dijelu dostupnosti financijskih podataka, tako niti u dijelu drugih bitnih informacija, posebice ugovora sa ključnim kupcima.

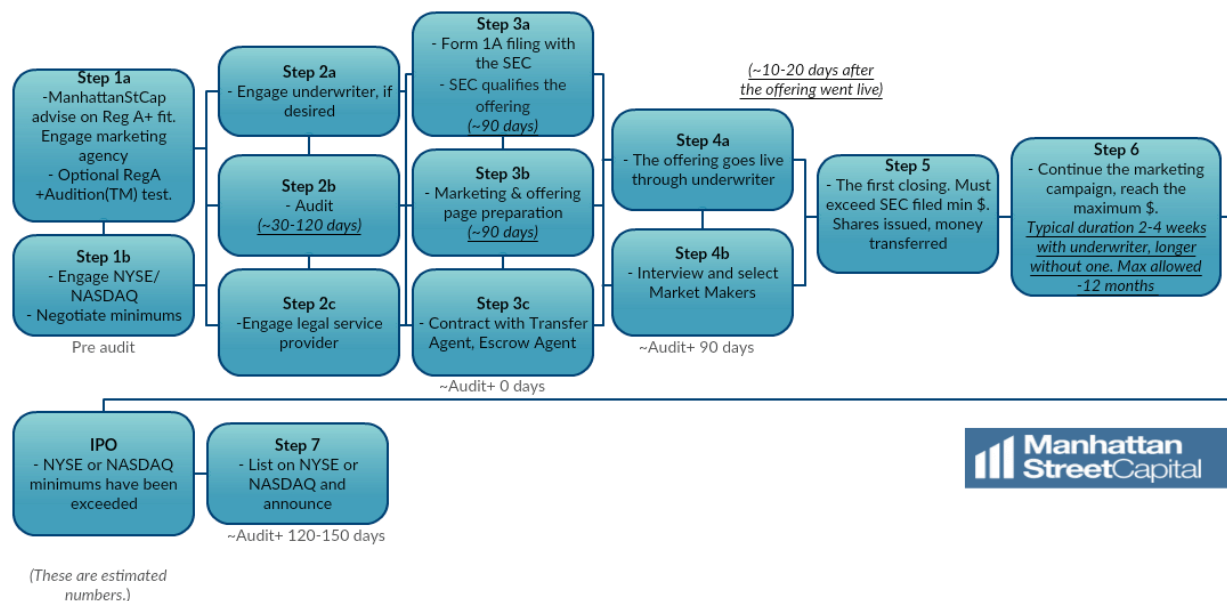
U ne tako davnoj hrvatskoj gospodarskoj povijesti, često smo bili svjedoci da su tvrtke koje je Republika Hrvatska kao vlasnik prodavala, nakon postupka dubinskog snimanja kupovine ostvarili gubitke tržišnih udjela, osobito ukoliko privatizacija ne bi uspjela.

U postupku dubinskog snimanja od 5 zainteresiranih, u najboljem slučaju 1 je kupac, a 4 su konkurenta. Upravo je zato za prodavatelja vrlo bitno, prije dopuštanja dubinskog snimanja, definirati područja koja nije dopušteno pregledavati, odnosno područja koja se smatraju poslovnom tajnom, jer bi njihovom spoznajom, u uvjetima odustanka od posla, po društvo, koje je predmet stjecanja ili investiranja, mogla nastati šteta. Najčešće se te tajne odnose na očuvanje tržišnog položaja (uvjeti po kojim je sklopljen ugovor sa ključnim kupcima, dobavljačima, zaposlenicima i dr.), ili neki drugi specifični element (recept, formula, tehnološki proces, kontrolinški alat i slično).

Iako u Republici Hrvatskoj je pojam poslovne tajne zakonski reguliran kroz Zakon o zaštiti tajnosti podataka, Zakon o tajnosti podataka, Zakonom o pravu na pristup informacijama, Zakonom o provedbi Opće uredbe o zaštiti podataka i drugi, područje nedopuštenog nije u

korelaciji sa zakonskim okruženjem, nego tržišnim i koncentriran je na zaštitu interesa kompanija u slučaju neuspješnog stjecanja ili investiranja.

Osim, javnih ponuda za prodaju s objavljenom javnom prodajom udjela postojećih dioničara, javna ponuda se može odnositi i na postupak prikupljanja novih, svježih sredstava ili putem javnog poziva na financiranje kroz strukturirane oblike dugova ili javnim pozivom na upis dionica kroz postupak dokapitalizacije. U oba slučaja radi se o društvima koja su društva od javnog interesa, koja kotiraju na burzi, odnosno čiji dužnički ili vlasnički vrijednosti papiri kotiraju na tržištu, te je u tom slučaju i javnost podataka, odnosno pitanje transparentnosti informacija sasvim drukčije uređena. Informacije su dostupne, potpune i pouzdane, a svi potencijalni rizici su javno prezentirani, naravno, ponovo na način koji ne onemogućava otkrivanje poslovne tajne.



Slika 2 Položaj dubinskog snimanja u postupku javne ponude

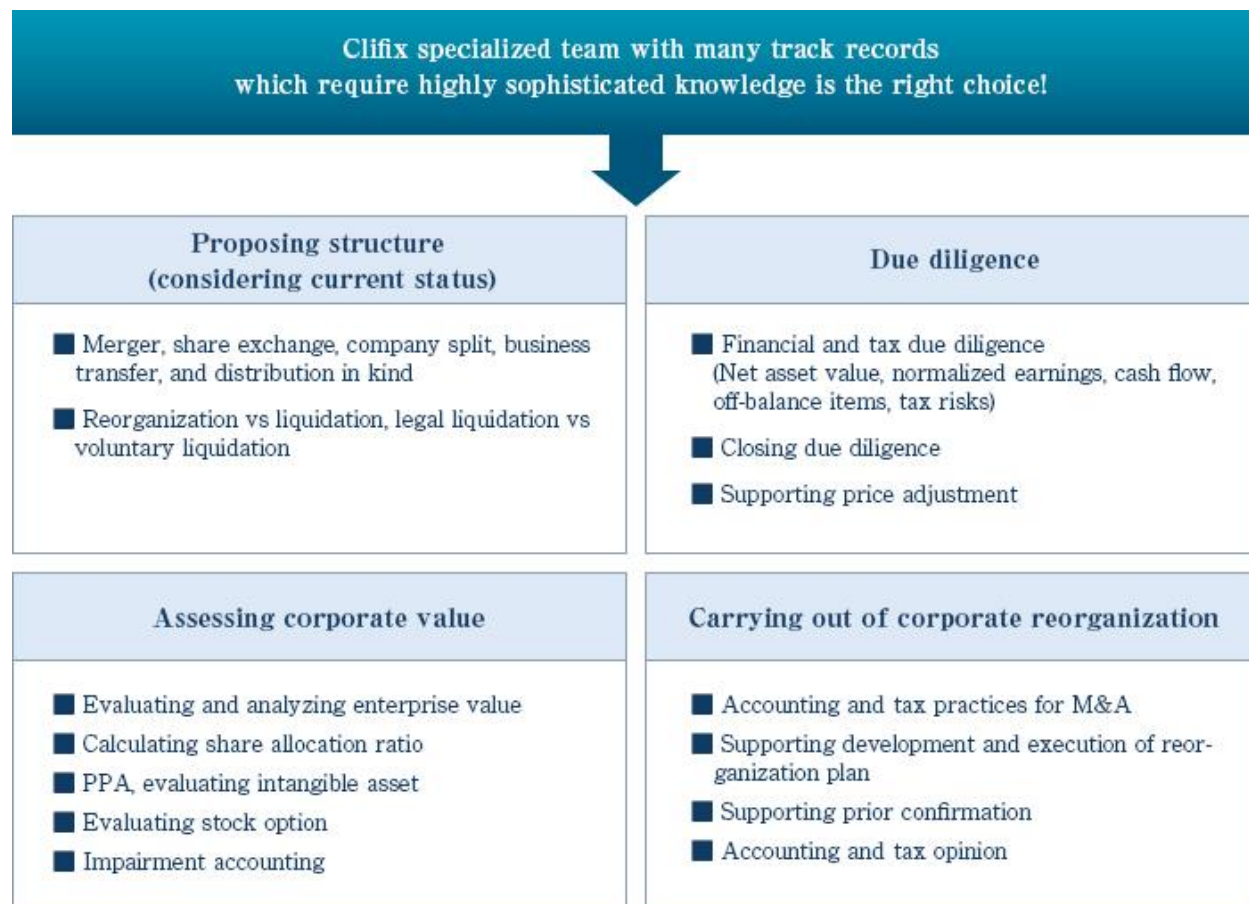
www.manhattanstreetcapital.com

Ipak, s obzirom na značajan element javnosti koja je temeljena na dobrovoljnom uvrštenju na tržište kapitala, za potrebe javne ponude, svi rizici i prezentirani podaci su vrlo detaljni i opsežni, budući da je izrada prospekta u biti izrada ciljani izvještaj za buduće ulagače.

2.2.3. Promjena managementa ili restrukturiranje

Promjena managementa događa se najčešće ili zbog nezadovoljstva ili želje za promjenom postojeće vlasničke strukture ili izmjene vlasničke strukture, pa i putem prethodno spomenutog s stjecanja (akviziranja) i investiranja.

Položaj dubinskog snimanja u postupku promjene managementa ili restrukturiranja prikazan je kako slijedi:



Slika 3 Položaj dubinskog snimanja u postupku promjene managementa ili restrukturiranju

www.clifix.or.jp

Razmatrajući postupak dubinskog snimanja zbog akvizicija odnosno investiranja, potrebno je ponovo spomenuti razdoblje koje dolazi nakon dovršenog stjecanja, razdoblje realizacije postavljenih ciljeva i integracije, na koju se obično zaboravi jer je „posao stjecanja gotov“. Dubinsko snimanje je nakon zaključenja ugovora, odnosno stjecanja, ponovno potreban i to zbog postavljanja plana poslovanja koji će osigurati da stjecanje opravda uložena sredstva.

Obično proces integracije obavljanju drugi zaposlenici, odnosno novi management. Novi management svoju spoznaju načina poslovanja, uspostavljenog procesa, raspoloživih kapaciteta, rizika, šansi, snaga i slabosti i svih ostalih potrebnih informacija stječe ponovo korištenjem rezultata dubinskog snimanja, na temelju kojeg donosi poslovni plan, uz suglasnost vlasničke strukture.

Ukoliko se dubinsko snimanje nije već obavljalo zbog prethodno dogovorene akvizicije ili investiranja, svaka promjena managementa trebala bi zahtijevati dubinsko snimanje. To je u tom slučaju postupak koji novom managementu daje priliku obaviti sustavni pregled (da ne kažemo sistematski pregled) društva ponovo s ciljem spoznaje načina poslovanja, procesa, kapaciteta i ostalih informacija potrebnih za postavljanje plana poslovanja za koji će biti odgovoran. U praksi se taj postupak nerijetko naziva i „clean start“ jer managementu omogućuje čistu početnu poziciju i jasno mjerenje uspješnosti razdoblja upravljanja. Iako se dubinsko snimanje u kontekstu akvizicije ili investiranja smatra opsežnim, zahtjevnim i skupim procesom, u odnosu na obavljanje istog posla raspoloživim, „in house“ kapacitetima, gdje je nezaobilazno pitanje povjerenja, stručnosti i raspoloživosti takvih kapaciteta, predstavlja ipak puno efikasniji i pouzdaniji upravljački alat.

2.3. Ključni faktori uspješnosti akvizicija

Razmatrajući neke od povijesnih primjera najvećih neuspjelih stjecanja, uvijek se razmatra razina potrebnog ispravka vrijednosti koji je slijedio nakon dogovorenog stjecanja („deal“-a). Tako je Hewlett-Packard nakon stjecanja Autonomy, softverske tvrtke iz Velike Britanije 2011. godine zbog neuspjele integracije rezultirao ispravkom od čak 8.8 milijardi \$. Management Hewlett-Packarda tvrdio je da je tvrtka Autonomy bila preplaćena. Godinu dana ranije, 2010. Hewlett-Packard kupio je tvrtku Palm, koja je proizvodila mobilne uređaje, ali u trenutku preuzimanja njihov je operativni sustav bio zastario, a hardver jeftin, te je u Hewlett-Packardu su kroz vrijeme svedeni na jedan projekt. U tim uvjetima, ukupna kupoprodajna cijena praktički ponovo završava na otpisu.

Također u sektoru IT-a AOL (America Online) poznati davatelj pristupa kupio je tvrtku Time Warner za 164 milijarde \$. U roku od 18 mjeseci tvrtka je priznala gubitak od 99 milijardi \$, a

ukupna vrijednost tvrtke pala je sa 226 na 20 milijardi \$. Slični situacija dogodila se i 2007. godine, kada je Microsoft kupio tvrtku za digitalni marketing aQuantive po cijeni od 6.3 milijarde \$ uz premiju od 85% na temelju predviđanja da će online oglašavanje biti nova propulzivna industrija. U 2009. godini Microsoft je aQuantive (nakon pripajanja postala je podružnica) za 530 milijuna \$.

Preuzimanje Chryslera od strane Daimlera dogovoreno je za 39 milijardi \$ (doduše zamjenom dionica), da bi u 2007. godini Chrysler prodan za 7 milijardi \$. Dvije godine nakon novi vlasnik Chryslera, podnio je zahtjev za stečaj. Zanimljivo je da je Chrysler od kraja 70-ih stalno bio blizu ili preko ruba bankrota, tako da su najstabilnije godine praktički bile kada je njime upravljao Lido „Lee“ Iacocca. Ipak, u tom je razdoblju ta industrija bila propulzivna, kao što je danas informatička odnosno IT, no u oba slučaja kriterij uspjeha su dobar management i dobar proizvod.

Ipak u svim ovim procjenama, posebice IT industrije važno je pojasniti da se tehnološke tvrtke brzo nastaju, brzo rastu i jednako brzo zastarijevaju, tako da je pitanje da li su akvizicije i ulaganja koja u konačnici rezultiraju otpisima i dalje neophodni da mi matična tvrtka nastavlja živjeti. Zato se izraz neuspjeha treba sagledati u razlici između otpisa vrijednosti „precijenjene“ akvizicije ili investicije i oportunitetnog troška samostalnog ulaganja u tu tehnologiju. Nadalje, činom pripajanja akvizicije, razlika između fer vrijednosti neto imovine stečene pripajanjem i troška stjecanja priznaje se (ukoliko zadovoljava uvjete) kao goodwill.

U financijskim izvještajima taj goodwill se testira na umanjenje i to na način da se rast prihvaća po značajno konzervativnijim stopama rasta nego što to pojedine industrije trebaju. No, također je istina da IT industrija u određenim segmentima značajno manje profitabilna od onoga što su ti segmenti postizali u klasičnom poslovanju.

Ipak, za sve ostale slučajeve važno je zaključiti da su svi oni odreda propustili posvetiti dužnu pažnju transakciji preuzimanja.

Važnost pažnje u poslu pripajanja i preuzimanja, naglašava Timothy J. Galpin⁸ u svom djelu koji se najkraće sažima u krilatici „Buyer Beware“, odnosno „Pazi kupče“. Upravo zato naglašava da ključ uspjeha kod pripajanja i preuzimanja upravo integracija koja slijedi nakon dovršenog

⁸ Timothy J. Galpin: The complete guide to mergers and acquisitions - Process tools to support M&A integration at every level, 2014

postupka, te o njoj ovisi da li će biti postignuti financijski i stratejski rezultati, odnosno da li će u efikasno i brzo biti uspostavljena nova organizacija koja ispunjava očekivane rezultate. Pri tom drži je obavljanje dubinskog snimanja preduvjet djelotvorne integracije.

Da bi proces integracije koji slijedi nakon pripajanja i preuzimanja bio djelotvoran, u područja koja obuhvaća dubinsko snimanje, osim usklađenosti sa Sarbanes-Okley Act, autor navodi i:

- Dubinsko snimanje strateških faktora rizika pripajanja
- Dubinsko snimanje organizacijske kulture
- Dubinsko snimanje ljudskog kapitala

Postupak dubinskog snimanja ima za cilj prikupiti podatke poslovnim planovima, imovini, organizaciji, te o ljudskim potencijalima kako bi se pripremili za postupak integracije o kojem ovisi uspjeh pripajanja i preuzimanja. Primjeri podataka koji su neophodni za pripremu integracije, a koji se kroz postupak dubinskog snimanja prikupljaju jesu:

I. Prikupljanje podataka o tekućem stanju

Prikupljanje relevantne dokumentacije i ostalih informacija omogućava prikladno razumijevanje postojeće organizacije, a prikupljaju se npr. slijedeće informacije:

- Postojeći operativni planovi i strateški smjerovi
- Postojeći dugoročni planovi
- Budžeti
- Postojeće lokacije i broj ljudi
- Oprema (prostor, troškovi, lokacija, adresa)
- Organizacijska shema
- Mapa procesa na visokoj razini (npr. tko donosi ključne odluke i kako, ulazi u proces i izlazi iz procesa, organizacijska međuovisnost i dr.)

II. Organizacijska pozadina

Organizacijska pozadina koja bi se trebala spoznati tijekom prva dva tjedna procesa planiranja obuhvaća slijedeće spoznaje:

- Što su ključni pokretači posla?

- Koji su ključni elementi poslovnog plana?
- Koji problemi i prepreke će imati utjecaja na izvršenja u organizaciji?
- Da li se od informacijskog sustava zahtjeva funkcionalnost i da li ona postoji?
- Da li postoje ciljevi izvršenja i mjerenje izvršenog učinka?
- Kako je mjerenje učinka povezano s nagradama i poticajima?
- Kako su osoblje i hijerarhijske jedinice povezane međusobno i kako međusobno isporučuju svoje usluge?
- Koja se razina konsenzusa ili autonomije uobičajeno očekuje u formuliranju odluka?
- Koja je razina politika, pravila i procedura propisana i formalna umjesto fleksibilna?
- Da li zaposlenici prihvaćaju i razumiju relevantne politike i procedure?
- Da li zaposlenici prihvaćaju i razumiju kulturu, vrijednosti i vodstvo?

Sva ova pitanja upućuju na potrebu razumijevanja elemenata na kojima počiva poslovni model i kompaktnosti same organizacije i njenoj posvećenosti učinkovitosti funkcioniranja. Organizacije čiji zaposlenici prihvaćaju i razumiju kulturu, vrijednosti i vodstvo, primjenjuju akte i odvažni su i fleksibilni u svojoj posvećenosti učinkovitosti. Na taj način organizacija je održiva i kompetitivna u odnosu na svoju konkurenciju.

Kada se promatra kroz prizmu uspješnosti dubinskog snimanja, te izbjegavanja negativnih posljedica utjecaja na poslovanje stjecatelja, potrebno je sagledati i razloge koji se označavaju kao uzročnici neprovođenja transakcija preuzimanja i spajanja. Naime, osim potreba razvoja ili rasta temeljnog posla kojim se tvrtka bavi, ulaganja su dijelom motivirana i ostvarivanjem dobiti na razlici kupoprodaje udjela. Prema istraživanju revizorske tvrtke Deloitte, kao najvažniji razlozi (pokretači) koji otežavaju završetak ulaganja⁹ označavaju slijedeći pokretači:

- Nemogućnost postizanja očekivane vrijednosti (37%)
- Nemogućnost postizanja prihvatljivih uvjeta dogovora (28%)
- Promjene u vanjskom tržištu (54%)
- Nemogućnost osiguranja financiranja (22%)
- Promjena u korporativnom menadžmentu/strategiji (36%)
- Neočekivani pronalasci dubinskog snimanja (19%)

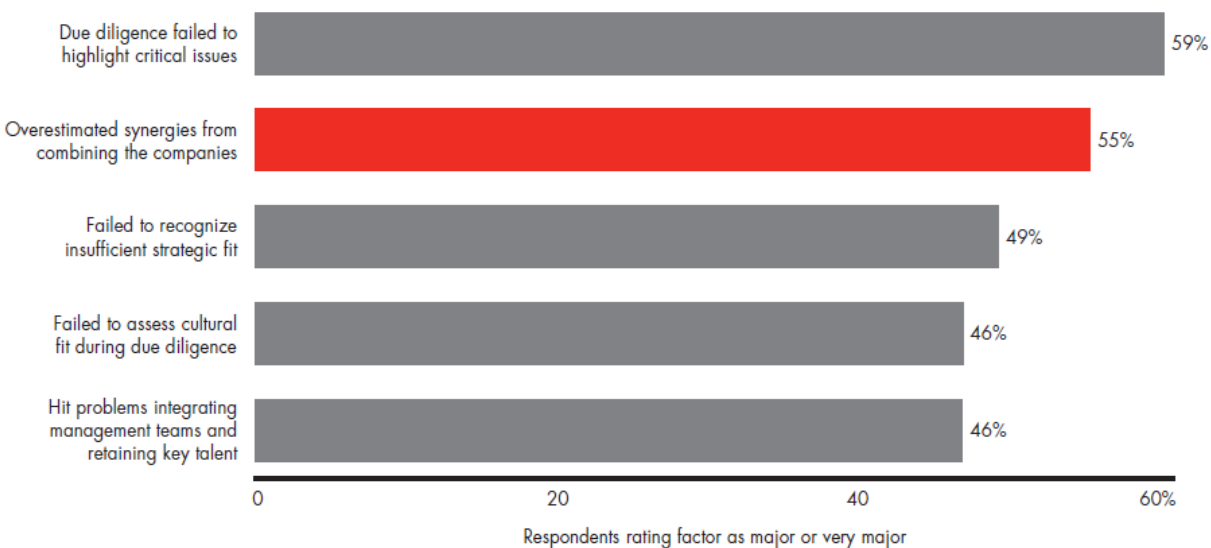
⁹ Deloitte, M&A, Iti s time for a break? How to maximise divestment success, London, 2017. www.deloitte.com

- Promjene u rezultatima operativnog poslovanja (24%)
- Razrješenje kompleksnosti u poslovanju (19%)

Od svih nabrojanih razloga, očekivana vrijednost, dijelom i uvjeti dogovora, pronalasci, rezultati poslovanja i kompleksnost u poslovanju pet od osam razloga za nemogućnost ostvarenje prodaja, kao izlazne varijante iz ulaganja moguće je otkriti odnosno pod predstavlja rezultat dubinskog snimanja.

Analizirajući istraživanja vezana uz uspješnost ili neuspješnost postupka preuzimanja, investiranja ili restrukturiranja kao ključni faktori navode se upravo neprepoznavanje kritičnih izazova tijekom dubinskog snimanja, precijenjenost sinergijskog učinka, neprepoznavanje strateške neusklađenosti, neuspješna procjena kulturne usklađenosti tijekom dubinskog snimanja i problemi s integracijom managementa, ključnog osoblja i talenata. Dakle, više je nego evidentno da je zadatak dubinskog snimanja prepoznati ne samo karakteristike kompanije koja je predmet dubinskog snimanja, već i njenu usklađenost sa stjecateljem ili očekivanjem managementa.

Top five root causes of deal disappointments or difficulties



Note: Percentage of respondents who rated root causes as major or very major on a scale of 1 to 5

Source: Survey of 352 executives in North America, Europe and Asia, conducted by the Economist Intelligence Unit on behalf of Bain & Company, 2012

Slika 4 Istraživanje ključnih faktora neuspjeha (Bain& Company, 2012. godina)

3. METODOLOGIJA RADA

3.1. Procjena rizika i metodologija dubinskog snimanja

Peter Howson¹⁰ pripremu samog postupka dubinskog snimanja promatra počevši od postupka koji prethodni dubinskom snimanju. Naime, kako je i poznato dubinska snimanja ovisno o dubini njihovih istraživanja su opsežan, zahtjevan i skup postupak. Stoga razmatrajući rizike, a potom i metodologiju dubinskog snimanja, autor navodi set posebnih pitanja koja prethode samom provođenju dubinskog snimanja, gledajući ih iz perspektive preuzimanja i pripajanja. Tako drži da su temeljna pitanja, koliko god zvučala banalno neophodna i preveniraju moguće gubljenje vremena, novca i energije. Ta pitanja su:

- Što je poslovna strategija stjecatelja?
- Kako se akvizicije uklapaju u poslovnu strategiju stjecatelja?
- Da li se kompanija koja se namjerava steći uklapa u strategiju?
- Da li smo pripremili dostatan plan koji prethodni stjecanju?

Postavljanje prethodnih pitanja bitno je da bi se u konačnici definirao poseban cilj koji se stjecanjem želi postići, te da bi se samo dubinsko snimanje prilagodilo toj činjenici, posebno o područjima koja će se istraživati, razini pažnje koju je potrebno posvetiti mekim područjima kao što su kultura i management, te koje se sinergije i iz kojih područja očekuju, da li je definirana kupoprodaja cijena (način izračuna) i slična pitanja koja omogućavaju efikasno i smisleno obavljanje dubinskog snimanja.

Prema Alexandri Reed Lajoux and Charles M. Elson¹¹, sama metodologija dubinskog snimanja razmatrajući faze dubinskog snimanja (planiranje, procjena rizika, pregled i analiza i zaključci) te institute implementirane u sam postupak (pismo o preuzimanju obveze, materijalnost/značajnost, sustav interne kontrole) kao i tehnologija obavljanja posla (popisna lista, virtualna soba s podacima (VDR) vrlo je slična dijelu metodologije revizije koja je opisana i sadržana u Međunarodnim revizijskim standardima.

¹⁰ Peter Howson: Checklist for due diligence, 2008

¹¹ Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson: The art of M&A, Due diligence - Navigating critical steps an uncovering crucial data

Razmatrajući rizike koji utječu na uspješnost akvizicije, Jason A. Scharfman¹² govori o operativnom riziku i uspoređuju ga sa operativnim dubinskim snimanjem, također govori o razlici između operativnog dubinskog snimanja i operativnog management portfolio kompanija, te o samom procesu operativnog dubinskog snimanja.

Operativni rizik autor prevodi kao poslovni ili organizacijski rizik. Sa operativnim rizikom je povezano i upravljanje s operativnim rizikom (ORM). Ciljevi ORM-a su zaštititi ljude, opremu i resurse, postižući njihovo najučinkovitije korištenje. Kategorije operativnog rizika mogu biti različite, a zajedničke kategorije operativnih rizika privatnog kapitala su:

- Kontrola novca
- Obrada životnog ciklusa trgovine (trade life cycle processing)
- Procjene
- Transparentnost i izvješćivanje o fondovima
- Upravljanje likvidnošću
- Tehnologija i sistem
- Pravno okruženje i usklađenost
- Nadzor nad drugima
- Kvaliteta i uloga pružatelja usluga
- Neograničenost poslovanja i oporavak od katastrofe

Specificirani zajednički rizici opći rizici koje najčešće povezuju sa operativnim rizikom. Da bi se pravovremeno sagledali operativni rizici potrebno je obaviti operativno dubinsko snimanje koje se sastoji od prikupljanja podataka i analize prikupljenih podataka kako bi se utvrdio iznos operativnog rizika koji je prisutan kod pojedinog fonda privatnog kapitala. Treći dio operativnog dubinskog snimanja odnosi se na postupak monitoringa.

Operativno dubinsko snimanje usmjereno je najznačajnije na otkrivanje prevara. Zanimljivo je da operativni rizik, i s njim povezana rizična ulaganja i prevare najviše zamjeraju fondovima privatnog kapitala za koje drže da imaju karakteristike casino kapitalizma ili karakteristike lutrije, a njihov utjecaj Franz Muntefering, bivši vicekancelar Njemačke naziva „skakavcima“, te

¹² Jason A. Scharfman: Private equity operational - Due diligence tools to evaluate liquidity, valuations and documentations, 2012

je svojevremeno javno objavio popis takvih tvrtki a koje uključuju i tvrtke kao što su Carlyle, Goldman Sachs, KKR i Deutsche Bank.

Prema Gordonu Bingu¹³, indikatori koji smanjuju procjenu rizika su stabilni i dokazani management, revidirani financijski izvještaji sa kratkim, lako razumljivim bilješkama, konzistentne zarade kroz dulje vremensko razdoblje, mali broj ovisnih društava, organizacijskih jedinica ili zajedničkih poduhvata, snažna marketinška pozicija, nepostojanje materijalno značajnih sporova, neposjedovanje nekretnina ili poslova sa potencijalnim okolišnim problemima, zarada koja proizlazi iz temeljnog poslovanja, disperzija kupaca, nepostojanje nematerijalne imovine, zanemarivi međukompanijski odnosi, izostanak prekinutog poslovanja ili restrukturiranja, nepostojanje ili zanemarivi izvanredni prihodi i troškovi, snažne interne kontrole, nekoliko i lako dostupnih lokacija na kojima se posluje.

Metode ispitivanja su intervjui (interviews), pregled dokumentacije (document study), inspekcija na licu mjesta (on-site inspection) i drugo.

Tehnologija rada dubinskog snimanja prikazana je kako slijedi:

Slide template to present your CDD Project Plan



¹³ Gordon Bing: Due diligence - Techniques and Analysis

3.2. Vrste informacija i područja dubinskog snimanja

Dubinsko snimanje nužno obuhvaća informacije čije bi odavanje pogoršalo i otežalo nastavak poslovanja predmeta stjecanja, ukoliko se stjecanje ne dogodi. Kako bi se pravno zaštitili od prenošenja informacija, ali i od zlouporabe stečenih informacija, potencijalnim stjecateljima ili investitorima priprema se sporazum o povjerljivosti (NDA, engl. „Non-disclosure agreement“).

James F. Grebey promatra postupak dubinskog snimanja u kontekstu pripajanja i preuzimanja, te pojašnjava postupak koji prethodni obavljanju dubinskog snimanja, kao i produktu dubinskog snimanja. Uobičajeno se dubinsko snimanje obavlja kada se tvrtka prodaje, te je stoga posebno bitno odrediti razinu informacija koja nije dostupna za pregled. Naime, kako dubinsko snimanje obavlja više potencijalnih kupaca, pa i konkurenata društva, razina potrebnih informacija priprema se unaprijed i sistematizira po područjima i priprema za pregled. U engleskom se pripremljene podaci dostupni potencijalnim investitorima odnosno stjecateljima naziva „soba s podacima“ koja je u zadnje vrijeme virtualna (engleski, VDR – Virtual Data Room).

Kako dubinsko snimanje podrazumijeva spoznaju niza poslovnih tajni, odnosno onih koji nisu ograničeni za uvid, prije obavljanja dubinskog snimanja potpisuje se „ugovor o povjerljivosti“ (engleski, Nondisclosure Agreement), koji ugovorno štiti davatelja informacija od kasnijeg iznošenja poslovnih tajni koje je saznao u postupku dubinskog snimanja.

Da bi investitor odnosno potencijalni stjecatelj uopće procijenio da li je zainteresiran za stjecanje druge kompanije dostupni su mu određeni financijski i drugi podaci na temelju kojih sastavlja svoje preliminarne procjene. Ukoliko se radi o kupcima iz iste branše ili investitorima koji dobro poznaju poslovni model i mogu postaviti očekivanja iz budućeg poslovanja, dubinsko snimanje služi kako bi se potvrdile pretpostavke uzete u procjeni troška stjecanja, odnosno kupoprodajne cijene. Nerijetko se čak trošak stjecanja unaprijed utvrđuje kao formula izračuna, koja obuhvaća strukturiranje same transakcije, model isplate kupoprodajne cijene, te indikativna vrijednost, koja nakon obavljenog dubinskog snimanja postaje i točna vrijednost. Prema autoru produkt rada dubinskog snimanja je izvješće o procjeni ili procjena (Assessment Report).

Ipak pitanje razine informacija koje će biti omogućene stjecatelju ili investitoru je početna točka koja određuje da li će razina dostupnih informacija biti dostatna za dogovor ili će se od dogovora odustati.

Kako je smisao cijelog rada usmjeren na analizu položaja i značaja financijskog dubinskog snimanja, u nastavku će veća važnost biti usmjerena upravo na taj segment.

Kao što smo već naglasili dubinsko se snimanje razlikuje od revizije, te budući da društva koja su predmet

Proces dubinskog snimanja prema Alexandri Reed Lajoux and Charlesu M. Elson¹⁴ obuhvaćaju slijedeće faze:

1. Pregled financijskog, operativnog i pravnog dubinskog snimanja
2. Uvid u financijske izvještaje, koji obuhvaća pregled sustava interne kontrole, u dijelu financijskog izvješćivanja, poslovanje i usklađenost s pravnom regulativom
3. Pregled operativnog poslovanja i upravljačkog modela, koja obuhvaća i dva nova područja: rješavanje sukoba i poslovnu kulturu
4. Pregled usklađenosti s pravnom regulativom, koji obuhvaćaju i rizik sudskih sporova koji mogu nastati.

Prema Gordonu Bingu¹⁵, područja za pregled u dubinskom snimanju su:

1. Opis poslovnog modela i osnovne informacije
2. Važna prethodna pitanja
3. Struktura kapitala i vlasništvo
4. Management
5. Proizvodi i usluge
6. RD i tehnologija
7. Nekretnine i oprema
8. Tržište, konkurencija i kupci
9. Marketing
10. Cjenovna politika
11. Oglašavanje i odnosi s javnošću
12. Proizvoda
13. Nabava

¹⁴ Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson: The art of M&A, Due diligence - Navigating critical steps an uncovering crucial data

¹⁵ Gordon Bing: Due diligence - Techniques and Analysis

14. Ljudski potencijali
15. Korporativna kultura
16. Pravni okvir
17. Informacijski sustav
18. Budžet i planiranje
19. Osiguranje i vezivanje
20. Zaštita okoliša
21. Dugovi i odnosi s bankama
22. Investicije i upravljanje novcem
23. Porezi
24. Opća računovodstvena pitanja
25. Računovodstvene politike
26. Novac
27. Računi i bilješke potraživanja
28. Zalihe
29. Stalna i ostala imovina
30. Obveze
31. Nepriznati i priznati prihodi
32. Trošak nabavne vrijednosti i troškovi prodaje i administrativni troškovi
33. Transakcije s povezanim društvima
34. Potrebna ulaganja

Važna prethodna pitanja su vrlo bitna zbog procjene rizika i opsega dubinskog snimanja, a obuhvaćaju prepoznavanje managera i ključnih osoba koje trebaju ostati uz tvrtku, stabilnost poslovanja kroz stabilnost poslovnih prihoda i ugovora sa ključnim klijentima, tko kontrolira posao, postojanje značajnih problema i slična.

Za svako od ovih područja rada potrebno je provjeriti niz pitanja koja mogu biti od utjecaja na prihvatljivost investicije, te postavljanje zahtjeva vezanih uz strukturu i vrijednost transakcije. Iako je proces dubinskog snimanja nemoguće determinirati unaprijed, ipak u svom djelu Due Diligence – Techniques and Analysis, Gordon Bing postavlja niz pitanja i zadataka koja bi trebala biti provjerena u tijeku dubinskog snimanja, ne zato jer su to činjenice koje su potrebne i

neizostavne, već zato što nešto od tih pitanja može biti od značaja za ocjenu prihvatljivosti investicije.

James F. Grebey¹⁶ također navodi područja koja su obuhvaćena dubinskim snimanjem i to 7 područja koja obuhvaćaju i poslovni model, organizaciju, uspješnost poslovanja i financijski položaj. Područja koja su obuhvaćena dubinskim snimanjem su:

- Procjena operacijske infrastrukture (područje infrastrukture i transakcijskih točaka operacija)
- Procjena infrastrukture zadovoljstva kupaca (upravljanje zadovoljstvom kupaca, proizvodima, ljudskim faktorom)
- Procjena proizvodne infrastrukture (razvoj, proizvodnja, životni vijek i struktura proizvoda)
- Procjena infrastrukture upravljanja informacijama (dizajn, sigurnost, kontrola, razvoj)
- Procjena infrastrukture prodaje i marketinga (prepoznatljivost, komunikacija, planiranje, analiza i upravljanje proizvodom)
- Procjena organizacijske infrastrukture (pravila i sustav kontrole, kultura i etika, te sigurnost)
- Procjena infrastrukture osoblja (plaće, proces angažiranja i otpuštanja, vrijednosti, kvaliteta, radna mjesta, motivacija, stabilnost i trening).

William M. Crilly i Anders Sherman¹⁷ definiraju više područja interesa potencijalnog stjecatelja za koja se procjenjuje kompatibilnost sa ciljem investicije odnosno kompatibilnost s predmetom preuzimanja, a to su: kapitalizacija i vlasništvo, organizacija i management, odnosi sa drugim organizacijama, opis proizvoda i usluge, prihodi i tržišni udio, marketinške operacije, služba za korisnike, upravljanje zalihama i nabava, proizvodnja, fizička distribucija, kompjutori, komunikacija i informatički sistem, financijski management, pravni poslovi, osiguranje i sigurnost, ljudski potencijali, zemljište i objekti, prihodi, operativni troškovi, prihodi prije oporezivanja, porez na dobit, neto prihodi, kapitalni izdaci, novčani tok, financijska analiza,

¹⁶ James F. Grebey: Operations due diligence - An M&A guide for investors and business, 2012

¹⁷ William M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010

obveze, analiza financijskih omjera, projekcija računa dobiti i gubitka, bilance, novčanog toka i drugo.

3.3. Vrste dubinskog snimanja

Razmatrajući značaj informacija do kojih u procesu dubinskog snimanja trebaju doći stjecatelj ili investitor povezani su prije svega sa komercijalnim, financijskim i pravnim stajalištem. Obično, komercijalno dubinsko snimanje prethodni financijskom i pravnom dubinskom snimanju jer se upravo zbog strateških ciljeva, prikladnost akvizicije odnosno investicije gleda kroz prizmu tržišta, kao unapređenje strateškog položaja ili poslovnog modela, nerijetko ga obavljaju zaposlenici stjecatelja ili investitora (ukoliko se radi o stjecatelju iz industrije), te ukoliko je taj dio zadovoljavajući, tek se potom angažiraju, uobičajeno vanjski resursi za pravno i financijsko dubinsko snimanje.

Kako je smisao financijskog dubinskog snimanja praktički kvantificirati ključne elemente prepoznate u drugim vrstama dubinskih snimanja, u financijskom dubinskom snimanju preuzimaju se pronalasci od više prethodnih dubinskih snimanja prikazanih kakao slijedi:



Slika 5 Utjecaj rezultata drugih vrsta dubinskog snimanja na financijsko dubinsko snimanje

www.quora.com

Glavna područja za koja se angažiraju savjetnici su:

Tablica 1 Glavna područja dubinskog snimanja

Vrsta dubinskog snimanja	Područje pregleda	Ciljani rezultati
Financijski (organizacija)	Račun dobiti i gubitka	Operativni rezultat, rezultat
	Bilanca	Neto imovina
	Novčani tok	Procjenu budućih novčanih tokova
	Indikatori poslovanja	Naturalni pokazatelji
	Management	Kvaliteta upravljanja
	Organizacijski sustav	Način funkcioniranja organizacije
	Sustav interne kontrole	Pouzdanost informacija
Pravni	Ugovori	Stabilnost i uvjeti
	Radni odnosi	Struktura i uvjeti
	Sudski sporovi	Visina i rizici
	Pravno okruženje	Utjecaj regulative na održivost poslovanja
	Registracija	Opseg
	Vlasništvo	Vrijednost i struktura
Komercijalna	Osobine tržišta	Veličina i struktura
	Položaj i potencijal društva	Udio i projekcije rasta
	Komercijalni uvjeti	Stabilnost i uvjeti

Angažirani savjetnici preklapaju se u obavljanju svog posla. Dok savjetnici za komercijalno dubinsko snimanje analiziraju komercijalne uvjete kako bi utvrdili strukturu i potencijal ušteda i rasta prihoda, smanjenja rizika, povećanja likvidnosti i druge parametre, financijski savjetnici provjeravaju da su prihodi priznati na način na koji je to definirano u ugovoru, te da su svi ugovoreni uvjeti iskazani ispravno i potpuno u poslovnim knjigama.

Posebno se preklapaju savjetnici za pravno i financijsko dubinsko snimanje. Tako ugovori, radni odnosi i sudski sporovi trebaju biti priznati sukladno važećim ugovorima i procjenama uprave i odvjetnika u poslovnim knjigama, te ih stoga pregledavaju financijski savjetnici, dok pravni savjetnici provjeravaju njihovu usklađenost za zakonom i kvantificiraju i opisuju rizike koji mogu proizaći iz postojećih pravnih odnosa i dostavljene dokumentacije.

Kada se govori o registraciji i vlasništvu, u Republici Hrvatskoj posebno je važno pregledati povijesni slijed daleko u prošlost zbog kompleksnih odnosa koja sežu do pretvorbe i privatizacije, budući da samo imovina koja je tada bila vlasnički regulirana, ušla je u izračun neto kapitala i kroz postupak pretvorbe i privatizacije stečena pravno valjano, dok ona imovina koja nije bila vlasnički regulirana ne omogućava pravnim osobama u posjedu vlasništvo nad istom.

Posebno područje koje pravnici provjeravaju odnosi se na pitanja zaštite tržišnog natjecanja i antimonopolske zakone, budući da zakonska regulativa, odnosno njena perspektiva utječe značajno na poslovanje, prihode odnosno troškove i u konačnici buduće rezultate poslovanja o kojima ovisi sadašnja i buduća vrijednost društva/posla.

Financijski savjetnici osim financijskih izvještaja, pregledavaju i indikatore poslovanja i prirodne pokazatelje, kako bi sagledali realnost iskazanih financijske efekata u poslovnim knjigama. Dodatno, u okviru financijskog dijela dubinskog snimanja, nalaze se i informacije o strukturi managementa, organizacijski sustav, kao i sustav interne kontrole, iako taj dio mogu analizirati i organizacijski stručnjaci kao i stručnjaci koji se bave ljudskim potencijalima (HR, engl. Human Resources).

Ukoliko se radi o tehnološkim kompanijama nezaobilazni su i stručnjaci za informatiku, proizvodnju i intelektualno vlasništvo, jer u tom slučaju upravo kvaliteta tehnologije i pravo na istu predstavlja esenciju vrijednosti kompanije. Vrijednost tehnoloških kompanija sagledavaju se kroz sinergijske učinke, omogućavanje matičnoj kompaniji uštedu na troškovima vlastitog razvoja neophodnih tehnologija a time neograničenosti poslovanja i osiguranja potencijala rasta. Stoga vrijednosti akvizicija i inovacija u tim uvjetima ne proizlazi iz uobičajenih neto vrijednosti imovine, odnosno operativne dobiti i razine duga predmeta stjecanja, što omogućava da cijena stjecanja ili razina investicija bude značajno veća od onih koje bi se postigle u drugim sektorima.

Na poslovanje pojedinih sektora snažno utječu propisi o zaštiti okoliša, kao što je to petrokemijska, energetska, prehrambena i neke druge industrije. Stoga je u sastavu angažiranog tima neophodno imati i stručnjake odnosno savjetnike za zaštitu okoliša. Nerijetko, kada je riječ o stjecanjima unutar sektora, i ovaj segment pokriva stjecatelj sa vlastitim resursima ili ukoliko se radi o ulaganjima izvan domaće legislative (u druge države), internim se stručnjacima pridružuju i okolišni savjetnici (obično su specijalizirani za zrak, tlo i vode).

Posebno je važno pojasniti da je su prve tri vrste dubinskog snimanja (financijski, pravni i komercijalni) opravdali ulogu prije ostalih vrsta dubinskog snimanja. Ostale vrste dubinskog snimanja pojavljivale su se dinamikom kojom su teme, koje te vrste dubinskog snimanja pokrivaju, postale rizične, odnosno od važnosti za samu spoznaju bitnih informacija premeta preuzimanja.

Specifičnost financijskog dubinskog snimanja leži u činjenici da se sve promjene, specifičnosti i rizici povezani s ostalim vrstama dubinskog snimanja, kvantificiraju i priznaju u financijske izvještaje, a uspješnost pojedinog stjecanja (akvizicije) ili investiranja ponovo zbog potrebe umanjenja vrijednosti imovine, kao računovodstvenog pravila, reflektira se i iskazuje u financijskim izvještajima. Stoga je financijsko dubinsko snimanje zajednički nazivnik za sva ostala, te u konačnici pripremna lista za informacije i potrebnu dokumentaciju obuhvaća i ostala područja, a pronalasci drugih savjetnika angažiranih u dubinskom snimanju preuzima se u konačnici u financijskom dubinskom snimanju.

4. OPIS ISTRAŽIVANJA I REZULTATI ISTRAŽIVANJA

Osim pregleda računovodstvenih politika, sustava informacija i provjere točnosti informacija, FDD treba potvrditi ključne parametre na kojima se temelji izračun vrijednosti tvrtke, kao i financijska očekivanja koje preuzimatelj ili investitor stavlja pred predmet preuzimanja, odnosno akviziciju ili društvo/projekt u koje planira investirati.

U tom je kontekstu, sa stajališta kupaca potrebno je razumjeti da su:

- Financijski izvještaji temeljeni na računovodstvenim politikama, koje su ne slijede potrebe investitora, dijelom su dobrovoljne u odabiru, te takvi odabiri utječu na iskazane rezultate
- Financijski izvještaji temelje se u dobrom dijelu na procjenama ili prosudbama, što ponovo utječe na iskazane rezultate
- Financijski izvještaji obuhvaćaju i jednokratne, neponovljive ili neposlovne transakcije, te je potrebno spoznati kakvi su rezultati bez utjecaja takvih transakcija
- Financijski izvještaji se sastavljaju na skupnoj osnovi, odnosno, prezentirane informacije nisu prepoznatljive pojedinačno, već se zajednički učinak prezentira na način definiran računovodstvenim standardima primjenjivim u zemlji u kojoj je sjedište društva koje je predmet preuzimanja ili akvizicije, odnosno društva ili projekta u koje se planiran investirati.

Stoga je zadatak financijskih savjetnika u dubinskom snimanju raščlaniti, provjeriti i analizirati ono što su napravile druge računovođe i potvrdili revizori.

Proces dubinskog snimanja bazira se na procjeni rizika, postavljanju ciljeva i zadataka, prikupljanju informacija, procjeni i vrednovanju, prihvatu prezentiranih informacija te nadzoru i kontroli, a obuhvaća nekoliko faza prikazanih kako slijedi:



Slika 6 Proces dubinskog snijmanja

www.mybuildingjournal.com

Osim za utvrđivanje cijene, FDD ima za cilj pomoći u strukturiranju transakcije i spoznati potencijalne obveze, porezni položaj i steći spoznaju o poslovanju i očekivanim veličinama u budućnosti.

Smisao FDD-a je utvrditi i potvrditi čimbenike koji stvaraju prihode i novčane tokove, razumjeti tržište, proizvode, proizvodnju i klijente, te kupce, dobavljače, organizaciju i management.

Kako je položaj revizora u društvu koja je predmet preuzimanja, odnosno akvizicije ili investiranja, specifičan, budući da su im u opsegu slična područja, doduše, sa suprotnim ciljevima, da bi se osigurali od štete, prije razgovora financijskih savjetnika u FDD-u i revizora uobičajeno se potpisuje Pismo osiguranja od štete (engl. Hold Harmless Letter).

Ukoliko bi željeli dati sažeti pregled razlika između revizije financijskih izvještaja i FDD mogli bi ga tabelarno prikazati kako slijedi¹⁸:

¹⁸ Peter Howson; Due diligence, Masmedia, Poslovni dnevnik, 2006.

Tablica 2 Pregled razlika između revizije financijskih izvještaja i FDD

Revizija		Financijsko dubinsko snimanje
Cilj	Potvrditi istinitu i fer sliku	Potvrditi financijske parametre Izvući sporne stavke za pregovore
Predmet	Protekla poslovna godina Neovisna potvrda brojeva iz FI	Prošlost i budućnost Utvrđiti razloge zašto su FI takvi Prepoznati ključne pokretače poslovanja
Opseg	Propisan i prema MRevS	Ograničen na odabrane i ključne stavke Na temelju razgovora i pregleda dostavljene dokumentacije
Dokaz	prema MRevS	
Korisnici	za univerzalnu uporabu	za stjecatelja ili investitora
Pristup	Neograničen	Moguća ograničenja
Temelj za ocjenu	Računovodstveni standardi	Financijska/ekonomska očekivanja

MRevS – Međunarodni revizijski standardi

Prije početka FDD, obično je potpisano ili dostavljeno obvezujuće pismo/sporazum o akviziciji u kojem su sadržani financijski parametri koji predstavljaju očekivanja preuzimatelja i za koje očekuje da tijekom FDD-a budu potvrđeni, kao i reguliranje zaštite od osiguranja iznošenja informacija ili poduzimanja štetnih radnji, koji se doduše pravno teško mogu ishodovati, pa se najčešće definiraju kroz ugovaranje financijskih odšteta.

Nakon dovršenog FDD-a, preuzimatelju ili investitoru se dostavlja izvješće. To je obično detaljno pisani izvještaj, koji pokriva sve aspekte poslovanja, a ne samo financijskog dijela. Ovisno o interesu investitora, zadatak financijskih savjetnika može biti i skraćena potvrda točno određenih parametara, ili dostava informacija temeljena na čistoj metodi intervjua i pregleda javno dostupnih informacija. Iz takvih zahtjeva izvedeni su posebne vrste dubinskog snimanja, manjih u opsegu i razini osiguranja (npr. red fleg due diligence, pregled poslovanja i slično).

Najpotpuniji, najdetaljniji i najsveobuhvatniji svakako je onaj izvještaj koji se radi za javnu ponudu, dakle dio koji se uključuje u prospekte (koji pišu posebne specijalizirane kuće engl. underwriters).

Cijeli posao uvijek počinje sa popisom dokumentacije koju je potrebno pripremiti. Razina kvalitete informacija ovisi upravo o kvaliteti pripremljenih informacija, a one su pak izravna posljedica mogućnosti društva da strukturira informacije na potreban način i iskustvo savjetnika koji te informacije obrađuju i kritički sagledavaju.

Prema Peteru Howsonu¹⁹ teme koje su pokrivene dubinskim snimanjem su:

1. Povijest
2. Poslovna organizacija
3. Poslovna strategija i djelatnosti
4. Tržište i konkurencija
5. Prodaja i marketing
6. Kupnja i nabava
7. Proizvodnja
8. Zgrade
9. Ljudski potencijali
10. Sustav informacija i računovodstvo
11. Bilanca
12. Budući izgledi

Osim spomenutih područja bitno je FDD-om obuhvatiti i:

- Račun dobiti i gubitka, budući da područje Prodaje i marketinga, Kupnje i nabave, te Proizvodnje ne daje sveobuhvatan pregled prihoda i rashoda, niti povezuje obrađene informacije sa financijskim izvještajima, a što je potrebno budući da se na temelju takvih informacija u konačnici utvrđuje EBITDA.
EBITDA (zarada prije kamata, poreza, umanjenja vrijednosti i amortizacije, engl. *earnings before interest, tax, depreciation and amortization*) odnosno normalizirani EBITDA je jedna od temeljnih veličina koju treba potvrditi dubinsko snimanje, kao osnovicu za utvrđivanje vrijednosti posla/društva.
- Povezana društva i odnosi s povezanim društvima
- Potencijal zaduživanja
- Planirane investicije i investicije u tijeku
- Potencijalne obveze i imovina
- Odstupanje od očekivanih veličina pokazatelja poslovanja.

¹⁹ Peter Howson; Due diligence, Masmedia, Poslovni dnevnik, 2006.

Kako je za svako od nabrojanih područja bitno pronaći ključne informacije i to najvećim dijelom agregatne informacije koje ukazuju na stanje, perspektivu i jasne poveznice između nabave, proizvodnih resursa i prodaje, te volatilnost odnosno nezavisnost tih odnosa.

Kako se međusobno razlikuju tvrtke među sobom, tako se razlikuju rezultati i istraživački proces. No, sadržaj financijskog dubinskog snimanja standardizirale su mnoge revizorske tvrtke kroz upitnik (listu) potrebnih informacija.

U nastavku će se opisati postupci koji se provjeravaju u pojedinom području.

4.1. Povijest i vlasništvo

Radi boljeg razumijevanja same tvrtke potrebno je opisati povijest tvrtke koja uključuje opisivanje ključnih faza u razvoju tvrtke i datume (godine) kada su te promjene u dogodile.

U Republici Hrvatskoj od svima zajedničkih ključnih faza u razvoju tvrtke jesu datum i način osnivanja, privatizacija, dokapitalizacije, osnivanja ovisnih društava, izlasci na pojedina tržišta, otvaranje novih proizvodnih (servisnih) linija, ulazak na određeno tržište ili tržišnu nižu, restrukturiranja i slični događaji koji će kasnije pojasniti i financijske informacije koje su bile produkt takvih događaja.

Osim povijesti tvrtke opisuju se i promjene vlasničke strukture kroz povijest do trenutne situacije koja pojašnjava apsolutni iznos, glasačka prava i strukturu tog vlasništva.

U financijskom dubinskom snimanju potrebno je opisati i postojeći poslovni model, sadašnju strategiju na kojoj se poslovanje temelji, razloge usvajanja baš takvog poslovnog modela, strategije i promjene u poslovanju, te sve značajne promjene u poslovnom modelu, strategiji i promjenama u poslovanju koje su izmijenjene, kao i vrijeme i razloge takvih izmjena.

Radi razumijevanja izvora ostvarenja prihoda potrebno je definirati tržišta ili tržišne niže na kojima tvrtka posluje, te ulaske i izlaske sa pojedinih tržišta ili tržišnih niša, kao i vrijeme i razloge donošenja takvih odluka.

Radi lakšeg razumijevanja odnosa u tvrtki ili grupi potrebno je prikazati organigram koji obuhvaća maticu i sva njena ovisna društva, te organizacijsku shemu, kako bi se razumjela interna organizacija. Prikaz detaljne pravne strukture i vlasništva tvrtke ili grupe i njezinih

segmenata postavlja se kao prikaz na temelju kojeg će se u nastavku izvještaja pridruživati financijske informacije kako bi se pratio financijski doprinos na ukupne rezultate poslovanja.

Kako na sadašnju situaciju značajno utječu ulaganja ili prodaje poslova, tvrtki ili drugih grupa imovine, u dubinskom snimanju potrebno je obuhvatiti sve takve (značajne) transakcije, sagledati ugovorene aranžmane i njihove moguće posljedice na sadašnji financijski položaj i uspješnost poslovanja. Takve su transakcije specifične, događaju se rijetko, te je vjerojatno da upravo iz razloga što takve transakcije nisu dio standardnog poslovanja, potencijalni rizici proizlaze upravo iz takvih transakcija.

Stabilnost novčanih tokova i izvora prihoda, posebice iz inozemstva bitno je razumjeti jednako kao i one sa domaćeg tržišta posebice iz razloga jer je pravno i ekonomsko okruženje u inozemstvu različito i djelatnici iz jedne jurisdikcije ga slabije poznaju, posebice ukoliko se iste značajno razlikuju.

Ukoliko je poslovanje ovisnih i povezanih društava značajna u samom dubinskom snimanju potrebno ih je promatrati na isti način kao i maticu, u protivnom je dovoljno utvrditi aktivnosti od kojih se generiraju aktivnosti, razloge zašto su izdvojeni iz matične tvrtke, očekivanja i planove, te ključne transakcije od utjecaja na sagledavanje financijskog položaja i uspješnosti poslovanja.

Informacije koje treba zahtijevati od ciljanog društva su slijedeći:

Tablica 3 Lista zahtjeva za informacijama – Povijest i vlasništvo

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
POVIJEST I VLASNIŠTVO	Opis povijesti tvrtke od osnutka i sa naznakom svih bitnih trenutaka povezanim s stjecanjem i prodajom udjela, ključne imovine, poslova i ostalih bitnih događaja
	Način formiranja temeljnog kapitala do današnjeg dana s opisom apsolutnog iznosa, glasačkih prava i strukture vlasništva
	Opis postojećeg poslovnog modela, postojeće strategije i pojašnjenje razloga odabira posojećeg modela i strategije
	Opis ključnih promjena u poslovanju, vrijeme kada su promjene nastale i razloge usvajanja izmjena
	Opis tržišta na kojem tvrtka posluje, popis glavnih konkurenata, razdoblja od kada je tvrtka započela raditi na pojedinim tržištima ili tržišnim nišama, te pojašnjenje razloga takvih odluka
	Prikaz prihoda po segmentima za zadnje 3 godine, te procjena veličine tog tržišta i udjela tvrtke na pojedinom tržištu sa popisom potencijalnih kupaca
	Opis odnosa tvrtke sa ključnim dobavljačima, ocjena važnosti pojedinih dobavljača ili skupine dobavljača, odnosno kanala nabave
	Specifikacija izvora financiranja po pojedinom segmentu i opis načina na koji su osigurani izvori financiranja
	Opis novih planiranih aktivnosti, pripremanja novih proizvoda i usluga i očekivane izlaske na tržište, odnosno efekte nedavnog izlaska s novim proizvodima i uslugama na tržište
	Specifikacija i pojašnjenje internih odnosa sa povezanim i ovisnim društvima i ključnim zaposlenicima
	Organinigram grupe ili tvrtke
	Organizacijska shema
	Prikaz pravne strukture i vlasništva tvrtke ili grupe i njezinih segmenata
	Financijski izvještaji podružnica grupe
	Osnovne informacije o podružnicama grupe (adresa, management, broj zaposlenika, vrsta aktivnosti kojom se bave, poslovni model i ciljevi poslovanja
	Opis i specifikacija imovine koja služi za poslovanje i neoperativne imovine

4.2. Management i organizacija

Kao što je prethodno rečeno, vrijednost tvrtke i mogućnost povrata ulaganja uvelike ovisi o samostalnosti i kvaliteti managementa i prepoznavanju ključnog osoblja, kao i kvaliteti uspostavljene organizacije i sustava interne kontrole.

Samostalnost i kvaliteta managementa i ključnog osoblja razmatra se u kroz analizu sljedećih pokazatelja:

- Godina starosti
- Kvalifikacije
- Godine iskustva u obavljanju posla
- Uloga koju imaju u tvrtki
- Struktura i kvaliteta druge razine managementa
- Pregled životopisa ključnih zaposlenika
- Interni propisi vezani uz radni odnos
- Dinamika radnog vremena kroz godinu
- Razdoblja i struktura prekovremenog rada, godišnjih odmora, sustava nagrađivanja i drugim mjera upravljanja ljudskim potencijalima
- Ugovori s podizvođačima, suradnicima ili drugim oblicima angažiranja usluga kooperanata
- Plan umirovljenja i plan unapređenja
- Organizacijska shema sa pridruženim ukupnim brojem zaposlenika po svakoj organizacijskoj jedinici

Ljudski kapaciteti ključni su element uspješnosti tvrtke, te pored tržišta i branda, predstavljaju temeljnu komparativnu prednost, stoga je zakonitosti, stanje i perspektivu tog upravljanja potrebno detaljno utvrditi i razumjeti.

U izvješću se daje opis i struktura managementa, njihova uloga, iskustvo i uvjeti zapošljavanja, rok na koji su ugovori potpisani i drugi bitni elementi.

U postupku dubinskog snimanja potrebno je prepoznati ključne zaposlenike i planove napredovanja i planove umirovljenja, kako bi se mogla razmatrati prikladnost raspoloživih ljudskih kapaciteta u dužem roku.

Ukoliko tvrtka dio svojih kapaciteta uzima izvan tvrtke i ne zapošljava izravno u radni odnos, tada je potrebno prepoznati važne odnose sa vanjskim ugovornim i profesionalnim savjetnicima i poslovne odnose sa takvim savjetnicima.

Osim vanjskih savjetnika potrebno je utvrditi i detalje vezane uz ostale zaposlenike:

- Broj zaposlenika po svakoj organizacijskoj razini i po svakom segmentu te predložiti promjene ukoliko su potrebne
- Financijske uvjete radnika po svakoj organizacijskoj razini i po svakom segmentu
- Politike i pokazatelje fluktuacije osoblja, otkaze radnicima i nova zapošljavanja
- Volumen plaća kroz godinu i razdoblje u odnosu na ostvarene prihode
- Pojediniosti o stimulacijama i bonusima, te sustavu nagrađivanja

Smisao ovih analiza je utvrditi stabilnost postojeće strukture zaposlenika, mogućnost smanjenja broja u uvjetima potrebnih otpuštanja, kao i mogućnost zapošljavanja, te povezane financijske informacije koje će omogućiti izračun efekata takvih odluka.

U okviru ovog poglavlja analizira se računovodstveni i drugi informatički sustavi, vlasništvo nad njima, njihova efikasnost, neovisnost, mogućnost i efikasnost unapređenja sustava, način stjecanja, vlasništvo, sustav održavanja i prikladnost troška održavanja informatičkog sustava i informatičke potpore, kao i sigurnost i stanje raspoloživih tehničkih resursa.

Tablica 4 Lista zahtjeva za informacijama – Management i organizacija

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
MANAGEMENT I ORGANIZACIJA	Standardni sporazum o radu
	Pravilnik o radu
	Kolektivni ugovor
	Standardni ugovori o radu ključnog managementa i specifični ugovori o radu
	Politike i procedure zapošljavanja, vrednovanja, unapređenja i otpuštanja zaposlenika
	Ugovori sa vanjskim suradnicima i konzultantima
	Specifikacija radnih mjesta i katalog radnih mjesta
	Zapisnici sa sastanaka uprave
	Zapisnici vezani uz selekcijski postupak kod odabira zaposlenika
	Zapisnici vezani uz postupak vrednovanja zaposlenika
	Zapisnici vezani uz analizu ostvarenja ciljeva, postupak vrednovanja i odabir zaposlenika za unapređenje
	Zapisnici i popratna dokumentacija vezana uz otpuštanje zaposlenika
	Plan nasljeđivanja ključnog managementa
	Specifikacije svih djelatnika sa ključnim elementima: datumom rođenja, starosnoj dobi, radnom stažu, radnom stažu kod poslodavca, bruto ili neto plaća, spolu, beneficije, kvalifikacije, otkazni rok i radno mjesto
	Sindikalnu strukturu u društvu, tko su predstavnici, tko su članovi i slično
	Analiza dinamike zapošljavanja i otkazivanja, odnosno fluktuacija zaposlenika u zadnje tri godine

Nastavak:

Područje

Lista zahtjeva za informacijama

Specifikacija disciplinskih mjera, sudskih sporova protiv djelatnika i sudskih postupaka koji djelatnici vode protiv društva
Analizu produktivnosti rada, sa oznakama korištenja bolovanja, godišnjih odmora, edukacija i slično
Analizu hijerarhijskih razina i broja djelatnika po svakoj hijerarhijskoj razini, kao i pripadajući financijski podaci o razini materijalnih prava i ukupnom trošku za društvo
Opis procesa potrebnih za zbrinjavanje viška zaposlenika
Usporedba sa stanjem u industriji u dijelu postojeće razine plaća, raspoloživost zaposlenika za zapošljavanje i trendove u industriji
Specifikacija djelatnika u posebnom statusu: majka dojilja, invalida, zapošljavanja na dio radnog vremena i slično

4.3. Financijske informacije

Financijske informacije obuhvaćaju prilagođeni prikaz računa dobiti i gubitka (izvještaja o sveobuhvatnoj dobiti) i bilance za najmanje tri poslovne godine i tekuće razdoblje ukoliko se dubinsko snimanje odvija u drugoj polovici poslovne godine. Prilagođeni prikaz računa dobiti i gubitka sastavlja se iz razloga što je temeljna intencija financijskog dubinskog snimanja utvrditi normalizirane rezultate kako bi se temeljem takvih informacija mogla utvrditi isplativost ulaganja i očekivani povrati.

Smisao prilagođenog prikaza računa dobiti i gubitka je utvrditi ključne pokretanje ostvarenog EBITDA u prošlim godinama, te prikaz volumena prodaje i ostvarene bruto marže po pojedinim ugovorima, kupcima ili tržištima, kako bi se pojasnio učinak pojedinog segmenta na ukupne rezultate poslovanja.

EBITDA je indikator profitabilnosti koji pomaže mjeriti ostvareni financijski učinak i alokaciju resursa na operativne segmente društva.

Osim EBITDA, na rezultate poslovanja utječe i amortizacija, financijski prihodi i rashodi i porez, te druge jednokratne transakcije, rezerviranja, te je potrebno kritički sagledati njihov utjecaj na rezultate poslovanja, oportuniteti i učinke primjene postojećih politika priznavanja prihoda i rashoda, odnosno vrednovanja imovine i obveza.

Ukoliko tvrtka posluje u poslu sa cikličnim karakterom (kao što su hotelske tvrtke koje posluju samo tijekom dijela godine) potrebno je prilagođeni prikaz računa dobiti i gubitka prezentirati kroz mjesece u godini kako bi se omogućilo razumijevanje dinamike poslovanja kroz godinu.

Ukoliko tvrtka značajan udio prihoda i EBITDA ostvaruje iz poslovanja sa državom ili poslove dobiva na javnim tenderima, budući da je dobivanje takvih poslova u suštini neizvjesno, potrebno je kvantificirati udio tako dobivenih poslova i utjecaj na ostvareni EBITDA.

Posebno je potrebno analizirati utjecaj najma na poslovanje društva, ne samo zbog sagledavanja značaja operativnog najma, već i zbog činjenice da se u mogućem izračunu vrijednosti društva najamnina, kao financijski ekvivalent posjedovanja, uključuje u operativne troškove, dakle u EBITDA, dok se amortizacija, zbog stjecanja, ne uključuje. Nerijetko se u poslovima u kojima je prihod dominantno vezan uz nekretnine, postrojenja i opremu, kao što su maloprodajni lanci ili avio kompanije, mjera uspješnosti promatra kao EBITDAR²⁰.

Također, osim najma, na samo poslovanje značajno mogu utjecati i činjenica da se određeno društvo nalazilo ili se nalazi u restrukturiranju, te je za potrebe sagledavanja realnog prikaza učinkovitosti iz prilagođenog prikaza računa dobiti i gubitka potrebno isključiti utjecaj povezanih transakcija, kroz isti indikator uspješnosti.

Od značajnijih transakcija koje remete usporedivost i daju zamagljenu sliku indikatoru uspješnosti je i obračun naknade za upravljanje (engl. management fee) koji su kao oblik porezno dopustivog operativnog terećenja matice česte u određenim kompanijama. Za takve kompanije koristi se EBITDARM²¹ kao indikator profitabilnosti.

Mogućnosti čak i redovitih transakcija koje utječu na jasnu sliku profitabilnosti često su u korelaciji sa porezno dopustivim transakcijama, tako da je indikator profitabilnosti potrebno prilagoditi za takve transakcije.

Da bi se tijekom dubinskog snimanja mogli izdvojiti pojedinačne, neuobičajene ili transakcije koje nisu dio očekivanog budućeg poslovanja, potrebno je razumjeti razloge za promjenama u

²⁰ EBITDAR engl. Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, and restructuring or rent costs, hrv. Zarada prije kamata, poreza, umanjenja vrijednosti, amortizacije i troškova najma ili restrukturiranja.

²¹ EBITDARM engl. Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, restructuring or rent costs and management fee, hrv. Zarada prije kamata, poreza, umanjenja vrijednosti, amortizacije, troškova najma ili restrukturiranja i naknade za upravljanje.

prihodima, nabavnoj vrijednosti proizvoda, roba i usluga, bruto marži, administrativnim i općim troškovima, troškovima financiranja.

Smisao razmatranja EBITDA nalazi se u temeljnoj ocjeni da li povijesno ostvareni normalizirani EBITDA predstavlja održivu razinu, odnosno da li društvo obavljajući svoju djelatnost može osigurati neograničeno poslovanje sa očekivanim povratom.

Osim povijesnih informacija kojima je cilj razumjeti poslovanje i sagledati učinke takvog poslovanja, potrebno je kritički sagledati i očekivane buduće poslovne planove koji sadrže iste elemente kao i financijski izvještaji, temeljeno na obavljenim analitičkim postupcima u okviru provedenih provjera tijekom dubinskog snimanja.

Na temelju tako utvrđenih informacija korigiraju se očekivani poslovni planovi, odnosno očekivani prihodi, pojedine grupe troškova, maržu i očekivanu zaradu, koji su temelj za utvrđivanje i buduće kupovne cijene udjela, ali i izračuna razdoblja povrata investicije.

Poslovni planovi potrebni su zbog razmatranja komplementarnosti i opravdanosti razloga za usvajanje strategije i postavljanja ciljeva poslovanja.

U poslovnim planovima trebaju biti uključeni i razvojne aktivnosti, odnosno aktivnosti usmjerene na potencijalna nova tržišta, započete projekte i njihov utjecaj na buduće poslovanje, razvoj tehnologije na postojećem tržištu i razinu potrebnih ulaganja, kao i sve potencijalne rizike i moguće odlive novčanih sredstava odnosno nastanak obveza u budućnosti kao posljedica sadašnjih događaja.

Svaki od pobrojanih elemenata uključenih u poslovni plan izravne su varijable vrijednosti tvrtke.

U samom sadržaju, ali i zaključcima obavljenog financijskog dubinskog snimanja potrebno je naručiocu sve utvrđene financijske informacije rastumačiti u njihovom značenju i učinku na poslovanje, kao i u odnosu na planiranu budućnost.

Sustav internog izvješćivanja obuhvaća općenito važne podatke za procjenu profitabilnosti i očekivanih povrata od pojedinog posla. Zadatak savjetnika u postupku dubinskog snimanja jest pregledati kritički interne informacije koje je pripremio management, strukturu tih informacija, osobe odgovorne za uspješnost poslovanja pojedinog posla, njihove nezavisne novčane tokove, te posebno sustav ključnih internih kontrola koje su primjenjive na pojedinom poslu i njihovu

učestalost, osnovu za pripremanje i pouzdanost takvih informacija, te prikladnost primijenjenih politika priznavanja, vrednovanja i prestanka priznavanja pojedinih transakcija.

Tablica 5 Lista zahtjeva za informacijama – Računovodstvo i temeljni dokumenti

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
RAČUNOVODSTVO I TEMELJNI DOKUMENTI	Kopije revidiranih financijskih izvještaja za zadnje 3 godine
	Kopije pisma upravi revizora za zadnje 3 godine
	Kopije internih izvješća za zadnje 3 godine
	Kopije usklađenja između regulatornih, internih i temeljnih financijskih izvještaja za zadnje 3 godine
	Kopije računovodstvenih politika važećih u zadnje 3 godine
	Pojašnjenje novih standarda koji su primijenjeni, koji su odgođeni za primjenu i koji su izmijenjeni u zadnje 3 godine
	Pojašnjenje utjecaja novih standarda i računovodstvenih politika na rezultate poslovanja i financijsku stabilnost
	Ugovori s glavnim kupcima i tipski ugovori s određenom kategorijom kupaca
	Ugovori o distribuciji, prodajnim predstavnicima, korisnicima licence, franšizerima i ugovori sa drugim kanalima prodaje
	Ugovori o jamstvu
	Ugovori s dobavljačima
	Ugovori o nabavi po svim vrstama kanala nabave
	Ugovori o zajedničkim nastupima na tržištu
	Ugovori o partnerstvu, članstvu u udruženjima i sličnim asocijacijama
	Ugovori s kooperantima i vanjskim suradnicima
	Ugovori o stjecanjima i otuđenjima podružnica u zadnjih 6 godina, obično sukladno poreznim propisima koji pokrivaju razdoblje pregleda do zastare
	Sporazumi ili potvrde prava na intelektualno vlasništvo, kao i sporazume o pravu na korištenje licenci, patenata i slično
	Pogodbe o nenatjecanju, povjerljivosti i slično
	Dozvole za rad, specifične dozvole za djelatnost
	Ocjene managementa i vlasništva o potpunosti vlasničkih prava i dopuštenosti rada, kao i prikladnosti prikupljene dokazne dokumentacije

4.4. Tržište, konkurencija i kupci

Pregled tržišta uključuje opis i pojašnjenje karakteristika tržišta, njegovu strukturu i veličinu i čini polazišnu točku u sagledavanju budućih poslovnih planova i procjene mogućnosti rasta, a time i isplativosti ulaganja i očekivanog razdoblja povrata.

Tržište je potrebno promatrati kroz prizmu veličine tržišta, ključnih konkurenata, te razinu konkurentnosti cijenama i kvalitetom usluge.

Analiza konkurencije koja postoji na tržištu slijedeći je korak u razumijevanju potencijala tržišta, te se u okviru analize konkurencije detektiraju ključni konkurenti, njihova prodaj i rezultati poslovanja u usporedbi s tvrtkom.

Osim detekcije ključnih konkurenata, potrebno je obaviti i usporedbu sa cijenama, proizvodima/uslugama i kvalitetom tih proizvoda/usluga konkurenata.

Posebna pozornost usmjerava se na kupce zbog analize stabilnosti odnosa tvrtke sa kupcima i perspektive tog odnosa i povezane cjenovne politike.

Iz internih podataka tvrtke potrebno je napraviti analizu postojećih kupaca, volumena prodaje, geografskog razmještaja i tipova proizvoda (usluge), te udjela najvećih kupaca u ukupnom volumenu prodaje i slične pokazatelje.

U okviru analize kupaca daje se i povijesni pregled poslovanja sa glavnim kupcima, povijest njihovog odnosa i financijske informacije vezane uz kupce.

Postoji mogućnost da je dio ovih informacija, vezanih uz kupce definirano kao područje koje je poslovna tajna i koje se neće prezentirati savjetnicima u postupku dubinskog snimanja, a to se najviše odnosi na postupak pregleda ugovora sklopljenih sa kupcima.

Pregled ugovora sklopljenih sa kupcima obavlja se iz razloga jer postoji visoka vjerojatnost da pojedine odredbe tih ugovora imaju utjecaja na formiranje prihoda i rashoda sadašnjeg ili budućih razdoblja, odnosno da odredbe povezane sa marketingom i prodajom mogu uzrokovati buduća potraživanja i obveze za tvrtku.

Osim ugovora s kupcima, razmatraju se i modeli prodaje (maloprodajna mreža, mreža agenata, web prodaja i drugi oblici), te povezani ugovori koji ukazuju na prava i obveze i financijske učinke koje proizvodi postavljan prodajna mreža.

Novi proizvodi i usluge koji se planiraju ili su tek pušteni u prodaju posebno se analiziraju kao i očekivanja tvrtke povezana sa volumenom prodaje i očekivanim rezultatima od njihova lansiranja.

Tablica 6 Lista zahtjeva za informacijama – Tržište i kupci

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
TRŽIŠTE I KUPCI	Analiza tržišta po grupama proizvoda, tržišnog udjela društva i usporedba pokazatelja poslovanja sa konkurencijom
	Specifikacija ključne i usporedive konkurencije, analiza veličine tržišta i potencijala rasta
	Strategija marketinga, opis promotivnih i prodajnih akcija, izmjena u zadnje 3 godine, trošak marketinga i očekivani rezultati
	Planovi marketinga za širenje na nova tržišta, nove grupe proizvoda, nove proizvode, promjene cijena i slično
	Struktura kupaca i kretanje prometa po kupcima u zadnje 3 godine
	Analiza profitabilnosti po kupcima
	Starosna struktura potraživanja od kupaca i procjena naplativosti
	Analize zadovoljstva klijenata
	Analiza fluktuacije klijenata (osvajanje novih i gubitak postojećih klijenata u zadnje 3 godine)
	Standardni ugovori za kupce i specifikacija posebnih ugovora
	Politike i procedure, kao i opis sustava interne kontrole kod kupaca
	Opis načina odabira i osvajanja novih klijenata, kao i politike zadržavanja klijenata
	Opis modela prodaje i ugovori sa ključnim distributerima ili društvima/osobama koji prodaju proizvode i usluge društva
	Plan prodaje, plan uvođenja novih proizvoda i usluga, poslovni planovi za nove proizvode i usluge i planirane marketinške aktivnosti

4.5. Proizvodni proces

Nakon utvrđenog volumena i strukture prodaje, potrebno je sagledati poslovni model koji uključuje i opis proizvodnog procesa.

Proizvodni proces uključuje pregled načina na koji je proizvodnja organizirana, koja sredstva uključuje, na kojim se pravilima temelji, koliki su kapaciteti i zakonitosti proizvodnje, kakva dokumentacija kola u poslovanju, te kako je uspostavljen sustav interne kontrole.

Osim organizacije same proizvodnje, potrebno je sagledati i strukturu proizvoda, njihov volumen proizvodnje, profitabilnost, tržišta i kupce kojima se prodaju, politiku skladištenja i povezane marketinške aktivnosti.

Osim razumijevanja procesa proizvodnje i povezivanja sa prodajom i marketingom, u okviru ovog poglavlja analizira se i struktura dobavljača, detaljni njihovog odnosa, stanje duga, dinamika plaćanja i u konačnici se pregledavaju svi ugovori kao i odredbe tih ugovora koji mogu imati utjecaja na financijski položaj i uspješnost poslovanja.

Postoji mogućnost da je dio ovih informacija, vezanih uz proizvode i dobavljače definirano kao područje koje je poslovna tajna i koje se neće prezentirati savjetnicima u postupku dubinskog snimanja, a to se najviše odnosi na postupak pregleda ugovora sklopljenih sa dobavljačima i analizu strukture i sadržaja odnosno načina proizvodnje pojedinih proizvoda/usluga.

Pregled ugovora sklopljenih sa dobavljačima obavlja se iz razloga jer postoji visoka vjerojatnost da pojedine odredbe tih ugovora imaju utjecaja na formiranje prihoda i rashoda sadašnjeg ili budućih razdoblja, odnosno da odredbe povezane sa marketingom i prodajom mogu uzrokovati buduća potraživanja i obveze za tvrtku.

Posebno je potrebno razmotriti da li je dio tih proizvoda/usluga potrebno patentirati ili na drugi način zaštititi budući da rijetki proizvodi/usluge često čine komparativnu prednost tvrtke.

Kako se uz samu proizvodnju veže bazni informatički program jer je taj program najvažnija programska podrška u tvrtki, proučavaju se njegove funkcionalnosti, uspoređuju informacije i sagledava kvaliteta, pouzdanost i svrsishodnost tih informacija.

U okviru ovog poglavlja obrađuje se i marketing, kao ekstenzija prodaje i to u dijelu razumijevanja strategije marketinga, organizacije rada organizacijske jedinice zadužene za marketing, promotivni materijal i kataloge i planirane marketinške aktivnosti.

Ukoliko su vezani uz proizvode, u ovom poglavlju se prikupljaju, opisuju i pojašnjavaju utjecaji mogućeg vlasništva nad intelektualnim pravima, postojeći troškovi i sudski sporovi koji se vode zbog povrede intelektualnog vlasništva, certifikati o kvaliteti i ostalim certifikatima koje proizvodi ili proizvodnja imaju.

U okviru proizvodnje obrađuju se i zalihe, analizira njihova starost i obrt, ispravci vrijednosti zastarjelih i nekurentnih zaliha, politika priznavanja i vrednovanja zaliha, tržišna vrijednost zaliha, dio zaliha koje ne služe u procesu proizvodnje ili ne predstavljaju gotove proizvode, te dio koji je od takvih zaliha namijenjen prodaji.

Tablica 7 Lista zahtjeva za informacijama – Proizvodni proces

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
PROIZVODNI PROCES	Opis tehnološkog procesa
	Opis procesa proizvodnje i sustava interne kontrole ugrađenog u proizvodni proces
	Obračun proizvodnje
	Plan proizvodnje za barem godinu dana
	Specifikacija zaliha po starosnoj strukturi i pojedinom proizvodu
	Analiza dinamike proizvodnje kroz mjesece
	Analiza proizvodnih kapaciteta i stvarnog kapaciteta
	Planirana ulaganja u proizvodnju
	Dozvole, odobrenja i licence potrebne za proizvodnju
	Popis incidenata i načina rješavanja
	Analiza volumena proizvodnje po proizvodima ili grupama proizvoda, troškova proizvodnje i ukalkuliranih marži i ukoliko je moguće povezivanje sa kupcima koji proizvode i usluge kupuju, stanje potraživanja i volumen prodaje u posljednje tri godine
	Analiza strukture sirovina i materijala, te ljudskih kapaciteta potrebnih u proizvodnji i analiza dobavnih pravaca, dobavljača i uvjeta po kojima se isti nabavljaju, stanje duga i volumen nabave u posljednje tri godine, ugovori sa ključnim dobavljačima
	Patenti i licence koje se koriste u proizvodnji, njihova dokumentiranost i zaštita
	Utjecaj propisa o zaštiti okoliša i ekologiji na proizvodnju i potrebu budućih ulaganja
	Opis informatičkog programa koji se koristi u proizvodnji, njegovih funkcionalnosti
	Katalog proizvoda i usluga sa cijenama i trenutnim količinama
	Knjiga narudžbi ili plan proizvodnje
	Analize koje društvo ima vezano uz istraživanje konkurentnosti proizvoda, cjenovne elastičnosti, te jake i slabe strane proizvoda i usluga

4.6. Nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna imovina

Zbog sagledavanja imovine, odnosno vlasništva i vrijednosti imovine koja se koristi u poslovnom procesu. Naime, tijekom dubinskog snimanja potrebno je provjeriti sa kojom imovinom je tvrtka organizirala poslovanje, što je od te imovine u vlasništvu tvrtke a što u vlasništvu, koji su uvjeti i način stjecanja odnosno zakupa, vrijednost tih zakupa i njihovi očekivani novčani odlivi, detalji o najvrjednijoj imovini koju tvrtka posjeduje, kao i detalji o toj imovini.

Posebna pozornost usmjerava se ka usporedbi knjigovodstvene sa tržišnom vrijednosti i utjecaju utvrđene razlike na financijski položaj i uspješnost poslovanja.

Naime, prema računovodstvenim politikama i standardima, svako društvo može odabrati metodu vrednovanja svoje imovine ili po trošku po kojem je tu imovinu stekao i kasnije ju amortizirati ili po tržišnoj (fer) vrijednosti. Ukoliko društvo odabere prvu metodu, a većina društava za nekretnine koje koristi u procesu poslovanja tako i priznaje, protekom vremena zbog visokih stopa amortizacije koje se koriste kao porezni zaklon, takva će imovina postati podcijenjena.

Razlika između knjigovodstvene i fer vrijednosti ima pozitivan utjecaj na vrijednost društva. Takve su razlike karakteristične i najviše se zapažaju kod vrijednosti nekretnina, koje dobro čuvaju vrijednost.

Osim postojećih ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu, koja su već započeta, potrebno je sagledati i očekivana ulaganja i/ili potrebna ulaganja u budućnosti, takvi planovi investicija izravno utječu na očekivane vrijednosti budućih novčanih tokova, kao i na vrijednost tvrtke.

Najvrjedniji resursi društva uopće su tržište, zaposlenici i brandovi, a svi se uključuju u definiciju nematerijalne imovine.

Nematerijalna imovina, sukladno Međunarodnom računovodstvenom standardu (MRS) 38 Nematerijalna imovina, t. 9. u okviru nematerijalne imovine izrijekom se navodi da u okviru nematerijalne imovine niz stari kao što su računalni softver, patent, autorska prava, filmovi, popis kupaca, založna prava, dozvole za ribarenje, uvozne kvote, franšize, odnos s kupcima i dobavljačima, odanost kupaca, tržišni udjel i marketinška prava.

Najveći dio takve imovine zbog računovodstvenih standarda nije priznat u poslovnih knjigama društva, ali će biti prepoznat u trenutku stjecanja kao zasebna nematerijalna imovina ili goodwill od strane stjecatelja. Naime, prema MSFI 3 Poslovna spajanja i MRS 38, t. 33., ako je nematerijalno sredstvo stečeno u poslovnom spajanju, trošak nabave tog nematerijalnog sredstva jest njegova fer vrijednost na dan stjecanja. Fer vrijednost nematerijalnog sredstva odražava očekivanja o vjerojatnosti da će buduće ekonomske koristi iz sredstva pritjecati u subjekt.

Posebnu pozornost tijekom financijskog dubinskog snimanja potrebno je usmjeriti na prepoznavanje i analizu vrijednosti brandova koji su vlasništvo društva.

Kako se pojam brand-a poistovjećuje sa pojmom zaštitnih znakova i ostalih marki (žiga), važno je naglasiti da je pojam brand-a širi od pojma žiga, te se pod pojmom branda uzimaju autorska prava, registrirana i neregistrirana prava dizajna i zaštitnih znakova, žigova, goodwilla, i ostale povezane nematerijalne imovine prije svega nositelja ekonomskih benefita na organizaciji koja posluje temeljem te nematerijalne imovine. Sukladno MRS 38 t. 37., brand je marketinški izraz koji se u pravilu odnosi na skupinu komplementarnih sredstava kao što su zaštitni znak (ili uslužni znak) i njemu pripadajuće zaštitno ime, formula, recepti i tehnološka stručnost.

Osim ukoliko nisu stečeni, pa time i priznati u poslovnim knjigama, brandovi koji su u vlasništvu društva predstavljaju njegovu nepriznatu, a najvrjedniju imovinu.

Zadatak savjetnika u postupku financijskog dubinskog snimanja nije procjenjivanje brandova ali jest prepoznavanje elemenata tog vrednovanja i to volumena prodaje koji se u društvu veže uz pojedini brand (ne proizvode nego brand pod kojim se proizvodi prodaju), marža koja se ostvaruje i tržišni udio.

Da bi brand pripadao društvu, osim činjenice da ga je stekao ili sam razvio, potrebno je posjedovati i pravnu dokumentaciju vezanu uz intelektualno vlasništvo.

Tablica 8 Lista zahtjeva za informacijama – Nekretnine i imovina

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
NEKRETNINE I IMOVINA	Specifikacija vrste i vrijednosti opterećene imovine, te vrijednosti opterećenja, tehnički podaci o nekretninama i postrojenjima, sa popisom incidenata, popravaka i analizom potrebnih ulaganja u imovinu
	Registar osnovnih sredstava s datumima nabave, procjenama korisnog vijeka trajanja, lokacije i funkcije u kojoj se koristi imovina
	Ugovori o održavanju i financijskim pravima i obvezama prema društvima koji imovinu održavaju
	Ugovori o najmovima i specifikacija razdoblja na koje su ugovoreni, oznaka vrste najma, uvjeti najma i struktura najamnine
	Izjave odreknuća od prava u uvjetima odstupanja od ugovorenih uvjeta ili rezultata poslovanja
	Specifikacija nekretnina, s adresom, funkcijom imovine, veličinom, cijenom ili naknadom, raspoloživim procjenama, teretima na imovini i dokazom vlasništva
	Specifikacija vrijednosti, struktura i lokacija neoperativne imovine
	Specifikacija imovine koja nije u uporabi

4.7. Obveze po zajmovima i kreditima

Na likvidnost društva, a time i na vrijednost društva utječu i budući novčani tokovi, odlivi, koji nastaju po preuzetim obvezama po primljenim zajmovima i kreditima od banaka i drugih vjerovnika.

S obzirom da je položaj vjerovnika različit od položaja vlasnika, promatrajući kroz prizmu mogućnosti naplate uložених sredstava, a često se događa da upravo postojeći vjerovnici postanu novi vlasnici udjela u tvrtki, struktura i visina ovih obveza, kao i obveza prema drugim ključnim vjerovnicima, te specifične ugovorne odredbe važne su za sagledavanje likvidnosti društva.

Tablica 9 Lista zahtjeva za informacijama – Zajmovi

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
ZAJMOVI	Specifikacija zaduženja po ročnosti, uvjetima zaduženja, namjeni i uvjetima korištenja i povrata kredita
	Potvrde stanja dugova na izvještajne datume
	Ugovori o značajnijim zaduženjima, te popratnim sporazumima
	Analiza otplate kroz buduća razdoblja
	Izjava društva o namjenskom korištenju zajmova i kredita
	Otplatni planovi, pojašnjenje urednosti podmirivanja i popis incidenata u protekle tri godine

4.8. Radni kapital

U okviru radnog kapitala ili obrtnog kapitala analiziraju se kratkotrajna potraživanja i kratkoročne obveze, njihova struktura po skupinama kupaca i dobavljača, ročna struktura i naplativost potraživanja, dinamika i politika priznavanja i ukidanja vrijednosnog usklađenja potraživanja, analiza strukture i politike priznavanja i prestanka priznavanja razgraničenja, rezerviranja i potencijalnih obveza.

Tablica 10 Lista zahtjeva za informacijama – Radni kapital

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
RADNI KAPITAL	Analiza razine gotovine i dostatnosti za postojeće potrebe poslovanja
	Specifikacija i opis aranžmana prekoračenja i
	Ugovori o prekoračenjima stanja novca na računu
	Analiza potrebne razine zaliha za potrebe neometanog poslovanja i
	izračun trajanja nabave do fco skladište za ključne materijale i sirovine
	Specifikacija nekurentne robe, manjkova na zadnjoj inventuri, te
	pripadajuće vrijednosno usklađenje
	Specifikacija očekivanih odljeva prema dospijeću dobavljača
	Specifikacija očekivanih priljeva prema dospijeću kupca
	Analiza trendova naplate u odnosu na prihode
	Specifikacija uvjeta za prijevremeno plaćanje za ključne dobavljače
	Opis postupaka i uvjeta kreditiranja kupaca

4.9. Porezi

Iako su porezi uobičajeno posebna vrsta dubinskog snimanja, u okviru financijskog dubinskog snimanja ipak se razmatraju elementi poreznog dubinskog snimanja koji su bitni za razumijevanje isplativosti ulaganja, poreznih propisa koji imaju utjecaja na poslovanje, potencijalnih poreznih rizika i poreznog položaja društva.

U toku dubinskog snimanja pregledavaju se porezne prijave, ispravnost i njihova potpunost, postojanje duga, dinamika podmirenja duga, utvrđene porezne nepravilnosti i propusti u prošlosti, da li su razlozi njihovog nastanka otklonjeni, te kvaliteta i sigurnost aktivnosti koje su poduzete u cilju njihova otklanjanja i sprečavanja ponovnog nastajanja.

Osim propusta, pregledava se i potencijalna nepriznata porezna imovina, transferne cijene, ukoliko ih ima, kvaliteta računovodstvene dokumentacije za porezne potrebe i utvrđuje postojanje potencijalnih poreznih rizika koji po toj osnovi mogu teretiti društvo.

Tablica 11 Lista zahtjeva za informacijama – Porezi

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
POREZI	Specifikacija poreza koja obvezuje društvo
	Kartice porezne uprave za posljednje tri godine
	Potvrda porezne uprave o stanju duga na dan
	Sažetak odredbi po kojoj je društvo obvezno obračunavati i plaćati poreze
	Specifikacija i pojašnjenje politike odgođenog poreza, privremenih i stalnih razlika
	Porezna prijava poreza na dobit za posljednje tri godine
	Prijava poreza na dodanu vrijednosti, mjesečna za posljednje tri godine
	Prijava mjesečnih obračuna plaća za posljednje tri godine
	Opis postupaka s poreznom upravom u tijeku, nadzora ili sudskih postupaka vezanih uz porezne prijave
	Opis prava i postojanje poreznih gubitaka, njihova specifikacija po godinama
	Status inozemnih dobiti i gubitka u poreznoj prijavi društva
	Opis važnih poreznih pitanja

4.10. Poslovni planovi

Analiza realnosti poslovnih planova započinje usporedbom planiranih rezultata poslovanja budućeg razdoblja sa povijesnim financijskim informacijama i normaliziranim rezultatima poslovanja iz prošlih razdoblja.

Iako su se ekonomske krize pojavljivale tijekom povijesti i uzrokovale probleme u poslovanju, prije svega gubitke u poslovanju i narušavanje likvidnosti, te posljedično i značajna smanjenja cijena dionica, odnosno samih tvrtki, u modelu planiranja zadržan je model vječnog rasta uz određenu stopu veću o 0% i u promatranom razdoblju, ali i kod izračuna rezuidualne vrijednosti.

Prema MRS 36 – Umanjenje imovine, t. 33.a proizlazi da kod projekcija novčanih tokova koje je odobrila uprava trebaju obuhvatiti period od najviše pet godina, osim u slučaju kada je moguće opravdati i dulje razdoblje. Procjena se obavlja ekstrapolacijom projekcija temeljenih na financijskim planovima odnosno prognozama, korištenjem stabilne ili opadajuće stope rasta naredne godine, osim u slučaju kada je moguće opravdati rastuće stope.

Poslovne je planove potrebno analizirati zbog njihovog izravnog utjecaja na (očekivanu) vrijednost tvrtke, a korekcija raspoloživih poslovnih planova i projekcija potrebna je kako bi se utvrdila okvirna vrijednost tvrtke temeljena na novčanim tokovima.

Pročišćene financijske informacije potrebne su i zbog primjenjivosti drugih metoda procjene vrijednosti tvrtke.

Planinara budućnost potrebna je i zbog procjene potrebne razine likvidnosti u cilju nesmetanog nastavka poslovanja nakon potencijalnog stjecanja, investiranja ili provedenog postupka restrukturiranja.

Elementi poslovnog plana koji se analizira istovjetni su elementima prilagođenih financijskih izvještaja, budući da se na taj način omogućuje konzistentna usporedba korištenih financijskih parametara.

Kritički pregled pripremljenog poslovnog plana ili projekcija moguće je jedino ukoliko se obavi detaljna analiza razloga i procjena uzetih u postupku planiranja vezanih uz razinu prihoda, strukturu prihoda po postojećim i novim kupcima, izravnim i neizravnim troškovima koji terete planirane prihode, ključnim pokretačima planiranih EBITDA, promjenama radnog kapitala, potrebnim kapitalnim ulaganjima, izvorima financiranja i pripadajućim testom osjetljivosti.

Tablica 12 Lista zahtjeva za informacijama – Sustav izvještavanja i sustav interne kontrole

Područje	Lista zahtjeva za informacijama
SUSTAV IZVJEŠĆIVANJA I SUSTAV INTERNE KONTROLE	Financijski izvještaji i to račun dobiti i gubitka po pojedinim segmentima, grupama proizvodima i tržištima sa pripadajućim podacima o rezultatima poslovanja u zadnje tri godine Planovi poslovanja - financijski, koji daju planirane prihode i rashode, te objašnjavaju razloge zbog kojih je tako planirano, uključivo i planove investiranja i dezinvestiranja, kao i planove povećanja kapitala i utjecaja potencijalnih obveza ili ključnih promjena na buduće poslovanje Specifikacija potencijalnih obveza (garancija, jamstva i slično) Opis strukture i sadržaja sustava internih kontrola Opis inforamtičkog sustava i njegovih funkcionalnosti Ugovori o vlasništvu ili pravu korištenja IT sustava Ugovori o načinu korištenja, pravima na izmjene u sustavu i održavanju sustava, kao i nadzoru i pravima i obvezama za razvoj i ažuriranje sustava Opis sustava izvještavanja vezanih uz postavljene ciljeve Izvještaji o realizaciji plana za prethodne 3 godine Osiguranje imovine od šteta i pripadajući ugovori o osiguranju Popis svih računa na kojima se evidentiraju transakcije sa povezanim i ovisnim društvima Klasifikacija računa i opis poslovnih odnosa sa povezanim i ovisnim društvima kao temelj za uspostavu postavljenog sustava zaračunavanja internih transakcija (elaborat o transfernim cijenama) Analiza povijesnih rezultata i to narudžbi (ugovora) u odnosu na realizaciju i usporedba sa konkurencijom Analiza obrtnog kapitala, dana vezivanja i izračun novčanog jaza Analiza prosječnog stanja novca na računu, odstupanja po mjesecima i objašnjenje razloga odstupanja za zadnje tri godine

4.11. Elementi zaključka financijskog dubinskog snimanja

Kako je izvještaj o dubinskom snimanju opsežan materijal kojemu nije samo cilj spoznaja ključnih elemenata od utjecaja na vrijednost i stabilnost budućih novčanih tokova, već i temelj za donošenje budućih poslovnih odnosa i mjesto u kojem se nalaze detaljne informacije vezane uz samo društvu, na početku izvješća uobičajeno se stavnja sažetak sa ključnim pojavama, zaključcima i aktivnostima koje je potrebno poduzeti na temelju prezentiranih zaključaka, a obuhvaćaju:

- Pregled ključnih pokretača prihoda u prošlosti
- Pregled ostvarenog EBITDA u prošlim godinama
- Pregled ostvarenih prihoda i rashoda, priliva i odliva u prošlim godinama
- Planirane prihode i neto novčane prilive
- Neto imovinu sa kojom je raspolagalo društvo u prošlim godinama i
- Precijenjena ili podcijenjena vrijednost neto imovine
- Radni kapital ostvaren u prošlim godinama i planiran u budućnosti
- Posudbe (kredit i zajmovi) i dinamika njihova povrata,
- Planirana ulaganja u budućem obračunskom razdoblju te
- Druge bitne pojave i transakcije o kojim je potrebno voditi računa.

Tako utvrđene informacije preduvjet su uspješne promjene managementa, vlasništva, preuzimanja posla i integracije koja slijedi.

Izvješće o obavljenom dubinskom snimanju prezentira se naručiocu, a ukoliko su obje strane suglasne, prilaže se i ugovoru o stjecanju kao temelj za utvrđivanje cijene i potvrđivanje činjeničnog stanja na dan preuzimanja.

5. RASPRAVA

Kultura prikupljanja i upravljanja informacijama jedna je strana medalje potrebne u dobrom managementu, dok je druga strana u vještini ili talentima vođenja i upravljanja tvrtkom, promjenama i na posljétku ljudskim potencijalima.

Kultura prikupljanja i upravljanja informacijama usko je povezana sa razumijevanjem nepobitne činjenice da je u poslovanju uvijek potrebna neovisna i stručna provjera činjenica prikupljenih, tumačenih i korištenih u dobroj vjeri.

Naime, temelj dobrog managementa leži u samokritičnosti i stalnoj provjeri prikupljenih informacija, budući da skeptičnost i stalna i ponovljena, barem periodička provjera je neophodna u osiguranju ispravnog i sigurnog načina vođenja poslovanja.

Iskustveno, sve najveće pogreške najčešće nastaju zbog propuštenog detalja koji mijenja ukupnu sliku transakcije, posla ili ukupnog poslovanja, a većina takvih pogrešaka ili zabluda, barem onih koji nisu stvar procjene ili kvalitete izvedbe, primjenom dostupnih alata, kao što je dubinsko snimanje, mogla je biti otklonjena da je management koristio stručnjake koji bi snimanjem dijela ili svih ključnih područja, mogla biti otklonjena.

Dubinsko snimanje, kao alat managementa, u kontekstu upravljanja rizicima, služi kao alat upravljanja barem operativnim rizikom, pravnim rizikom, rizikom usklađenosti sa zakonom i u konačnici reputacijskim rizikom.

Kako je upravljanje temeljeno na procjeni rizika postalo temeljni model pojedinih funkcija i temelj za kvalitetan pristup funkciji upravljanja, sama procjena rizika temelji se na kvaliteti i ispravnom razumijevanju prepoznatih informacija. U tom kontekstu, nezavisna vanjska procjena daje svoj doprinos kvaliteti prepoznavanja i tumačenja prikupljenih informacija, a samim time i povećanju pouzdanosti ili sigurnosti vođenja poslovanja.

Korist koju dubinsko snimanje pruža korisniku u kontekstu upravljanja rizicima, ima svoju ulogu u prepoznavanju rizika, a ukoliko preporuke u dubinskom snimanju kvalitetne, onda se ta uloga proširuje i na samo upravljanje.

U pravnom smislu, nakon nezavisne potvrde prepoznatih i korištenih informacija, management kompanije korištenjem vanjskih i nezavisnih stručnjaka za dubinska snimanja prije pokretanja bilo kakvih značajnijih financijskih odluka, osigurava barem razumnu razinu osiguranja koja je

potrebna u kontekstu postojeće odgovornosti management, a koja proizlazi iz odredaba Zakona o trgovačkim društvima (odredbe čl. 252. Zakona o trgovačkim društvima).

Naime, sukladno članku 272. Zakona o trgovačkim društvima, management društva obavezan je postupati u interesu društva, odnosno voditi poslove s pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika. Na dužnost postupanja uprave odnosno managementa u vođenju poslovanja s dužnom pozornošću i na njihovu odgovornost na odgovarajući se način primjenjuju odredbe članka 252. Zakona o trgovačkim društvima.

Razina pozornosti nužno je vezana uz razinu osiguranja koju management osigurava prilikom pokretanja poslovne aktivnosti u koja se po prirodi posla nužno trebaju uložiti značajna financijska sredstva.

Nedovoljna pozornost povezana je stoga sa neizostavnom odgovornošću uprave društva u upravljanju imovinom društva. U tom je smislu uspostavljena nepropisana a dobra poslovna praksa.

Osim pitanja odgovornosti, dubinsko snimanje povezano je i sa pitanjem uspješnošću vođenja poslovanja.

Disciplina korištenja alata dubinskog snimanja u određenim je okolnostima stvar poslovne kulture koja je kao praksa uvriježena upravo zbog opetovane spoznaje razloga propadanja prilika za razvoj i unapređenje poslovanja bilo kroz spajanja i preuzimanja, bilo kroz investiranje. Kao najčešći razlog uvijek se navodi nedovoljna pripremljenost takvih procesa, nepoznavanje novog društva ili nemogućnost ostvarenja zadanih ciljeva.

Za dubinsko snimanje potrebna je prije svega stručnost, koja, osim stjecanja znanja zahtjeva nužno iskustvo, razumijevanje i snalaženje u gospodarskoj stvarnosti. Kako su područja dubinskog snimanja razna, a zahtjevi za stručnosti visoki, postupak dubinskog snimanja je nezaobilazno skup i iscrpljujući.

Ipak, trošak neznanja iako nije izravni trošak, daleko je skuplji i sa težim posljedicama od troška koji zahtjeva dubinsko snimanje.

Razina mogućih ušteda uvijek je povezana sa procjenom rizika i razumnim ulaganjem u potrebnu razinu osiguranja prilikom ulaganja značajnih financijskih sredstava.

Osim kao dobra poslovna praksa i koristan alat u iznimnim okolnostima stjecanja ili investiranja, dubinsko snimanje ima svoju primjenu i u redovnom poslovanju.

Naime, periodičko obavljanje dubinskog snimanja ipak je neophodno, ne samo u određenim trenucima, kao što je promjena managementa, vlasništva ili postupka restrukturiranja, već i u rednom poslovanju kako bi management dobio informaciju i usporedio tako dobivene informacije sa onima koja dobiva kroz redovni sustav izvješćivanja.

Odluke temeljene na činjenicama izravno ovise o kvaliteti sustava izvješćivanja, koji se u Republici Hrvatskoj, neovisno o zavidnoj računovodstvenoj praksi, svode najčešće na izvješćivanje države ili za potrebe ispunjavanja zakonskih zahtjeva.

Smisao postupka dubinskog snimanje jest razumjeti odgovore, ali i postaviti prava pitanja, a da bi ona bila postavljena potrebno je znati koju dokumentaciju je potrebno naručiti, kako bi se njenim proučavanjem mogla uočiti potrebna informacija.

U komunikacijskom smislu, stručnjaci angažirani na dubinskom snimanju postaju managementu pravovremeni i upućeni svjedoci poslovnih odluka i podrška managementu u razmatranju prepoznatih rizika i postavljanju ciljeva i izradi planova upravljanja stečenim akvizicijama ili investicijama.

Neosporno je da ukoliko se radi o stjecanjima ili investiranjima, osim vanjskih i neovisnih stručnjaka, određene dijelove, čak i kvalitetnije mogu obavljati interni stručnjaci društva koje je preuzimatelj, budući da stručnjaci ili osobe koje u matičnom društvu obavljaju iste ili slične poslove mogu bolje razumjeti okolnosti, situaciju i izvedivost postavljenih ciljeva.

Struktura dokumentacije i postupaka koje se koriste u dubinskom snimanju u radu je prezentirana i pojašnjena upravo zbog razumijevanja pristupačnosti tog alata dubinskog snimanja. Ipak, ukoliko se sagledava opravdanost korištenja vanjskih u odnosu na interne stručnjake, potrebno je razumjeti da nezavisnost i iskustvo u obavljanju dubinskih snimanja, odnosno mogućnost usporedbe s drugim subjektima, ciljevima i postupcima dubinskog snimanja daju cjenovno opravdanu dodanu vrijednost

Stoga je u samom radu opisno dana potrebna dokumentacija, kako bi i bez postupka dubinskog snimanja, uprava društva znala postavljati pitanja prema organizaciji i dobivati odgovore koji su uvijek neizbježna podloga za poslovno odlučivanje.

Značajan rizik u svrsishodnosti obavljanja dubinskog snimanja je i pitanje ograničenja distribucije.

Naime, učestala je pojava da se dubinska snimanja ograničavaju u distribuciji i sačinjavaju isključivo za naručioca kako bi on imao informaciju i spoznaju. Ograničenje distribucije proizlazi dijelom i iz motiva naručioca da kroz postupak dubinskog snimanja utvrde sve slabosti, nepravilnosti, pogreške ili bilo kakve druge propuste ili barem teme na kojima bi potencijalni naručilac mogao profitirati korištenjem usluga savjetnika u postupku dubinskog snimanja.

Stoga uloga savjetnika u postupku dubinskog snimanja nije da realno procjene stanje u društvu, već da pronađu elemente koje će biti pregovarački alati u rukama naručioca, nerijetko potencijalnog stjecatelja.

Kako se ne radi uvijek o pronalasku odstupanja, već o pronalasku elemenata koji bi bili mogući za raspravu, savjetnici nerijetko zabranjuju korištenje i distribuciju svog izvješća, osim za naručioca. Stoga puna svrha obavljenog dubinskog snimanja tendira devijacijama, a sklonost obavljanju dubinskog snimanja dodatno se smanjuje.

S druge strane, ukoliko se sam proces promatra kao alat koji omogućuje stvaranje kvalitetne platforme za ostvarenje cilja, u pregovaračkom smislu, tada je savjetniku koji obavlja posao dubinskog snimanja i potrebno ograničenje distribucije.

Naime, kako cilj dubinskog snimanja nije realno sagledavanje i arbitriranje u određenom procesu, već postizanje zadanog cilja, funkcija savjetnika nužno treba biti zaštićena od optužbi koje bi druga ugovorna strana mogla imati na rezultate rada savjetnika koji je obavljao dubinsko snimanje.

Stoga je važno razumjeti da je postizanje zadanog cilja temeljni zadatak stručnjaka koji obavljanju dubinsko snimanje i po tome se razlikuju od revizora kojima je pak smisao potvrda stanja i uspješnosti temeljem određenih računovodstvenih, a ne poslovnih pravila.

Vrijednost prikupljenih i tumačenih informacija potrebno je sagledavati i kroz tu prizmu, te ih je u planiranju aktivnosti nakon preuzimanja ili investiranja potrebno korigirati za učinke težnje postizanja zadanih ciljeva.

U tom je smislu važno istaknuti trenutak u kojem se koristi alat dubinskog snimanja, a to je faza prije preuzimanja, dakle, pripremna faza koja prethodi preuzimanju. Ipak, zbog strukture i

opsega samog postupka, informacije iz te faze potrebno je iskoristiti za drugi dio aktivnosti od kojih se očekuje ostvarenje zadanih ciljeva, odnosno povrat na uložena sredstva.

Upravo zbog pripreme plana realizacije ciljeva postavljenih prije ulaska u stjecanje ili investiranje, u sadržaju dubinskog snimanja trebaju biti uključene i informacije o samom ustroju predmeta stjecanja, kako bi managementu bilo moguće preuzeti, ovladati i upravljati novih subjektom i to odmah nakon preuzimanja.

Razmatranje pitanja kvalitete i s tim povezanih učinaka dubinskog snimanja, važno je istaknuti još jedno bitno ograničenje, a ono se odnosi na pitanje postojanja poslovne tajne.

Naime, nerijetko iz razloga zaštite vlastitih interesa, prodavatelj označava pozicije, transakcije, dokumente ili slično koje su poslovna tajna i ne mogu biti otkriveni.

Učinak informacija koje su označene kao poslovne tajne mogu imati utjecaja na donošenje odluke o stjecanju ili investiranju, a mogu biti i informacija kojoj je funkcija i suština isključivo zaštita interesa potencijalnog stečenika od konkurencije, ukoliko se transakcija stjecanja ili investiranja u konačnici ne dogodi.

Neovisno o neospornoj koristi za potencijalnog stečenika, a što se pokazalo i kroz primjere neuspjelih akvizicija u Republici Hrvatskoj, poslovna tajna u postupku dubinskog snimanja mogu biti isključivo informacije koje nemaju utjecaja na nesmetano preuzimanje i nastavak poslovanja. Sve ostale skrivene informacije predstavljaju razlog za neulaženje u transakciju ili obustavu transakcije, te ih je u kontekstu značajnosti angažiranih sredstava u postupku dubinskog snimanja, nužno potrebno prethodno raspraviti i usuglasiti.

Poslovnu tajnu je potrebno razlikovati od rizika neotkrivenja. Naime, zadatak savjetnika u postupku dubinskog snimanja je otkriti sve značajne transakcije, elemente financijskih izvještaja ili druge informacije koje jesu ili mogu biti od interesa potencijalnom stjecatelju u samom procesu razmatranja opravdanosti odluke o stjecanju ili investiranju, pripremi plana preuzimanja i s tim povezanih aktivnosti nakon preuzimanja.

Ipak, osim rijetkih javno dostupnih informacija, većina postavljenih zahtjeva temelji se na dokumentaciji koju priprema subjekt kod kojeg se dubinsko snimanje i obavlja, dakle, temelji se na dobrovoljno dostavljenoj dokumentaciji.

Postojeći pravni okvir nalaže da su informacije koje se prezentiraju dobrovoljne i usuglašene, a da se postupanje obiju strana mora biti u dobroj vjeri.

Svjesna uskrata informacija koje bi mogle biti značajne na sam tijekom transakcije predstavlja skrivenu manu i za sobom povlači pravnu odgovornost. Ipak, u kontekstu počinjenja štete, takvi alati djeluju nakon što je šteta počinjena, a ne preventivno, što je bitno zbog zaštite imovine stjecatelja ili investitora.

Drugo ograničenje odnosi se na transakcije, postupke ili informacije koje se događaju između zaključnog dana na koji se informacije prikupljaju i dana preuzimanja kontrole. Savjetnik koji obavlja dubinsko snimanje nužno bi pod kontrolom trebao imati i događaje koji nastaju nakon dovršetka njihovog angažmana, dok bi se druga strana u tom razdoblju trebala suzdržavati od bilo kakvih aktivnosti koje nisu vezane uz redovito poslovanje.

Naime, čl. 514. Zakona o trgovačkim društvima određeno je da uprava koje sudjeluju u pripajanju moraju obavijestiti glavnu skupštinu o svim bitnim promjenama vrijednosti imovine i obveza koje su se dogodile od dana sastavljanja ugovora o pripajanju do dana održavanja glavne skupštine koja treba odlučiti o ugovoru o pripajanju.

Isto tako, prema načelima Zakona o obveznim odnosima odredbama koje reguliraju postupak pregovaranja, kao i obvezom izvještavanja o stanju društva, ukoliko strane postupku pregovora nisu pristupile ozbiljno ili ukoliko je ugovor sklopljen a radilo se o bitnoj zabludi, zabludi o pobudi kod besplatnog ugovora, nesporazumu ili prijevari, a može se odnositi i na objekt ugovora, bitna svojstva objekta ugovora, na osobu s kojom se sklapaju ugovor, a i na okolnosti koje se po običaju u prometu ili po namjeri strana smatra smatraju odlučnim, može zahtijevati poništavanje ugovora ili nadoknadu štete.

Pravne odredbe koje reguliraju prava društava jasno ukazuju kako je prezentacija informacija tijekom postupka dubinskog snimanja bitna, zakonski regulirana i ima dalekosežan i značajan utjecaj na društva koja se nalaze u takvom postupku.

No, kako su sve pravne mjere u svojoj suštini naknadne, smisao temeljitog i odgovornog dubinskog snimanja jest u pravovremenom otkrivanju potencijalnih rizika, kako bi se preventivno djelovalo u smjeru smanjenja rizika i sprečavanja štete koje mogu nastati na obje ugovorne strane.

6. ZAKLJUČAK

Svrha ovog rada bila je prezentirati područja koja dubinsko snimanje obuhvaća, utvrditi što je predmet dubinskog snimanja i koje vrste informacija se postupkom dubinskog snimanja prikupljaju.

Potreba za dubinskim snimanjem javlja se uobičajeno uslijed postupka stjecanja (akvizicija) ili investiranja, javnih ponuda ili promjena managementa ili restrukturiranja.

Metodologija rada temelji se na procjeni rizika, razlikuje od revizije, po opsegu i dubini angažmana, a rezultira kvalitetnim razumijevanjem predmeta preuzimanja.

Dubinsko snimanje obavlja multidisciplinarni tim savjetnika, jer su i znanja koja su potrebna pokrivaju različita područja.

Ipak, u praksi su najčešći financijsko, pravno i porezno dubinsko snimanje, osim u uvjetima stjecanja novih tehnologija ili kapaciteta, kada je snimanje proizvodnje ili novih tehnologija temeljna vrijednost koja se stječe.

Temeljem prethodnog istraživanja moguće je zaključiti da su upravo dubinska snimanja koja su prikladno i pravovremeno napravljena bili jedan od temeljnih preduvjeta za uspješno preuzimanje i kasniji postupak integracije.

Preuzimanja i spajanja aktivnosti su koje najviše dinamiziraju tržište, osiguravaju profitabilnije poslovanje i u konačnici povoljnije cijene proizvoda i usluga.

Stoga je ključno zadržati intenzitet preuzimanja i spajanja, a to je moguće jedino ukoliko se na tržištu generira dovoljan volumen uspješnih transakcija. Ostvarenje ciljeva preuzimanja i pripajanja odnosno integracije nužno je vezano uz pripremne radnje, od kojih je jedna i obavljanje dubinskog snimanja.

Kvaliteta dubinskog snimanja ovisi i pripremljenosti predmeta preuzimanja, stoga je bitno razumjeti i da se prodavatelji mogu pripremiti za preuzimanja pripremajući ključne informacije za potencijalni pregled.

U tom smislu predloženi modeli pregleda i specificirana dokumentacija biti će od pomoći i u pripremi društava za prodaju, a obuhvaća područja:

- Povijest i vlasništvo

- Management i organizacija
- Financijske informacije
- Tržište, konkurencija i kupci
- Proizvodni proces
- Nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna imovina
- Obveze po zajmovima i kreditima
- Radni kapital
- Porezi i
- Poslovni planovi

Što prema autoru predstavlja temeljni obuhvat, a dimenzija pojedinog poglavlja ovisi o prepoznatim rizicima i značaju koji ima pojedino područje na samo poslovanje društva i njenu neto imovinu.

Ključni odgovori koje treba dati dubinsko snimanje su:

Kako je izvještaj o dubinskom snimanju opsežan materijal kojemu nije samo cilj spoznaja ključnih elemenata od utjecaja na vrijednost i stabilnost budućih novčanih tokova, već i temelj za donošenje budućih poslovnih odnosa i mjesto u kojem se nalaze detaljne informacije vezane uz samo društvu, kao ključne informacije koje treba dati svako dubinsko snimanje su:

- Pregled ključnih pokretača prihoda u prošlosti
- Pregled ostvarenog EBITDA u prošlim godinama
- Pregled ostvarenih prihoda i rashoda, priliva i odliva u prošlim godinama
- Planirane prihode i neto novčane prilive
- Neto imovinu sa kojom je raspolagalo društvo u prošlim godinama i
- Precijenjena ili podcijenjena vrijednost neto imovine
- Radni kapital ostvaren u prošlim godinama i planiran u budućnosti
- Posudbe (kredit i zajmovi) i dinamika njihova povrata i
- Planirana ulaganja u budućem obračunskom razdoblju.

Kultura prikupljanja i upravljanja informacijama jedna je strana medalje potrebne u dobrom managementu, dok je druga strana u vještini ili talentima vođenja i upravljanja tvrtkom, promjenama i na posljepku ljudskim potencijalima.

Osim za potencijalna preuzimanja i spajanja, potreba za dubinskim snimanjem postoji i u uvjetima promjene managementa, vlasništva ili procesa koji podrazumijevaju promjenu, kao što je restrukturiranje.

Kultura prikupljanja i upravljanja informacijama usko je povezana sa razumijevanjem nepobitne činjenice da je u poslovanju uvijek potrebna neovisna i stručna provjera činjenica prikupljenih, tumačenih i korištenih u dobroj vjeri.

Obuhvat tema, način pretraživanja i tumačenja informacija, iskoristivost informacija i u tom slučaju može se predstaviti dubinsko snimanje društva kao koristan managerski alat, odnosno alat upravljanja.

Dubinsko snimanje, kao alat managementa, u kontekstu upravljanja rizicima, služi kao alat upravljanja barem operativnim rizikom, pravnim rizikom, rizikom usklađenosti sa zakonom i u konačnici reputacijskim rizikom.

Kako je upravljanje temeljeno na procjeni rizika postalo temeljni model pojedinih funkcija i temelj za kvalitetan pristup funkciji upravljanja, sama procjena rizika temelji se na kvaliteti i ispravnom razumijevanju prepoznatih informacija.

U tom kontekstu, nezavisna vanjska procjena daje svoj doprinos kvaliteti prepoznavanja i tumačenja prikupljenih informacija, a samim time i povećanju pouzdanosti ili sigurnosti vođenja poslovanja.

Upravo zbog širine i koristi od upotrebljivosti ovog managerskog alata, pripremljen je ovaj rad, kojem je cilj biti pomoć u praksi i doprinijeti boljem razumijevanju kulture upravljanja na temelju informacija.

Iako je primjena dubinskog snimanja dobrovoljna, odgovornost koja postoji u takvim situacijama dijelom je i zakonski regulirana i proizvodi učinke na strane u pregovaračkom postupku ili na ugovorne strane.

No, kako su sve pravne mjere u svojoj suštini naknadne, smisao temeljitog i odgovornog dubinskog snimanja jest u pravovremenom otkrivanju potencijalnih rizika, kako bi se preventivno djelovalo u smjeru smanjenja rizika i sprečavanja štete koje mogu nastati na obje ugovorne strane. Dubinsko snimanje jedan je od bitnih alata managementa u tom smjeru.

7. LITERATURA

- Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson: The art of M&A, Due diligence - Navigating critical steps an uncovering crucial data
- Wiliam M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010
- Wiliam M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010
- Gordon Bing: Due diligence – Techniques and Analysis
- Wiliam M. Crilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010
- The state of the deal, M&A trends 2019, www.deloitte.com
- M&A Integration, Choreographing greats performance PwC, 2017, www.pwc.com/us/deals
- Timothy J. Galpin: The complete guide to mergers and acquisitions – Process tools to support M&A integration at every level, 2014
- Deloitte, M&A, Iti s time for a break? How to maximise divestment success, London, 2017. www.deloitte.com
- Peter Howson: Checklist for due diligence, 2008
- Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson: The art of M&A, Due diligence - Navigating critical steps an uncovering crucial data
- Jason A. Scharfman: Private equity operational – Due diligence tools to evaluate liquidity, valuations and documentations, 2012
- Gordon Bing: Due diligence – Techniques and Analysis
- Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson: The art of M&A, Due diligence - Navigating critical steps an uncovering crucial data
- Gordon Bing: Due diligence – Techniques and Analysis
- James F. Grebey: Operations due diligence – An M&A guide for investors and business, 2012

- William M. Cilly and Anders Sherman: The AMA Handbook of due diligence, 2010
- Peter Howson; Due diligence, Masmedia, Poslovni dnevnik, 2006.