

# Financijsko restrukturiranje poslovnih subjekata

---

**Novosel, Petra**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2024**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management / Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:191:216560>

*Rights / Prava:* [Attribution 4.0 International](#)/[Imenovanje 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-09**



*Repository / Repozitorij:*

[Repository of Faculty of Tourism and Hospitality Management - Repository of students works of the Faculty of Tourism and Hospitality Management](#)



**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Prijediplomski sveučilišni studij**

**PETRA NOVOSEL**

**Financijsko restrukturiranje poslovnih subjekata**

**The Financial Restructuring of Companies**

Završni rad

Zabok, 2024.

**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Prijediplomski sveučilišni studij**  
Poslovna ekonomija u turizmu i ugostiteljstvu  
Studijski smjer: Menadžment u turizmu

**Financijsko restrukturiranje poslovnih subjekata**

**The Financial Restructuring of Companies**

Završni rad

Kolegij: **Financijska efikasnost razvojnog programa**

Student: **Petra Novosel**

Mentor: Izv. prof. dr. sc. **Siniša Bogdan**

Matični broj: **24943/19**

Zabok, lipanj 2024.



SVEUČILIŠTE U RIJECI UNIVERSITY OF RIJEKA  
FAKULTET ZA MENADŽMENT U TURIZMU I UGOSTITELJSTVU  
FACULTY OF TOURISM AND HOSPITALITY MANAGEMENT  
OPATIJA, HRVATSKA CROATIA

## IZJAVA O AUTORSTVU RADA I O JAVNOJ OBJAVI OBRANJENOG ZAVRŠNOG RADA

**Petra Novosel**

(ime i prezime studenta)

**24943/19**

(matični broj studenta)

**Financijsko restrukturiranje poslovnih subjekata**

(naslov rada)

Izjavljujem da sam ovaj rad samostalno izradila/o, te da su svi dijelovi rada, nalazi ili ideje koje su u radu citirane ili se temelje na drugim izvorima, bilo da su u pitanju knjige, znanstveni ili stručni članci, Internet stranice, zakoni i sl. u radu jasno označeni kao takvi, te navedeni u popisu literature.

Izjavljujem da kao student–autor završnog rada, dozvoljavam Fakultetu za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci da ga trajno javno objavi i besplatno učini dostupnim javnosti u cjelovitom tekstu u mrežnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci.

U svrhu podržavanja otvorenog pristupa završnim radovima trajno objavljenim u javno dostupnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci, ovom izjavom dajem neisključivo imovinsko pravo iskorištavanja bez sadržajnog, vremenskog i prostornog mog završnog rada kao autorskog djela pod uvjetima *Creative Commons* licencije CC BY Imenovanje, prema opisu dostupnom na <http://creativecommons.org/licenses/>.

U Opatiji, 24. lipnja 2024.

Potpis studenta

## Sažetak

Financijsko restrukturiranje uključuje značajne promjene u financijskoj strukturi poduzeća kako bi se poboljšala njegova financijska stabilnost. To može uključivati metode kao što su restrukturiranje duga, prodaja imovine, promjena kapitala ili promjena vlasničke strukture. Prije primjenjivanja metoda financijskog restrukturiranja, modeli predviđanja stečaja mogu uputiti na nadolazeće nestabilnosti. Modeli predviđanja koji se mogu primijeniti za otkrivanje financijske nestabilnosti su Altamanov Z-score, Kralicekov pokazatelj, Zmijewski score i drugi. Financijsko restrukturiranje često se poduzima kao odgovor na financijske poteškoće, kao što su pretjerano opterećenje dugom ili neučinkovita raspodjela kapitala. Rješavanjem temeljnih financijskih pitanja i usklađivanjem resursa tvrtke, financijsko restrukturiranje ima za cilj povećati likvidnost, solventnost, profitabilnost i ukupnu financijsku otpornost. Međutim, zahtijeva pažljivo planiranje, komunikaciju s dionicima i poštivanje zakonskih i regulatornih zahtjeva kako bi se postigli održivi rezultati. Općenito, financijsko restrukturiranje zahtijeva pažljivo planiranje, koordinaciju i uključivanje dionika kako bi učinkovito postiglo svoje ciljeve. Provođenjem odgovarajućih mjera prilagođenih specifičnim okolnostima poduzeća, financijsko restrukturiranje može pomoći u ponovnom uspostavljanju financijske stabilnosti, povećanju konkurentnosti i pozicioniranju poduzeća za dugoročni uspjeh.

Ključne riječi: likvidnost; solventnost; modeli predviđanja; financijsko restrukturiranje

## Sadržaj

Uvod .....	1
<b>1. Krize i upravljanje kriznim situacijama.....</b>	<b>2</b>
1.1. <i>Mogući uzroci financijskih poteškoća.....</i>	3
1.1.1. Prekomjerno kratkoročno zaduženje .....	4
1.1.2. Prekomjerno dugoročno zaduženje .....	4
1.1.3. Prioritetna potraživanja.....	5
1.1.4. Bilančni deficit.....	5
1.1.5. Unutarnji i vanjski uzroci financijske poteškoće.....	7
1.2. <i>Modeli predviđanja financijskih poteškoća.....</i>	8
1.2.1. Altmanov Z-score.....	8
1.2.2. Kralicekov pokazatelj.....	10
1.2.3. Springate model .....	11
1.2.4. Zmijewski score.....	12
1.2.5. Fulmer model.....	13
1.2.6. Taffler Z-score .....	14
1.2.7. Komparativna analiza Z-score-a, Springate-a i Zmijewski score-a.....	14
<b>2. Restrukturiranje poslovnih subjekata .....</b>	<b>15</b>
2.1. <i>Operativno restrukturiranje .....</i>	16
2.2. <i>Strateško restrukturiranje .....</i>	17
2.3. <i>Financijsko restrukturiranje.....</i>	18
2.3.1. Financijsko restrukturiranje potkapitaliziranog i prekapitaliziranog poduzeća .....	19
2.3.3. Reorganizacija kapitala.....	19
2.3.4. Otkup vlastitih dionica .....	20
2.3.5. HBOR – Financijsko restrukturiranje.....	21
2.4. <i>Akvizicije kao metoda korporativnog restrukturiranja .....</i>	22
<b>3. Oblici financijskog restrukturiranja poslovnih subjekata .....</b>	<b>23</b>
3.1. <i>Restrukturiranje bilance .....</i>	24
3.1.1. Sanacija financijske neravnoteže.....	25
3.1.2. Restrukturiranje i sanacija kratkotrajne imovine.....	26
3.1.3. Restrukturiranje i sanacija dugotrajne imovine.....	27
3.2. <i>Restrukturiranje računa dobiti i gubitka.....</i>	28
3.2.1. Sanacija neutralnog financijskog rezultata.....	29
3.2.2. Sanacija negativnog financijskog rezultata.....	30
3.3. <i>Restrukturiranje izvještaja o novčanom toku .....</i>	31
3.3.1. Problem vremenske nepodudarnosti prihoda i novčanih primitaka, rashoda i novčanih izdataka .....	32
3.3.2. Bilanca kao uzrok insolventnosti .....	32
3.3.3. Račun dobiti i gubitka kao uzrok insolventnosti .....	33
<b>Zaključak .....</b>	<b>35</b>
<b>Bibliografija .....</b>	<b>36</b>
<b>Popis ilustracija.....</b>	<b>39</b>

## Uvod

Financijske nestabilnosti, bilo da su izazvane gospodarskim padom, poremećajima u industriji ili nepredviđenim globalnim događajima, mogu ubrzati duboke izazove za financijsku stabilnost, operativnu održivost i dugoročnu održivost poduzeća. Početak financijske nestabilnosti često pokreće kaskadu financijskih pritisaka, u rasponu od ograničenja likvidnosti i sve lošije profitabilnosti do sve većeg duga i narušavanja povjerenja ulagača. Ako se ne kontroliraju, ti izazovi mogu eskalirati u egzistencijalne prijetnje, ugrožavajući sam opstanak organizacije. Financijsko restrukturiranje služi kao proaktivan odgovor na te izazove, pružajući okvir za ponovnu procjenu financijske pozicije poduzeća, usklađivanje strukture kapitala i provedbu ciljanih mjera za vraćanje stabilnosti i jačanje konkurentske pozicije. U svojoj srži, financijsko restrukturiranje obuhvaća niz promišljenih radnji usmjerenih na revitalizaciju financijskog zdravlja poduzeća, optimizaciju strukture kapitala i njegovo pozicioniranje za budući rast i profitabilnost. Ovaj višestruki proces uključuje pažljivu ponovnu procjenu financijskog položaja tvrtke, identificiranje područja slabosti i provedbu ciljanih mjera za njihovo učinkovito rješavanje. Od ponovnog pregovaranja o uvjetima duga do prodaje neosnovne imovine, financijsko restrukturiranje podrazumijeva niz strateških odluka skrojenih prema jedinstvenim okolnostima i ciljevima svake organizacije.

Predmet i svrha ovog rada su objasniti važnost provođenja mjera financijskog restrukturiranja poslovanja u slučaju financijske nestabilnosti poduzeća. Istaknuta je važnost korištenja modela predviđanja stečaja kao pokazatelja nadolazećih nestabilnosti. Analizirani su pojam krize i financijske nestabilnosti, uzroci i oblici financijskog restrukturiranja.

Korištena metoda prilikom izrade ovog rada je metoda kompilacije, korištenje već postojećih zaključaka i informacija uz iznošenje vlastitih zaključaka.

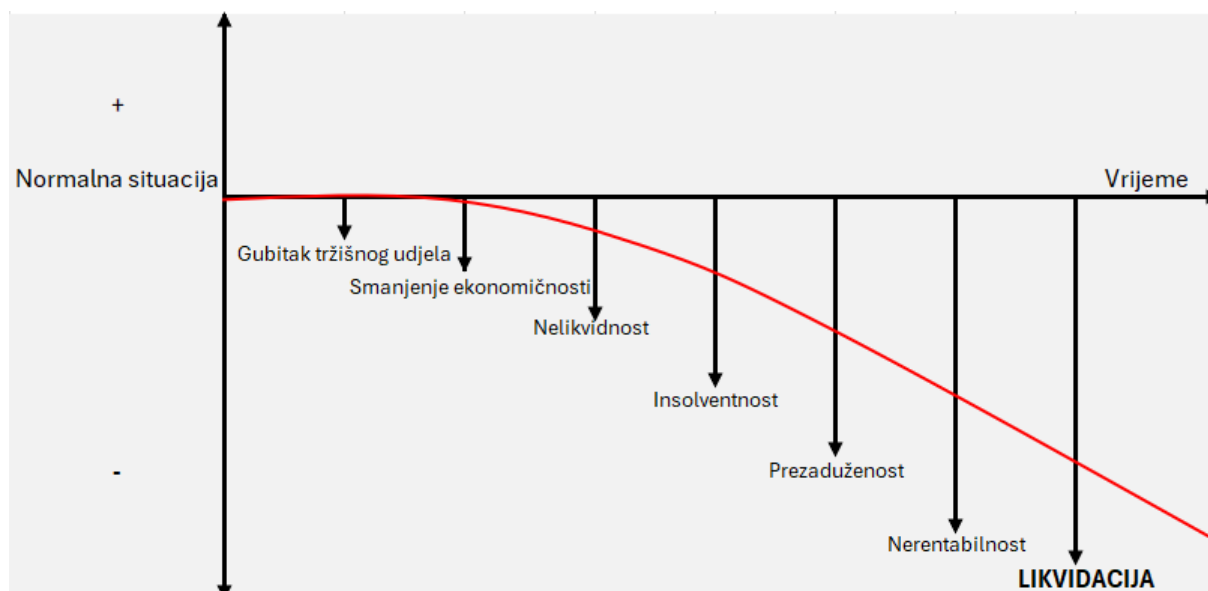
Rad je strukturiran od 5 dijelova. Prije samog uvoda, nalazi se izjava o autorstvu rada, sažetak i ključne riječi. U prvom dijelu se nalazi uvodni dio u kojem je definiran predmet istraživanja, svrha i ciljevi, metode istraživanja te struktura rada. U drugom dijelu rada definiraju se pojmovi krize, te uzroci i modeli predviđanja financijskih poteškoća. U trećem dijelu rada definiran je pojam restrukturiranja, te vrste restrukturiranja. U četvrtom dijelu detaljnije se pojašnjavaju oblici financijskog restrukturiranja i sanacije, te mjera za

restrukturiranje i sanaciju bilance, računa dobiti i gubitka i računa novčanih tokova. Zaključna razmatranja prikazana su u posljednjem djelu rada.

## 1. Krize i upravljanje kriznim situacijama

Pojasniti što točno znači kriza varira ovisno o eksternim uvjetima. Poimanje krize za osobu medicinske struke, kriza u filozofiji i kriza u vojnom aspektu ima tri različite interpretacije. Tako u medicinskom rječniku, kriza označava neku prijelomnu fazu u već postojećoj bolesti ili može značiti pogoršanje kronične bolesti (hipertonična kriza kod osoba koje boluju od povišenog krvnog tlaka). U vojnom aspektu, kriza označava stanje većeg intenziteta protivnikova djelovanja s velikim rizikom od izbijanja oružanog sukoba.

Filozofija pojašnjava kako je kriza konflikt koji završava donošenjem konačnih odluka.<sup>1</sup> U ekonomiji, kriza se definira kao vremenski ograničen period s ograničenom mogućnošću djelovanja i štetnim posljedicama na poduzeće.<sup>2</sup>



Grafikon 1. Razvoj financijske krize<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 4.

<sup>2</sup> Osmanagić-Bedenik, *Krizni menadžment: Teorija i praksa*, 102.

<sup>3</sup> Prilagođeno prema: Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 9.



U ekonomskom smislu, financijska kriza, odnosno poteškoća, započinje smanjenjem tržišnog udjela, zatim smanjenjem ekonomičnosti odnosno povećanjem troškova-smanjenjem prihoda, nelikvidnosti, insolventnosti (nemogućnost podmirenja dospjelih dugovanja), prezaduženosti, nerentabilnosti, te na kraju likvidacijom ukoliko se u prethodnim fazama nastajanja financijske krize nisu poduzele mjere sanacije.<sup>4</sup>

Krizni menadžment je zapravo oblik primijenjenog menadžmenta rukovođenog teorijom. Obuhvaća sve mjere i aktivnosti usmjerene prema savladavanju krizne situacije opasne za opstanak poduzeća kako bi se osiguralo ostvarenje ciljeva poduzeća.<sup>5</sup> Uspješno upravljanje krizom obuhvaća:

1. Proaktivno djelovanje kako bi se preduhitriло krizu prije nego nastupi i to raznim mjerama opreza i prevencijama,
2. Zatim identifikacija krize, koliko je snažna i je li već nastupila. U tim pitanjima, menadžmentu će pomoći kontroling,
3. Zadnji korak je reaktivno djelovanje na krizu, odnosno pokušaj savladavanja krize kad je već nastupila s ciljem izlaska iz nje.<sup>6</sup>

## 1.1. Mogući uzroci financijskih poteškoća

Financijske poteškoće su burni događaji koji uništavaju gospodarstva, često s dalekosežnim posljedicama. Mogu proizaći iz mnoštva čimbenika, uključujući pretjeranu zaduženost, kreditne krize, manjak likvidnosti, globalne ekonomske neravnoteže, političku nestabilnost, tehnološke poremećaje i pristranosti u ponašanju među ulagačima. Ti uzroci, ponekad međusobno povezani, mogu destabilizirati financijske sustave, što dovodi do kraha tržišta, bankrota banaka i ozbiljnog gospodarskog pada.

Prema Ivanoviću uzroci financijskih poteškoća su prekomjerno kratkoročno i dugoročno zaduženje, prioritarna potraživanja i bilančni deficit.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 10.

<sup>5</sup> Kešetović, *Problemi kriznog menadžmenta*, 54.

<sup>6</sup> Osmanagić-Bedenik, *Krizni menadžment: Teorija i praksa*, 103.

<sup>7</sup> Ivanović, *Financijski menadžment*, 461.

### 1.1.1. Prekomjerno kratkoročno zaduženje

Negativni neto novčani tok koje je poduzeće generiralo može biti posljedica prekomjernog kratkoročnog zaduženja. Negativni neto novčani tok za sobom vuče poteškoće u podmiranju dospjelih obveza, traženje rješenja u podizanju kredita, nemogućnost proširenja poslovanja, te nemogućnost ostvarivanja neto dobiti. Prekomjerno kratkoročno zaduženje može biti iskazano u dvije veličine:

- Prevelik broj dugovanja,
- Previsok iznos zaduženja.

Prevelik broj različitih dugovanja obuhvaća različite rokove dospijeca, kamatne stope i različite vjerovnike kojima se duguju sredstava. Olakotna okolnost kod ove vrste kratkoročnog zaduženja je ta da se može riješiti podizanjem kredita u visini traženih dugovanja. No kod previsokog iznosa zaduženja, problem će se trebati riješiti prepravljajanjem ugovorenih odnosa.<sup>8</sup>

### 1.1.2. Prekomjerno dugoročno zaduženje

Poduzeća koja ulažu u fiksnu imovinu najčešće se nađu pred problemom prekomjernog dugoročnog zaduženja koja su u svojoj biti ista kao i kratkoročna zaduženja. Neka poduzeća imaju visoka fiksna zaduženja, a druga su pak ograničena nepovoljnim odredbama ugovora, poput ekstremno visoke kamatne stope.

Kao i kod prekomjernog kratkoročnog zaduženja, potrebno je provesti financijsko restrukturiranje da bi se zaduženje podmirilo. Proces rješavanja je složeniji nego kod kratkoročnih zaduženja jer se većinom radi o većem zaduženju, te su stoga i izgledi za dogovor s vjerovnikom složeniji. Jedino u situaciji zaduženja kada dužniku (poduzeću) prijeti trajna nesposobnost plaćanja obveza (insolventnost), tada se vjerovniku više isplati surađivati s

---

<sup>8</sup> Ivanović, *Financijski menadžment*, 461.

dužnikom u smislu postizanja zajedničkog kompromisa u odnosu na striktno pridržavanje njegovog zakonskog prava.<sup>9</sup>

### 1.1.3. Prioritetna potraživanja

U situaciji kada poduzeće ima velik broj akumuliranih dividendi na preferencijalne dionice, koje nisu isplaćene, može postati razlog financijskih problema. Važno je napomenuti kako vrijedi pravilo da je dobrobit investitora direktno povezana s dobrobiti poduzeća. S tim na umu, financijske poteškoće uzrokovane prioritetnim potraživanjima, mogu se riješiti tako da dioničari zamijene prvotne vrijednosne papire za one s malo nepovoljnijom financijskom pozicijom s ciljem uklanjanja prvobitnog potraživanja i poboljšanjem financijskog stanja poduzeća. Takvo djelovanje dioničara naziva se rekapitalizacija.<sup>10</sup>

### 1.1.4. Bilančni deficit

Akumulacija deficita je suprotnost akumuliranju dobiti. U bilanci se akumulacija deficita prikazuje na poziciji 'Preneseni gubitak' što naravno upućuje na to da su vremenom dugovi/troškovi postali veći .

Ako deficit bilance predstavlja ozbiljan financijski problem, postoje koraci koje tvrtka može poduzeti, poput posuđivanja novca ili prodaje dionica. No, dioničari su zaštićeni od dugova poduzeća u smislu visine maksimalnog gubitka, odnosno u najgorem slučaju, gube ono što su uložili.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Ivanović, *Financijski menadžment*, 463.

<sup>10</sup> Ibid., 464.

<sup>11</sup> Sherman, „What Is Accumulated Deficit on a Balance Sheet?“

Tesla, Inc.		
Consolidated Balance Sheets (in millions, except per share data)		
	December 31, 2021	December 31, 2020
<b>Assets</b>		
Current assets		
Cash and cash equivalents	\$ 17,576	\$ 19,384
Short-term marketable securities	131	—
Accounts receivable, net	1,913	1,886
Inventory	5,757	4,101
Prepaid expenses and other current assets	1,723	1,346
Total current assets	27,100	26,717
Operating lease vehicles, net	4,511	3,091
Solar energy systems, net	5,765	5,979
Property, plant and equipment, net	18,884	12,747
Operating lease right-of-use assets	2,016	1,558
Digital assets, net	1,260	—
Intangible assets, net	257	313
Goodwill	200	207
Other non-current assets	2,138	1,536
<b>Total assets</b>	<b>\$ 62,131</b>	<b>\$ 52,148</b>
<b>Liabilities</b>		
Current liabilities		
Accounts payable	\$ 10,025	\$ 6,051
Accrued liabilities and other	5,719	3,855
Deferred revenue	1,447	1,458
Customer deposits	925	752
Current portion of debt and finance leases	1,589	2,132
Total current liabilities	19,705	14,248
Debt and finance leases, net of current portion	5,245	9,556
Deferred revenue, net of current portion	2,052	1,284
Other long-term liabilities	3,546	3,330
<b>Total liabilities</b>	<b>30,548</b>	<b>28,418</b>
Commitments and contingencies (Note 15)		
Redeemable noncontrolling interests in subsidiaries	568	604
Convertible senior notes (Note 11)	—	51
<b>Equity</b>		
Stockholders' equity		
Preferred stock; \$0.001 par value; 100 shares authorized; no shares issued and outstanding	—	—
Common stock; \$0.001 par value; 2,000 shares authorized; 1,033 and 960 shares issued and outstanding as of December 31, 2021 and December 31, 2020, respectively	1	1
Additional paid-in capital	29,803	27,260
Accumulated other comprehensive income	54	363
<b>Retained earnings (accumulated deficit)</b>	<b>331</b>	<b>(5,399)</b>
Total stockholders' equity	30,189	22,225
Noncontrolling interests in subsidiaries	826	850
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>\$ 62,131</b>	<b>\$ 52,148</b>

Slika 1. Primjer akumuliranog deficita tvrtke Tesla Inc.<sup>12</sup>

Vidljivo je iz primjera bilance tvrtke Tesla Inc. kako su dugovi vremenom postali veći te je zadržanu dobit od 331 milijun u prošloj godini, preuzeo gubitak u iznosu od 5.399 milijuna u idućoj financijskoj godini. Osim gore navedenih mogućih uzroka, prema Markoviću postoje naravno i unutarnji i vanjski uzroci financijskih poteškoća.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Izvor: Wallstreetprep, „Akumulirani deficit“

<sup>13</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 9.

### 1.1.5. Unutarnji i vanjski uzroci financijske poteškoće

Uzroke financijskih poteškoća moguće je podijeliti na unutarnje (interne) i vanjske (eksterne).<sup>14</sup>

Unutarnji uzroci poteškoća, koji se nalaze unutar samog poduzeća, uključuju sljedeće:

- Financijsku poteškoću mogu uzrokovati **vlasnici poduzeća** na način da si isplaćuju velike naknade, dividende, te tako negativno utječu na razvoj i modernizaciju poslovanja. Isto tako, oni svojim nedovoljnim znanjem i lošim poslovnim odlukama mogu negativno utjecati na financijski rezultat poslovnog subjekta.
- Prema raznim istraživanjima, nestabilnosti pa čak i likvidacije poduzeća najčešće uzrokuju **menadžment i zaposlenici**. Velika fluktuacija djelatnika, nedovoljna kompetentnost i znanje mogu poduzeće dovesti do financijske nestabilnosti.
- Financijska neučinkovitost poduzeća još je jedan od unutarnjih uzroka krize. Uzroci financijske neučinkovitosti mogu biti rezultat: loše nabavne politike tvrtke, neodgovarajuće kvalitete, smanjene proizvodnje i prodaje, neprofitabilne investicije i sl.

Za razliku od unutarnjih uzroka na koje je puno lakše utjecati, postoje i vanjski uzroci financijskih poteškoća na koje je ipak teže utjecati i neutralizirati ih, a to su:<sup>15</sup>

- Restriktivna monetarno-kreditna politika banaka koja otežava dobivanje kratkoročnih i dugoročnih kredita što može ugroziti investiranje poduzeća. Isto tako nepovoljne kamatne stope koje negativno utječu na financijski rezultat.
- Visoki porezi i druga davanja koja stvaraju visoke troškove poduzeću i smanjuju ekonomičnost.
- Važno je i navesti **inflaciju** kao jedan od vanjskih uzroka kriza s kojim se cijeli svijet susreće. Aktualna tema je kriza u istočnoj Europi, odnosno rat Ukrajine i Rusije koji je negativno utjecao na cijene energenata diljem svijeta. Porast inflacije u 2023. godini odrazio se negativno i na poduzeća koja su zbog porasta cijena materijala trebala podići cijene outputa što su pak osjetili i potrošači (fizičke osobe).

Vanjske uzroke je teško kontrolirati i neutralizirati, no ono što zahtijevaju i unutarnji i vanjski uzroci su brzo poduzimanje mjera sanacije i ublažavanje posljedice nestabilnosti.

---

<sup>14</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 10.

<sup>15</sup> Ibid.

## 1.2. Modeli predviđanja financijskih poteškoća

Posljednjih 50-ak godina, sve je veći naglasak na upravljanje krizom, svladavanje financijskih poteškoća za koje se mogu koristiti razni modeli predviđanja poteškoća i stečaja poduzeća, u smislu sustava ranog upozorenja. Upravo zbog takvih modela financijski menadžeri promptnim reagiranjem mogu pokušati otkloniti problem dok je on još u začetku. U tim modelima, stručnjaci su koristili razne statističke i matematičke varijable koje su smatrali značajnima za što točnije predviđanje stečaja.<sup>16</sup>

Neki od poznatih modela za predviđanje financijskih poteškoća su: Altmanov Z-score model, Kralicekov pokazatelj, Springate model, Zmijewski score, Fulmer model i Taffler Z-score model. Naravno, pored spomenutih postoje još brojni drugi modeli za predviđanje financijskih poteškoća.

### 1.2.1. Altmanov Z-score

Altmanov Z-score mjeri vjerojatnost stečaja tvrtke koja trguje na burzi. Objavio ju je 1968. godine Edward I. Altman kao docent financija na Sveučilištu u New York-u. Glavne karakteristike su:

- Pokazatelj koji utvrđuje vjerojatnost za stečajem,
- Obuhvaća koeficijent likvidnosti, solventnosti, rentabilnosti, financijsku polugu (zaduženost) i opću privrednu aktivnost,
- Što je rezultat bliži 0, to poduzeće ima veći rizik od stečaja, a što je rezultat bliži broju 3, poduzeće je financijski stabilnije.<sup>17</sup>

Prvotno je Altmanov Z-score pokazatelj obuhvaćao samo tvrtke koje kotiraju na tržištu, odnosno burzi. Petnaest godina kasnije, dakle 1983., osmišljen je novi Z-score model

---

<sup>16</sup> Bogdan, Bareša, i Hađina, „Testiranje primjenjivosti Altmanovog Z-score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj,“ 33.

<sup>17</sup> Kenton, „Altman Z-Score: What It Is, Formula, How to Interpret Results“

namijenjen poduzećima koja nisu na javnom tržištu te onim poduzećima izvan sektora proizvodnje. Tako je formula za poduzeća na javnom tržištu sljedeća:

$$Z = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5^{18} \quad (1)$$

$x_1$  = neto radni kapital/ukupna imovina,

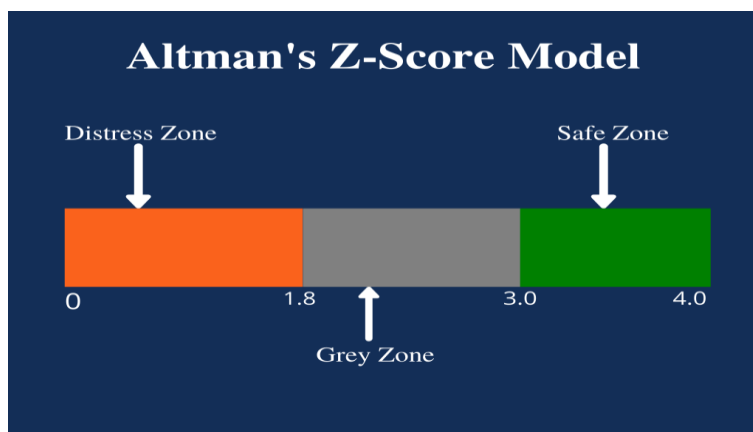
$x_2$  = zadržana dobit/ukupna imovina,

$x_3$  = EBIT(bruto financijski rezultat)/ukupna imovina

$x_4$  = tržišna vrijednost vlastitog kapitala/knjigovodstvena vrijednost ukupnih obveza

$x_5$  = ukupni prihod/ukupna imovina.

Donja granica Z-score-a je 1,81, a gornja granica 2,99. Poduzeća ispod donje granice imaju veliki rizik od stečaja, poduzeća iznad gornje granice su poduzeća bez rizika od stečaja. Poduzeća u takozvanoj sivoj zoni, između 1,81 i 2,99 su karakterizirana nesigurnim poduzećima. <sup>19</sup> Odnos gornje i donje granice ilustriran je na sljedećoj slici:



Slika 2. Altman Z-score<sup>20</sup>

Nova formula za revidiranu verziju Altmanovog Z-score za poduzeća koja nisu na burzi smanjila je granične vrijednosti, pa je tako donja granica 1,23, gornja granica 2,90, a siva zona sve između te dvije vrijednosti. Formula glasi:

<sup>18</sup> Kenton, „Altman Z-Score: What It Is, Formula, How to Interpret Results“

<sup>19</sup> Bogdan, Bareša, i Hađina, „Testiranje primjenjivosti Altmanovog Z-score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj,“ 34.

<sup>20</sup> Izvor: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/altmans-z-score-model/>

$$Z' = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,420x_4 + 0,998x_5^{21} \quad (2)$$

Altman je u trećem modelu za tržišta u nastajanju izmijenio formulu te izbacio  $x_5$  kao varijablu i zamijenio u  $x_4$  tržišnu vrijednost kapitala s knjigovodstvenom vrijednošću tako da formula glasi:

$$Z'' = 6,6x_1 + 3,26x_2 + 6,73x_3 + 1,05x_4 + 3,25^{22} \quad (3)$$

Tumačenje trećeg modela je sljedeće: poduzeća s rezultatom  $Z$  većim od 5,81 imaju malu vjerojatnost odlaska u stečaj. Poduzeća između 4,35 i 5,81 su u sivoj zoni, a poduzeća s rezultatom manjim od 4,35 imaju veliku vjerojatnost odlaska u stečaj u sljedećih 12 mjeseci.

Točnost predviđanja Altmanovim  $Z$ -score-om s vremenom pada. Tako je za godinu dana prije stečaja točnost procjene prema originalnom uzorku 95%, za dvije godine prije stečaja procjenjuje se točnost od 72%, a za tri godine 48% točnosti.<sup>23</sup>

### 1.2.2. Kralicekov pokazatelj

Peter Kralicek nakon multivarijantne analize 2007. godine, dolazi do novog modela predviđanja stečaja poslovnih subjekata na temelju podataka europskih poduzeća tako da je njegov model prilagođen europskom tržištu. Koristi se kao brzi test financijskog stanja i omogućava rano upozorenje na financijsku poteškoću. Formula za Kralicekov pokazatelj glasi:

$$DF = 1,5x_1 + 8,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6^{24} \quad (4)$$

---

<sup>21</sup> Bogdan, Bareša, i Hađina, „Testiranje primjenjivosti Altmanovog  $Z$ -score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj,“ 34.

<sup>22</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća* 77.

<sup>23</sup> Bogdan, Bareša, i Hađina, „Testiranje primjenjivosti Altmanovog  $Z$ -score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj,“ 34.

<sup>24</sup> Zenzerović, „Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja“



DF = vrijednost DF faktora

$x_1$  = neto novčani tok / ukupne obveze

$x_2$  = ukupna imovina / ukupne obveze

$x_3$  = EBIT / ukupna imovina

$x_4$  = EBIT / ukupni prihodi

$x_5$  = zalihe / ukupni prihodi

$x_6$  = poslovni prihodi / ukupna imovina

Slično kao i kod Altmanovog modela, vrijednosti ispod (manje ili jednake) 0,3 označavaju da je poduzeće insolventno, vrijednosti veće od 0,3 i manje od 1,0 označava lošu i osrednju financijsku stabilnost, a vrijednosti veće od 1,5 označavaju dobru financijsku stabilnost. Naravno što je vrijednost manja, to je veći rizik od stečaja.<sup>25</sup>

### 1.2.3. Springate model

Springate model razvio je Gorgon L.V. Springate po Altmanovom Z-score modelu 1978. godine prilagođen poduzećima na kanadskom tržištu. Za razvijanje tog modela, korištena je step-wise multiple discriminate analiza. Model procjenjuje rizik od stečaja s 92,5% točnosti. Springate prikazuje sljedeću formulu:

$$Z = 1,03x_1 + 3,07x_2 + 0,4x_3 + 0,66x_4^{26} \quad (5)$$

$x_1$  = obrtni kapital / ukupna imovina

$x_2$  = EBIT / ukupna imovina

$x_3$  = prihodi od prodaje / ukupna imovina

$x_4$  = EBT / kratkoročne obveze

---

<sup>25</sup> Zenzerović, „Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja“

<sup>26</sup> Ibid.

Granična vrijednost za poduzeća s rizikom od stečaja iznosi 0,862. Što znači da će poduzeća s koeficijentom manjim od 0,862 biti izloženija riziku od stečaja.<sup>27</sup>

#### 1.2.4. Zmijewski score

Multivarijantnom probit analizom dobiven je novi model predviđanja financijskih poteškoća, a to je Zmijewski score/model 1984. godine. Model obuhvaća samo tri varijable, a to su profitabilnost, zaduženost i na zadnjem mjestu likvidnost. Formula modela glasi:

$$Y = -4,3 - 4,5x_1 + 5,7x_2 - 0,004x_3^{28} \quad (6)$$

$x_1$  = neto dobit / ukupna imovina

$x_2$  = ukupne obveze / ukupna imovina

$x_3$  = kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze

Kada se izračuna Zmijewski score Y, tada je s tom vrijednošću potrebno izračunati vjerojatnost stečaja pomoću formule:

$$Z = 1 / (1 + e^{-Y}) \quad (7)$$

Granična vrijednost je 0,5, sve iznad toga upućuje na veliku vjerojatnost za stečajem.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> Knezović, „Primjena modela za predviđanje financijske nestabilnosti“

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> Ibid.

### 1.2.5. Fulmer model

Fulmer model, također se često naziva i Fulmer H-score, model je klasifikacije stečaja, temeljen na dokumentu iz 1984. godine "Model klasifikacije stečaja za male tvrtke". Prema modelu, poduzeće bi trebalo biti klasificirano kao bankrotirano ako je rezultat ispod nule i trebalo bi se klasificirati kao poduzeće koje nije u stečaju ako je rezultat iznad nule. Rezultati niži od nule klasificiraju se kao neuspjeli. Formula modela glasi:

$$\begin{aligned} \text{H-score} = & 5,528x_1 + 0,212x_2 + 0,73x_3 + 1,27x_4 - 0,12x_5 + 2,335x_6 + 0,575x_7 \\ & + 1,083x_8 + 0,894x_9 - 6,075^{30} \end{aligned} \quad (8)$$

$X_1$  = prosječna zadržana dobit / prosječna ukupna imovina\*

$X_2$  = prihodi / prosječna ukupna imovina

$X_3$  = EBIT / kapital\*\*

$X_4$  = novčani tokovi iz poslovanja / prosječan ukupni dug\*\*\*

$X_5$  = prosječan ukupni dug / kapital

$X_6$  = kratkoročne obveze / prosječna ukupna imovina

$X_7$  = log(prosječna materijalna imovina)

$X_8$  = prosječan obrtni kapital / prosječan ukupni dug

$X_9$  = log(EBIT) / trošak kamata\*\*\*\*

\*Prosječna ukupna imovina se u pravilu izračunava zbrajanjem početnog i završnog stanja i zatim dijeljenjem zbroja brojem dva.<sup>31</sup>

\*\* Kapital = tržišna kapitalizacija + povlaštene dionice + nekontrolirajući interesi

\*\*\*Ako je prosječni ukupni dug jednak nuli, onda se pretpostavlja da je  $x_4$  jednak nuli

\*\*\*\* Ako je trošak kamata jednak nuli, onda se pretpostavlja da je  $x_9$  jednak nuli

Ako je vrijednost H-score veća od nule, poduzeće ima nisku razinu rizika za stečajem.

---

<sup>30</sup> Ycharts. „Fulmer H-score“

<sup>31</sup> Deloitte, „Kriteriji za odabir najboljeg financijskog direktora hrvatske“

### 1.2.6. Taffler Z-score

Profesor Richard Taffler je 1983. godine u svojoj studiji predložio da bi modeli trebali odražavati određene ključne varijable korporativne solventnosti i učinka kao što su profitabilnost, adekvatnost obrtnog kapitala, financijski rizik i likvidnost. Stoga je svoj Z-score formulirao kao:

$$Z = 0,53x_1 + 0,13x_2 + 0,18x_3 + 0,16x_4^{32} \quad (9)$$

$x_1$  = bruto dobit / kratkoročne obveze

$x_2$  = kratkotrajna imovina / ukupne obveze

$x_3$  = kratkoročne obveze / ukupna imovina

$x_4$  = (kratkotrajna imovina – kratkotrajne obveze) / (poslovni rashodi – amortizacija)

$X_1$  predstavlja mjeru profitabilnosti,  $x_2$  je mjera pozicije obrtnog kapitala,  $x_3$  je mjera financijskog rizika i  $x_4$  označava broj kreditnih intervala.

Vrijednost Tafflerovog modela može biti negativna (-) i pozitivna (+). Negativan (-) rezultat znači da tvrtka ima velik rizik od stečaja, dok pozitivan (+) rezultat ukazuje na to da je tvrtka sigurna od rizika insolventnosti.<sup>33</sup>

### 1.2.7. Komparativna analiza Z-score-a, Springate-a i Zmijewski score-a

Autori Yendrawati i Adiwafi su u svojoj studiji usporedili modele za predviđanje financijskih poteškoća u razdoblju od 2014. do 2018. na indonezijskom tržištu imovine, nekretnina i građevine tako da je primjena ovog istraživanja djelomično ograničena na te grane. Istraživanja

---

<sup>32</sup> Bimpong, *Assessing Predictive Power and Earnings Manipulations. Applied Study on Listed Consumer Goods and Service Companies in Ghana Using 3 Z-Score Models*

<sup>33</sup> Ibid.

su pokazala kako Z-score ima najveću razinu točnosti predviđanja financijskih poteškoća i to sa stopom pogreške 11,56%, što znači da je 88,44% vjerojatnost točnog predviđanja.

Na drugom mjestu je Zmijewski score i to s 83,56% točnog predviđanja stečaja, a 16,44% iznosi stopa pogreške. Sudeći prema istraživanju dva profesora s indonezijskog sveučilišta, Reni Yendrawati i Nafil Adiwafi, na trećem, odnosno zadnjem mjestu je Springate model.

Naime, Springate model daje točnost predviđanja sa stopom od 48,44%, što ukazuje na to da je veća vjerojatnost (51,56%) da će poduzeće pogriješiti u predviđanju stečaja koristeći Springate model. Stoga se taj model ne preporučuje za predviđanje financijskih poteškoća u imovini, nekretninama i građevinskim tvrtkama.<sup>34</sup>

## 2. Restrukturiranje poslovnih subjekata

Često se pojam restrukturiranja veže uz reprogramiranje, a to su zapravo dva različita pojma. Reprogramiranje se odnosi na izradu novog plana otplate duga na obostrano zadovoljstvo kreditora i dužnika.<sup>35</sup> Restrukturiranje se odnosi na sve promjene u upravljanju poduzećem, organizacijskoj strukturi, financijama, poslovnim procesima, internim kapacitetima i kadrovima. Provođi se najčešće kroz četiri faze, a to su:

- Analiza sadašnjeg stanja
- Definiranje načina i modela restrukturiranja
- Izrada plana za provođenje restrukturiranja
- Implementacija i evaluacija učinaka restrukturiranja<sup>36</sup>

Prema Rolandu Bergeru, njemačkom poduzetniku i konzultantu, rođenom 1937. godine, i njegovoj firmi za savjetovanje, postoji piramida restrukturiranja koja obuhvaća operativno,

---

<sup>34</sup> Yendrawati i Adiwafi, *Comparative analysis of Z-score, Springate, and Zmijewski models in predicting financial distress conditions. Journal of Contemporary Accounting* 72.

<sup>35</sup> Vidjeti više na: <https://www.moj-bankar.hr/Kazalo/R/Reprogramiranje>

<sup>36</sup> PWC Consulting, „Restrukturiranje –imperativ konkurentnosti, Konzalting analiza“

strateško, financijsko i kao četvrto poduzetničko restrukturiranje.<sup>37</sup> Prve tri su osnovne vrste restrukturiranja koje će detaljnije biti pojašnjene.

Financijsko restrukturiranje primjenjivo je u slučajevima kada poduzeće ima problema s likvidnošću i solventnošću. Operativno restrukturiranje služi za rješavanje neefikasnosti poduzeća, a strateško restrukturiranje se primjenjuje u slučajevima kada poduzeće ima poteškoća s rastom poslovanja.<sup>38</sup>

## 2.1. Operativno restrukturiranje

Operativno restrukturiranje je proces poboljšanja učinkovitosti, produktivnosti i profitabilnosti poduzeća promjenom njegovih osnovnih aktivnosti, procesa, sustava i strukture. Može uključivati smanjenje troškova, racionalizaciju operacija, optimizaciju resursa, poboljšanje kvalitete, diverzifikaciju proizvoda ili usluga ili repozicioniranje robne marke. Glavni cilj operativnog restrukturiranja je stvaranje održive konkurentske prednosti i povećanje vrijednosti poslovanja za vlasnike i kupce. Uspješnom provedbom operativnog restrukturiranja dolazi se do održive konkurentske prednosti, a to povlači za sobom, kako je i gore navedeno, smanjenje troškova i povećanje prihoda.<sup>39</sup>

Sve te promjene u poslovnim operacijama se odvijaju kroz restrukturiranje marketinga, proizvoda, resursa poduzeća, tehnološko restrukturiranje, organizacijsko restrukturiranje i restrukturiranje kadrova. Restrukturiranje marketinga i proizvoda podrazumijeva promjene koje će povećati prodaju i ojačati poziciju na tržištu (konkurentska prednost) kroz fleksibilne politike cijena, izmjenu asortimana postojećeg proizvoda ili uvođenje novog proizvoda. Tehnološko restrukturiranje obuhvaća promjenu materijala i sredstava za proizvodnju novih ili izmijenjenih proizvoda. Restrukturiranje kadrova u smjeru prilagodbe poduzeću da smanji troškove kroz otpuštanje zaposlenika, preraspodjela poslova i slično. Organizacijsko

---

<sup>37</sup> Roland Berger Strategy Consultants, „Entrepreneurial restructuring“

<sup>38</sup> PWC Consulting, „Restrukturiranje –imperativ konkurentnosti, Konzalting analiza“

<sup>39</sup> Ibid.

restrukturiranje i promjene u sustavu upravljanja poduzećem uključuju prilagodbu unutarnje strukture poduzeća u skladu s provedbom usvojenih strategija.<sup>40</sup>

## 2.2. Strateško restrukturiranje

Strateško restrukturiranje se provodi u situaciji kada poduzeće ima problema s rastom poslovanja. Obuhvaća promjenu misije, vizije, strategije, politike, ciljeva poduzeća i dugoročnog usmjerenja.<sup>41</sup>

Važno je prilikom strateškog restrukturiranja pratiti 5 ključnih faktora uspjeha, a to su:

1. Jasni strateški ciljevi: Strateški ciljevi restrukturiranja moraju biti dobro definirani i jasno priopćeni svim dionicima. To će pomoći osigurati da svi rade prema istim ciljevima i može pružiti putokaz za donošenje odluka tijekom cijelog procesa.
2. Snažno vodstvo: Snažno vodstvo neophodno je za strateško restrukturiranje. Lideri moraju biti sposobni komunicirati viziju restrukturiranja, motivirati zaposlenike i donositi teške odluke kada je to potrebno.
3. Temeljito planiranje: Temeljito planiranje ključno je za uspjeh. Poduzeća moraju provesti detaljnu analizu svoje trenutne situacije, identificirati potencijalne rizike i prilike, te razviti detaljan plan za provođenje restrukturiranja.
4. Učinkovita komunikacija: Učinkovita komunikacija ključna je tijekom cijelog procesa restrukturiranja. Sve dionike, uključujući zaposlenike, kupce, dobavljače i investitore, treba informirati o tijeku restrukturiranja i svim promjenama koje bi mogle utjecati na njih.
5. Čvrsta provedba: uspjeh restrukturiranja u konačnici ovisi o njegovoj provedbi. Tvrtke moraju osigurati da imaju potrebne resurse i sposobnosti za djelotvorno i učinkovito izvršenje plana. To može zahtijevati ulaganje u novu tehnologiju, zapošljavanje novih talenata ili partnerstvo s vanjskim konzultantima.

---

<sup>40</sup> Vidjeti više na: [https://ceopedia.org/index.php/Methods\\_of\\_restructuring](https://ceopedia.org/index.php/Methods_of_restructuring)

<sup>41</sup> Drljača, „Restrukturiranje sustava upravljanja“

6. Usredotočujući se na te ključne čimbenike uspjeha, poduzeća mogu povećati svoje šanse za postizanjem svojih strateških ciljeva i ostvarivanjem prednosti strateškog restrukturiranja.<sup>42</sup>

### **2.3. Financijsko restrukturiranje**

Financijsko restrukturiranje poduzeća uključuje promjene u financijskoj strukturi kako bi poduzeće bilo što uravnoteženije, odnosno ne bi bilo ni prekapitalizirano ni potkapitalizirano. Neki od načina financijskog restrukturiranja su izrada financijskog plana poslovanja uz reprogramiranje dugova, promjenu kapitalne strukture (smanjenje kapitala, reorganizacija kapitala okrupnjavanjem, podjelom, otkupom dionica).<sup>43</sup>

Tvrtke imaju pristup nizu izvora iz kojih financiraju poslovanje. Ta sredstva su takozvani „kapital“. Izvori kapitala mogu se podijeliti u dvije kategorije; interno generirana sredstva i sredstva koje pružaju treće strane. Koji god se oblik kapitala koristi, on će spadati u jednu od dvije kategorije – dug ili temeljni kapital. Temeljni kapital je trajni kapital društva.

Dug je u biti obveza čiji su uvjeti otplata glavnice u roku zajedno s plaćanjem kamata.

Financijska struktura poduzeća obuhvaća temeljni kapital, povlašteni dionički kapital, razne rezerve, sve posudbe u obliku dugoročnih zajmova od financijskih institucija, zadužnice, obveznice, kredite od dobavljača i depozite.

---

<sup>42</sup> Bridges, „Strategic Restructuring – 5 Critical Success Factors“

<sup>43</sup> PWC Consulting, „Restrukturiranje –imperativ konkurentnosti, Konzalting analiza“



### 2.3.1. Financijsko restrukturiranje potkapitaliziranog i prekapitaliziranog poduzeća

Potkapitalizirano poduzeće može restrukturirati svoj kapital poduzimanjem jedne ili više od sljedećih mogućnosti:

- Dodatno zaduživanje od financijskih institucija, banaka, drugih tvrtki itd.
- Izdavanje zadužnica, obveznica i sl.
- Prihvatanje oročenih depozita od direktora, njihovih rođaka, poslovnih suradnika i javnosti<sup>44</sup>

Ako je poduzeće prekapitalizirano, njegov kapital zahtijeva restrukturiranje poduzimanjem sljedećih mjera:

- Otkup vlastitih dionica.
- Isplata viška dioničkog kapitala dioničarima.
- Otplata kredita financijskim institucijama, bankama itd.
- Otplata oročenih depozita javnosti, itd.
- Otkup svojih zadužnica, obveznica itd.<sup>45</sup>

Poduzeća kroz navedene mjere, ovisno o strukturi vlastitog i posuđenog kapitala, mogu postići uravnoteženiju financijsku strukturu koja će osigurati stabilniji rast.

### 2.3.3. Reorganizacija kapitala

Može doći do reorganizacije dioničkog kapitala društva konsolidacijom dionica različitih klasa, podjelom dionica jedne klase na dionice različitih klasa. Osim toga, društvo može reorganizirati svoj kapital smanjenjem uplaćenog temeljnog kapitala i pretvaranjem jedne vrste dionica u

---

<sup>44</sup> The Institute Of Company Secretaries Of India, *Corporate Restructuring, Corporate Restructuring, Valuations And Insolvency*, 170.

<sup>45</sup> Ibid., 170.

drugu. Tamo gdje postoji samo jedna klasa dionica isti postotak treba biti isplaćen ili poništen ili smanjen u odnosu na svaku dionicu, ali ako su različiti iznosi plaćeni za dionice iste klase, smanjenje se može izvršiti izjednačujući tako uplaćeni iznos. Isti princip treba slijediti ako postoje različite klase dionica.<sup>46</sup>

Smanjenje kapitala podrazumijeva smanjenje temeljnog, upisanog i uplaćenog kapitala društva. Potreba za smanjenjem kapitala može se pojaviti u različitim okolnostima kao što su trgovački gubici, veliki kapitalni troškovi i imovina smanjene ili sumnjive vrijednosti.

Društvo ograničeno dionicama koje ima temeljni kapital može, ako je ovlašteno svojim statutom, posebnom odlukom i uz potvrdu suda na zahtjev, smanjiti temeljni kapital na bilo koji način, a osobito:

- smanjenjem odgovornosti članova u vidu nepozvanog ili neplaćenog kapitala, npr. ako su izdane dionice u nominalnom iznosu od 100 € dok je svaka s uplaćenim iznosom od 75 €, umanjivanje cijene na 75 € smatrati će se potpuno plaćenim dionicama i tako osloboditi dioničare odgovornosti za nepozvani kapital od 25 € po dionici;
- isplatom ili povratom uplaćenog kapitala koji nije potreban poduzeću, npr. dionice koje su u potpunosti plaćene, mogu se smanjiti i razlika se vrati poduzeću
- Otpisom ili poništenjem kapitala, koji je izgubljen ili je premalo zastupljen, raspoloživom imovinom, npr. udio od 100 € potpuno uplaćenih iznosa predstavlja 75€ vrijednosti imovine. U takvoj situaciji otpisuje se 25 € po dionici. Ovo je najčešći način smanjenja kapitala.<sup>47</sup>

#### 2.3.4. Otkup vlastitih dionica

Prema članku 68. stavku 1. Zakona o trgovačkim društvima iz 2013., tvrtka, javna ili privatna, može kupiti vlastite dionice ili druge navedene vrijednosne papire (u daljnjem tekstu "povratni otkup") od:

---

<sup>46</sup> The Institute Of Company Secretaries Of India, *Corporate Restructuring, Corporate Restructuring, Valuations And Insolvency*, 172.

<sup>47</sup> Ibid., 174.

- svoje slobodne rezerve; ili
- premium računa vrijednosnih papira; ili
- prihoda od bilo kojih dionica ili drugih navedenih vrijednosnih papira.

Međutim, otkup bilo koje vrste dionica ili drugih navedenih vrijednosnih papira ne može se izvršiti iz prihoda od ranijeg izdavanja iste vrste dionica ili iste vrste drugih navedenih vrijednosnih papira. Stoga, tvrtka mora imati u trenutku otkupa dovoljna sredstva na jednom ili više računa za ukupnu vrijednost dionica.<sup>48</sup> Otkup može biti od postojećih dioničara ili imatelja vrijednosnica, s otvorenog tržišta, kupnjom vrijednosnih papira izdanih zaposlenicima društva.

### 2.3.5. HBOR – Financijsko restrukturiranje

Hrvatska banka za obnovu i razvitak ima dostupan plan financijskog restrukturiranja koji se sastoji od korisnika kredita, namjene, načina kreditiranja, iznosa, valute, kamatne stope, naknade, roka i načina korištenja kredita, roka i načina otplate, instrumenata osiguranja i povezanih dokumenata.<sup>49</sup> Korisnici kredita mogu biti poduzeća javnog i privatnog sektora i moraju zadovoljavati 3 uvjeta: udio kapitala i rezervi u pasivi mora biti najmanje 10%, posljednje dvije godine nije isplaćena dobit niti bilo kakve pozajmice.

Namjena kredita mora biti podmirenje dugovanja prema dobavljačima, financijskim institucijama i drugim vjerovnicima.

HBOR može indirektno s bankama kreditirati poduzeće ili direktno. Minimalni iznos mora biti 50.000 €. Kamatna stopa je fiksna i iznosi 6%. Naknade su promjenjive u skladu Pravilniku o naknadama za usluge.

Sredstva se moraju iskoristiti do godine dana i isplaćuju se ili vjerovnicima ili direktno dužniku. Rok otplate je do 10 godina u mjesečnim ili tromjesečnim ratama. Instrumente

---

<sup>48</sup> The Institute Of Company Secretaries Of India, *Corporate Restructuring, Corporate Restructuring, Valuations And Insolvency*, 178.

<sup>49</sup> Vidjeti više na: <https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2022/12/Financijsko-restrukturiranje-01-2023.pdf>

osiguranja određuje ustanova koja financira kredit ili HBOR ili poslovna banka. Od povezane dokumentacije, nalaze se opći uvjeti kreditiranja i dokumentacija poslovnih banaka.<sup>50</sup>

## 2.4. Akvizicije kao metoda korporativnog restrukturiranja

Korporativno restrukturiranje može se tumačiti kao svaka promjena u strukturi kapitala, poslovanju ili vlasništvu. Akvizicija označava pripajanje jedne ili više tvrtki drugoj.

U metode korporativnog restrukturiranja spadaju financijske i strateške akvizicije.

Financijske akvizicije su spin-off, sell-off, otkup uz pomoć poluge. Financijska akvizicija uvijek uključuje razmjenu gotovine, a isplata dioničarima koji prodaju dionice se uglavnom financira dugom (otkup uz polugu).

Spin-off ili odvajanje je odvajanje dva poduzeća putem prodaje novih dionica već postojećeg poslovanja ili odjela matičnog poduzeća. Razlog tomu je što se očekuje da će izdvojeno poduzeće vrijediti više kao neovisni poslovni subjekt. Kada se korporacija odvoji od poslovne jedinice koja ima vlastitu upravljačku strukturu, osniva je kao neovisnu tvrtku pod preimenovanim poslovnim subjektom. Jedan dobro poznati primjer odvajanja bio je između eBay-a i PayPal-a sredinom 2015. godine. eBay je tvrtka za e-trgovinu, a PayPal (tvrtka za prijenos novčanih sredstava) je bila podružnica eBay-a. Konačna odluka u vidu najboljeg interesa za sve dionike, bila je ta da te dvije tvrtke posluju odvojeno. Kao dio distribucije, dioničari eBay-a primili su jednu običnu dionicu PayPal-a za svaku dionicu eBay-a.<sup>51</sup>

Sell-off ili rasprodaja se može dogoditi za cijelo tržište ili za određenu imovinu, poput dionice ili robe. Primjer rasprodaje bio bi kada bi investitori iznenada počeli prodavati dionice nakon razočaravajuće objave dobiti ili bilo koje druge loše vijesti.<sup>52</sup>

Otkup uz pomoć poluge (LBO – Leveraged Buyout) događa se kada kupac tvrtke koristi posuđeni novac za podmirenje akvizicije. Kupac će koristiti imovinu kupljene tvrtke kao kolaterala i planira otplatu duga koristeći budući novčani tok. U otkupu putem poluge, kupac

---

<sup>50</sup> Vidjeti više na: <https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2022/12/Financijsko-restrukturiranje-01-2023.pdf>

<sup>51</sup> Vidjeti više na: <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/spin-off/>

<sup>52</sup> Fernando, „Sell-Off: Definition, How It Works, Triggers, and Example“

preuzima kontrolni udio u tvrtki. To omogućuje kupcu da postavi nove ciljeve za poslovanje i restrukturira upravljački tim kako bi ih postigao. Dva uobičajena oblika otkupa uz pomoć poluge (zaduženja) su:

- a) Management otkup (MBO) — kada tim višeg menadžmenta tvrtke kupi cijeli ili dio poslovanja.
- a) Buy-in-management otkup (BIMBO) — kada se vanjski kupci udružuju s višim menadžmentom kako bi kupili tvrtku.<sup>53</sup>

Strateška akvizicija događa se u situaciji kada jedna tvrtka stekne drugu kao dio svoje poslovne strategije. Neki od željenih rezultata akvizicije može biti postizanje nižih troškova. Na primjer, tvrtki koja se bavi proizvodnjom piva potrebni su dodatni kapaciteti, te ona može kupiti drugu pivovaru koja je prekapacitirana. Drugi razlog je da ciljana tvrtka može osigurati povećanje prihoda kroz proširenje proizvoda ili dominaciju na tržištu. Ključno je da za to postoji strateški razlog spajanja dvije tvrtke.<sup>54</sup> Pod strateške akvizicije spada i novi trend roll-up-a. To je udruživanje više tvrtki. Roll-up se pojavio za manje tvrtke poput onih za iznajmljivanje opreme, cvjećarnica, putničkih agencija i slično kako bi postigli ekonomiju razmjera. „Glavna ideja je brza izgradnja veće i vrijednije tvrtke kroz višestruke akvizicije malih i srednjih tvrtki. Zbog centralizirane uprave i administracije i veće količine nabave materijala, nude mogućnost smanjenja troškova i maksimizaciju profita. Opće pravilo roll-up-ova je da vlasnici/ menadžeri tih malih poduzeća koje su prodane i dalje ostaju na vodećim pozicijama.“<sup>55</sup>

### 3. Oblici financijskog restrukturiranja poslovnih subjekata

Financijsko restrukturiranje uključuje promjenu financijske strukture poslovnog subjekta kako bi se poboljšalo njegovo financijsko zdravlje, učinkovitost i održivost, kao što je i gore spomenuto. Postoji nekoliko oblika financijskog restrukturiranja, uključujući:

---

<sup>53</sup> BDC, „Leveraged buyout“

<sup>54</sup> Van Horne, *Osnove financijskog menadžmenta*, 633.

<sup>55</sup> Ibid., 639.

1. Restrukturiranje duga: To uključuje ponovno pregovaranje o uvjetima postojećih dužničkih obveza kako bi se poboljšao novčani tok, smanjili troškovi kamata ili produljilo razdoblje otplate. Restrukturiranje duga može uključivati oprost duga, izmjene kamatnih stopa ili pretvaranje duga u vlasnički kapital.
2. Restrukturiranje kapitala: Restrukturiranje kapitala ima za cilj prilagodbu vlasničke strukture poduzeća. To može uključivati izdavanje novih dionica, ponovnu kupnju postojećih dionica ili provođenje podjele dionica ili obrnute podjele kako bi se prilagodio broj dionica u opticaju.
3. Restrukturiranje imovine: Restrukturiranje imovine uključuje reorganizaciju izvora imovine tvrtke kako bi se poboljšala učinkovitost, smanjili troškovi ili usredotočilo na osnovne poslovne aktivnosti. To može uključivati prodaju sporedne imovine, stjecanje komplementarne imovine ili reorganizaciju poslovnih segmenata.

Svaki oblik financijskog restrukturiranja služi različitim svrhama i može se provoditi samostalno ili u kombinaciji kako bi se odgovorilo na specifične izazove ili iskoristile prilike s kojima se poslovni subjekt suočava. Oblike financijskog restrukturiranja obradio je Marković, te prema njemu postoje tri oblika restrukturiranja, a to su restrukturiranje bilance, restrukturiranje računa dobiti i gubitka te restrukturiranje izvještaja o novčanom toku.<sup>56</sup>

### **3.1. Restrukturiranje bilance**

Restrukturiranje bilance uključuje restrukturiranje imovine, obveza i kapitala poduzeća kako bi se poboljšalo financijsko zdravlje i učinkovitost. Cilj je optimizirati strukturu izvora financiranja, povećati likvidnost, smanjiti rizik i stvoriti vrijednost za dionike. Restrukturiranje bilance obično uključuje refinanciranje duga, prodaju ili stjecanje imovine, prilagodbu strukture kapitala i optimiziranje upravljanja radnim kapitalom.

Općenito, restrukturiranje bilance ima za cilj ojačati financijsku otpornost, poboljšati likvidnost, smanjiti rizik, u konačnici pozicionirajući tvrtku za održivi rast i profitabilnost.

---

<sup>56</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 83.

### 3.1.1. Sanacija financijske neravnoteže

Financijska situacija u neutralnoj financijskoj neravnoteži označava sljedeće probleme:

- Kratkoročna financijska ravnoteža: kratkotrajna imovina jednaka je kratkoročnim obvezama.
- Dugoročna financijska ravnoteža: dugotrajna imovina jednaka je dugoročnim obvezama.
- Poduzeće nema radnog kapitala (kratkotrajna imovina – kratkoročne obveze) za financiranje kratkotrajne imovine.
- Financiranje kratkotrajne imovine iz neadekvatnih kratkoročnih izvora što može dovesti do insolventnosti.

Navedene situacije se mogu riješiti sljedećim postupcima i osigurati uspješno poslovanje:

- Osigurati radni kapital tako da se u pasivi povećaju dugoročni izvori iz vlastitog kapitala i za taj iznos smanjiti kratkoročne obveze. Još jedna mogućnost je zamijeniti dio kratkoročnih izvora za dugoročne izvore (kredite ili trajne uloge).
- Osigurati solventnost poduzeća na način da se korigiraju postojeći ugovori tako da se produlji rok plaćanja dospjelih obveza i skрати rok naplate potraživanja.

Negativna financijska ravnoteža postoji kada su dugoročne obveze veće od dugotrajne imovine i kada su kratkoročne obveze veće od kratkotrajna imovine. Ovakav položaj ima negativan utjecaj na solventnost poduzeća. Negativnu financijsku neravnotežu moguće je sanirati na sljedeće načine:<sup>57</sup>

- Povećanje dugoročnih izvora u pasivi iz vlastitog kapitala i za taj iznos smanjiti kratkoročne obveze. Još jedna mogućnost je zamijeniti dio kratkoročnih izvora za dugoročne izvore (kredite ili trajne uloge).
- Osigurati bržu naplatu i sporiju isplatu obveza.

Pozitivna financijska neravnoteža očituje se kada je kratkotrajna imovina veća od kratkoročnih obveza, ali su dugoročne obveze veće od dugotrajne imovine. Problem je što se iz dugoročnih izvora financiraju kratkoročne obveze. Kako bi se to spriječilo poduzeće treba učiniti sljedeće korake:

- U pasivi smanjiti dugoročne izvore i povećati kratkoročne izvore.

---

<sup>57</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 83

- Kao i u prethodna dva slučaja, osigurati bržu naplatu potraživanja te sporiju isplatu obveza.<sup>58</sup>

### 3.1.2. Restrukturiranje i sanacija kratkotrajne imovine

Glavni ciljevi restrukturiranja obrtnih sredstva (kratkotrajne imovine) su: osiguravanje vrijednosti kratkotrajne imovine tako da bude usklađena s poslovnim zadatkom i potrebama poduzeća na način da se ne stvaraju dodatni troškovi zbog prekomjerno angažirane imovine, a s druge strane da minimum angažirane kratkotrajne imovine ne ugrozi tekuće poslovanje. Isto tako, treba restrukturirati kratkotrajnu imovinu prema likvidnijoj imovini. Neki od primjera restrukturiranja pojedinih vrsta kratkotrajne imovine su sljedeći:

1. Mjere restrukturiranja **novca** su ubrzati obrtanje kratkotrajne imovine u poslovnom procesu. Time se ubrzava pretvaranje kratkotrajne imovine u novac. Ubrzati naplatu ugovaranjem kraćih rokova plaćanja.
2. Restrukturiranje **zaliha** (sirovina, materijala, nedovršenih i gotovih proizvoda) se provodi smanjenjem broja dana vezivanja novca u zalihama. Metodom EOQ (Economic Order Quantity) mogu se odrediti minimalne (optimum) količine potrebnih zaliha i minimalizirati troškove naručivanja i držanja zaliha.<sup>59</sup>

S druge strane pažnju je potrebno usmjeriti i prema kratkoročnim izvorima (obvezama) koje predstavljaju obveze prema dobavljačima, državi, bankama (kreditu), pasivna vremenska razgraničenja i drugo. Kao što je već spomenuto kod financijske neravnoteže, restrukturiranje se može provesti povećanjem broja raspoloživosti (kasnija isplata) što pozitivno utječe na smanjenje zaduženosti i povećava financijski rezultat. Isto tako, zamjenom kratkoročnih bankovnih kredita u dugoročne poboljšava se ročna

---

<sup>58</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 83.

<sup>59</sup> Ibid., 89.



struktura izvora financiranja. Treba težiti odnosu dugoročnih 70% i kratkoročnih 30% zaduženja, a ne obratno.<sup>60</sup>

### 3.1.3. Restrukturiranje i sanacija dugotrajne imovine

Posebno je važno restrukturirati dugotrajnu materijalnu i financijsku imovinu. Ponekad je moguće prodati dugotrajnu materijalnu imovinu koja više nije potrebna ili je suvišna, a nije u uporabi i ne doprinosi financijskom rezultatu. Prodajom dugotrajne materijalne imovine se smanjuje trošak amortizacije. Ciljevi prodaje dugotrajne materijalne imovine su popravljanje dugoročne financijske neravnoteže u bilanci, smanjenje troškova amortizacije.<sup>61</sup>

Kod sanacije dugotrajne financijske imovine potrebno je smanjiti dugoročna potraživanja na način da se skrate dani naplate i da se prijevremeno naplate potraživanja što je najpovoljnije za poduzeće. Osim toga, poduzeće može prodati dugoročne vrijednosne papire što ima i pozitivne i negativne učinke na zdravlje poduzeća. Pozitivno je to što se oslobađa novac uložen u vrijednosne papire, no ipak poduzeće gubi suvlasništvo, pravo upravljanja i pravo na dividendu ako se radi o prodaji redovnih dionica, poduzeće gubi suvlasništvo i pravo na dividendu.<sup>62</sup>

Kada se govori o restrukturiranju dugoročnih izvora važno je istaknuti da je potrebno osigurati adekvatnu strukturu kapitala, a time i stabilno financiranje poduzeća jer su dugoročni izvori ipak postojaniji od kratkoročnih izvora.<sup>63</sup>

Udio vlastitog kapitala se može povećati dokapitalizacijom iz financijskog rezultata ili uplatom vlasnika.<sup>64</sup> Osim vlastitog kapitala, postoje i dugoročni tuđi izvori imovine koje u financijskim poteškoćama isto treba restrukturirati. Može se zamijeniti dio dugoročnih obveza za redovite dionice i time smanjiti udio tuđeg kapitala i smanjiti troškovi kamata. Zamijeniti nepovoljne dugoročne obveze s povoljnijima, primjerice povući obveznice s velikom

---

<sup>60</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija*, 103.

<sup>61</sup> Ibid., 104.

<sup>62</sup> Ibid.

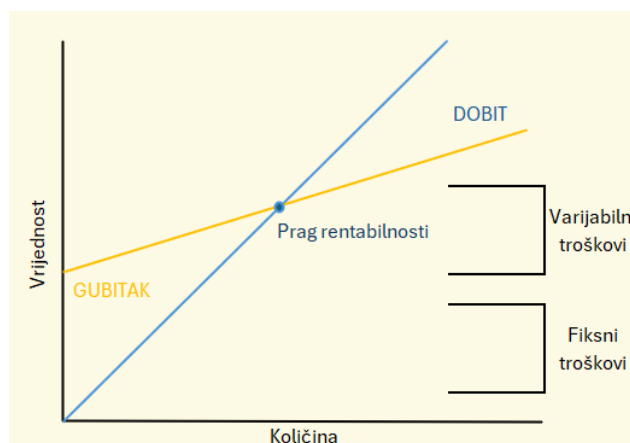
<sup>63</sup> Ibid., 106.

<sup>64</sup> Ibid.

kamatnom stopom i emitirati obveznice s manjom kamatnom stopom ukoliko je došlo do pada kamata na tržištu kapitala.<sup>65</sup>

### 3.2. Restrukturiranje računa dobiti i gubitka

Važno je utvrditi od kojih prihoda i rashoda se sastoji financijski rezultat poduzeća, te koji su to rashodi koji prevladavaju ako se radi o poslovanju s gubitkom. Kod neutralnog financijskog rezultata, prag rentabilnosti je donja granica s kojom su pokriveni svi fiksni troškovi i do tada nastali varijabilni troškovi, dakle poduzeće ima neutralan financijski rezultat (prihodi su jednaki rashodima).



Grafikon 2. Prag rentabilnosti<sup>66</sup>

Kako je i vidljivo na grafikonu, prag rentabilnosti je točka pokrića svih fiksnih troškova i do tada nastalih varijabilnih. Zona iznad praga rentabilnosti označava područje dobiti, a ispod praga rentabilnosti, poduzeće posluje s gubitkom, jer ne može pokriti troškove.

Poželjno je imati što veći raspon, jer je tada manji rizik od ulaska u zonu gubitka. Što je prag rentabilnosti niži, to je raspon veći jer se prije ulazi u zonu dobiti. Svako poslovanje ili projekt koji zarađuje više od praga rentabilnosti predstavlja poslovanje ili ulaganje koje je dobro za vlasnike (dioničare).

<sup>65</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija*, 108.

<sup>66</sup> Izvor: <https://plaviured.hr/praga-rentabilnosti-do-profita-poslovni-plan/>

### 3.2.1. Sanacija neutralnog financijskog rezultata

Neutralan financijski rezultat je bolji od negativnog (gubitka), ali i dalje ima negativne posljedice:

- Ne omogućuje zadržavanje dobitka koji je potreban za daljnji razvoj.
- Nemogućnost isplate dividendi.
- Nemogućnost formiranja pričuva.<sup>67</sup>

Primjer računa dobiti i gubitka s neutralnim financijskim rezultatom poduzeća izgleda ovako:

**Tablica 1.** Primjer neutralnog financijskog rezultata

Naziv pozicija	Prošla godina	Tekuća godina
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>5.600.000</b>	<b>5.800.000</b>
Prihod od prodaje (izvan grupe)	5.600.000	5.800.000
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>5.600.000</b>	<b>5.800.000</b>
Materijalni troškovi	5.455.000	5.450.000
Ostali vanjski troškovi	145.000	350.000
<b>Dobit prije oporezivanja/Gubitak</b>	-	-
<b>Porez na dobit</b>	-	-
<b>Dobit nakon oporezivanja/Gubitak razdoblja</b>	-	-

Iz primjera je vidljivo kako su prihodi i rashodi jednaki i u prošloj i tekućoj godini, te poduzeće nije ostvarilo ni dobit ni gubitak. Neutralan financijski rezultat je potrebno sanirati na način da se smanje rashode ili povećanjem prihoda ili povećanjem stupnja iskorištenja kapaciteta koje će opet dovesti do povećanja prihoda.

<sup>67</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 117.

### 3.2.2. Sanacija negativnog financijskog rezultata

Negativni financijski rezultat je posljedica neravnoteže prihoda i rashoda.<sup>68</sup> Kod poduzeća u ovakvoj neravnoteži, rashodi su veći od prihoda te poduzeće posluje s gubitkom.

Iz primjera niže vidljivo je kako je poduzeće poslovalo s gubitkom zbog rashoda koji su u prošloj godini bili veći za 160.249 novčanih jedinica, a u tekućoj godini za 150.160 novčanih jedinica.<sup>69</sup>

**Tablica 2.** Primjer negativnog financijskog rezultata

Naziv pozicija	Prošla godina	Tekuća godina
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>5.600.000</b>	<b>5.540.000</b>
Prihod od prodaje (izvan grupe)	5.600.000	5.850.000
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>5.760.249</b>	<b>5.690.160</b>
Materijalni troškovi	3.569.235	3.654.200
Ostali vanjski troškovi	2.035.014	1.857.400
Amortizacija	156.000	178.560
<b>Dobit prije oporezivanja/Gubitak</b>	<b>- 160.249</b>	<b>- 150.160</b>
<b>Porez na dobit</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Dobit nakon oporezivanja/Gubitak razdoblja</b>	<b>- 160.249</b>	<b>- 150.160</b>

Sanacija gubitka može se provesti na nekoliko načina, a to su:

1. Sanacija gubitka povećanjem prihoda: prihod se može povećati povećanjem prodajne cijene. Poduzeće će možda prodati istu količinu proizvoda i usluga, ali s većom cijenom moći će dovoljno povećati prihode da izađe iz zone gubitka.
2. Sanacija gubitka povećanjem stupnja iskorištenja kapaciteta: gubitak često može nastati zbog nedovoljne iskorištenosti kapaciteta. Povećanje stupnja iskorištenja kapaciteta može se inicirati promjenom marketinške strategije, zamjenom stare opreme, boljom organizacijom proizvodnje, diferenciranošću i prepoznatljivošću na tržištu.
3. Sanacija gubitka i nerentabilnosti kombiniranim smanjenjem rashoda i povećanjem prihoda: izlazak iz zone gubitka može se ostvariti lakše i brže kombinacijom prve dvije metode sanacije. Dakle, potrebno je smanjiti rashode koji imaju najveći udio, povećati

<sup>68</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 118.

<sup>69</sup> Ibid.

prodajnu cijenu kako bi se pozitivno utjecalo na rast prihoda, te na taj način pokušati izaći iz zone gubitka.<sup>70</sup>

### 3.3. Restrukturiranje izvještaja o novčanom toku

Restrukturiranje i sanacija izvještaja o novčanom toku jedna je od glavnih mjera sanacija poduzeća i to zbog toga što je insolventnost odnosno nemogućnost plaćanja dospjelih obveza učestao razlog pokretanja stečajnih postupaka i bankrota poduzeća.<sup>71</sup>

Prag solventnosti je točka u kojoj su novčani izdaci jednaki novčanim primicima, te je ostvaren neutralan neto tok novca. Odnosno, to je obujam novčanih primitaka koji mogu pokriti sve novčane izdatke i pritom osigurati solventnost.<sup>72</sup> Glavni cilj restrukturiranja novčanog toka je izaći iz zone poslovanja s negativnim neto novčanim tokom odnosno iz zone insolventnosti. Najbrži i najveći financijski učinci za izlazak iz zone insolventnosti postižu se istovremenom primjenom mjera za smanjenje novčanih izdataka i povećanje novčanih primitaka. Restrukturiranjem i sanacijom računa novčanih tokova zapravo se mijenjaju bilanca i račun dobiti i gubitka. Na primjer, smanjenjem novčanih izdataka i povećanjem novčanih primitaka mijenjaju se odgovarajuće stavke u bilanci.<sup>73</sup>

---

<sup>70</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 121.

<sup>71</sup> Ibid., 136.

<sup>72</sup> Ibid.

<sup>73</sup> Marković i Tomas, „Metodologija financijskog restrukturiranja i sanacija trgovačkog društva“, 109.

### 3.3.1. Problem vremenske nepodudarnosti prihoda i novčanih primitaka, rashoda i novčanih izdataka

Važno je napomenuti kako postoji vremenski razmak i rizik naplate prihoda i transformacije prihoda u novčane primitke.<sup>74</sup> Prihodi se priznaju u trenutku nastajanja, no u trenutku kada oni nastanu, novac ne sjeda na račun, te uvijek postoji vremenski razmak između stvarnog priljeva novca i priznavanja prihoda. Isto tako, postoji vremenska nepodudarnost rashoda i novčanih izdataka. Primjerice amortizacijski trošak je rashod koji ne uzrokuje novčani izdatak, te samim time rashodi kao ni prihodi nikad nisu jednaki novčanim izdacima odnosno primicima. Zbog te vremenske nepodudarnosti, rizik od insolventnosti treba se analizirati isključivo na temelju novčanih izdataka i primitaka, a ne na temelju prihoda i rashoda (prag rentabilnosti). Kako su bilanca, račun dobiti i gubitka i novčani tok povezani, tako i negativna financijska ravnoteža na bilanci i računu dobiti i gubitka utječe na insolventnost novčanog toka.<sup>75</sup>

### 3.3.2. Bilanca kao uzrok insolventnosti

Negativna financijska ravnoteža u bilanci uslijed dugotrajne imovine koja se financira iz kratkoročnih izvora, može uzrokovati insolventnost. Osim toga, jedan od uzroka može biti i financiranje kratkotrajne imovine iz neodgovarajućih kratkoročnih izvora koji su neadekvatni u komparaciji s priljevima novca koji proizlaze od unovčavanja iste.

Kako bi se postigla pozitivna financijska ravnoteža u bilanci, potrebno je smanjiti ili odgoditi ulaganja u dugotrajnu materijalnu i financijsku imovine, te povećati primjerice, korištenje leasing usluga prilikom financiranja nabave imovine. Na taj način moguće je uštedjeti kapital i smanjiti novčane izdatke.<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 140.

<sup>75</sup> Ibid.

<sup>76</sup> Ibid., 142.

### 3.3.3. Račun dobiti i gubitka kao uzrok insolventnosti

Najčešći razlozi insolventnosti na strani prihoda i rashoda su nedostatni prihodi, prekomjerni rashodi i nepovoljna struktura prihoda i rashoda. Ta nepovoljna struktura prihoda i rashoda dovodi do negativnog financijskog rezultata koji uzrokuje insolventnost samim time što su prihodi manji pa su i novčani primici automatski manji.<sup>77</sup>

Nasuprot tome, poslovni subjekt s pozitivnim financijskim rezultatom može također imati problem sa solventnošću. Primjerice, raspodjela neto dobiti, isplata dividendi i naknada partnerima negativno utječe na novčani tok jer dovodi do novčanih izdataka (isplate). Kod donošenja odluke o izglasavanju dividendi dioničarima nije samo dovoljno koristiti se informacijama iz računa dobiti i gubitka o neto dobiti tekuće godine i bilance za informaciju o zadržanoj dobiti, već i s ostalim izvještajima, ali i analizom makroekonomske situacije u zemlji u cilju dobivanja kompletne slike o financijskoj situaciji unutar poslovnog subjekta i eksternim faktorima koji imaju utjecaj na taj isti poslovni subjekt. Dobit je posljedica primjene načela mjerenja iz odgovarajućih računovodstvenih standarda, te kao takva može biti izmanipulirana. Primjenom MSFI 13 standarda o fer vrijednosti imovine i inflacijom u tekućoj financijskoj godini, poduzeće može bilježiti veću dobit koja je zapravo fiktivna, jer nije zarađena primjenom novog poslovnog modela ili povećanjem prodaje širenjem tržišta. U navedenoj situaciji, do veće dobiti došlo je zbog pojave inflacije koja je uzrokovala povećanje cijena na tržištu, te su poduzeća primjenom MSFI 13 revalorizirala imovinu na veću vrijednost i ostvarila fiktivno veću dobit. Vodeći se informacijama iz računa dobiti i gubitka i bilance kako je prije spomenuto, dobit bi se isplatila dioničarima, te bi u tom slučaju negativno utjecala na novčani tok. Kako bi se izbjegle ovakve manipulacije dobiti i negativni utjecaji na novčani tok, prilikom donošenja odluka o isplati dividendi važno je napraviti provjeru novčanog toka. Osnovna provjera je izračunati koliko poduzeće ima slobodnog novčanog toka nakon podmirenja poslovnih troškova i kapitalnih ulaganja. To je važan faktor koji pokazuje može li poduzeće svojim ulagačima platiti povrat. Formula za izračun slobodnog novčanog toka je sljedeća:<sup>78</sup>

$$\text{SNT} = \text{novčani tok od poslovnih aktivnosti} - \text{kapitalna ulaganja (izdaci)} \quad (10)$$

<sup>77</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 143.

<sup>78</sup> Gulin, „Odluka za izglasavanje dividendi/ udjela u dobiti temelji se na zadržanoj dobiti, a mogućnost isplate ovisi o novčanom toku poslovnog subjekta“, 12.

Kako bi se izbjegli novčani izdaci, poduzeće može odlučiti zadržati novac unutar tvrtke. Međutim, to može imati negativne posljedice jer poduzeće ne podmiruje svoje tekuće obveze i ne ulaže u razvoj poslovanja. Neke od mjera sanacije insolventnosti su smanjenje novčanih izdataka, usporavanje novčanih izdataka, odgoda novčanih izdataka, povećanje novčanih primitaka i ubrzanje priljeva.<sup>79</sup>

---

<sup>79</sup> Marković, *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*, 146.



## Zaključak

Proučavanje financijskih nestabilnosti, odnosno poteškoća već je dugo vremena vrlo aktualna tema raznih akademskih izučavanja. Ukoliko bi se na najjednostavniji način pokušali determinirati uzroci financijskih poteškoća tada bi se podjela mogla izvršiti na: unutarnje i vanjske čimbenike koji utječu na financijsku nestabilnost i ometaju stabilno i profitabilno poslovanje poduzeća. Kako bi se donijele ispravne odluke o restrukturiranju poduzeća, potrebno je koristiti se jednim od modela predviđanja financijskih poteškoća, a to su Altmanov Z-score, Kralicekov pokazatelj, Zmijweski score i drugi. Altmanov Z-score i Kralicekov pokazatelj primjenjivi su na različita poduzeća ovisno o njihovom geografskom položaju, industriji i slično.

Ustanovivši nekim od modela da postoji vjerojatnost financijske poteškoće, odnosno stečaja, donose se odluke o restrukturiranju. Restrukturiranje može biti operativno, na način da se restrukturiraju poslovne operacije i odjeli poduzeća za koje se ustanovilo da su potencijalni „krivci“ za financijske poteškoće. Restrukturiranje može biti strateško ili korporativno, pri čemu se mijenjaju ciljevi i vizije. Kod korporativnog restrukturiranja, moguće su i akvizicije. Četvrti i najvažniji način restrukturiranja, u ovom radu, je financijsko restrukturiranje. Financijsko restrukturiranje može se provoditi na različite načine i u različitim oblicima. Primjeri financijskog restrukturiranja uključuju reorganizaciju kapitala, promjenu strukture kapitala, otkup dionica i druge aktivnosti koje stavljaju kapital u središte procesa restrukturiranja. Oblici financijskog restrukturiranja obuhvaćaju restrukturiranje bilance, računa dobiti i gubitka i izvještaja o novčanom toku. Insolventnost koja se može pojaviti u bilanci i računu dobiti i gubitka je ujedno i razlog nestabilnosti na novčanom toku. Reorganizacijom strukture imovine moguće je smanjiti novčane izdatke i spriječiti nestabilnost novčanog toka. Veliki udio rashoda i smanjen udio prihoda mogu dovesti do negativnog financijskog rezultata koji smanjuje solventnost poduzeća. Kod financijskog restrukturiranja bilance, računa dobiti i gubitka te novčanog toka, nije moguće restrukturirati samo jednu varijablu, jer su one međusobno povezane i međuovisne. Kako bi se osigurala dugoročna solventnost i profitabilnost, potrebno je razmotriti sva tri oblika financijskog restrukturiranja, te donijeti ispravne i promišljene odluke.

## Bibliografija

- Business Development Bank of Canada. *Otkup uz polugu* [Leveraged buyout (LBO)]. <https://www.bdc.ca/en/articles-tools/entrepreneur-toolkit/templates-business-guides/glossary/leveraged-buyout> (pristupljeno 26.04.2023).
- Bimpong, Patrick, Ishmael Arhin, Thomas Hezkeal Khela Nan, Edward Danso, Pious Opoku, Arthur Benedict i Grace Tettey. *Procjena moći predviđanja i manipulacija zaradom. Primijenjena studija o uvrštenim tvrtkama za potrošačku robu i usluge u Gani korištenjem 3 Z-score modela* [Assessing Predictive Power and Earnings Manipulations. Applied Study on Listed Consumer Goods and Service Companies in Ghana Using 3 Z-Score Models]. 2020. <https://finance.expertjournals.com/23597712-801/> (pristupljeno 20.12.2023).
- Bogdan, Siniša, Suzana Bareša, i Velimir Hađina. "Testiranje primjenjivosti Altmanovog Z-score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj." *Notitia-časopis za održivi razvoj* 1, br. 1 (2019): 31–46.
- Bridges, Mark. *Strateško restrukturiranje – 5 uvjeta za uspjeh* [Strategic Restructuring – 5 Critical Success Factors]. 2021. <https://flevy.com/blog/strategic-restructuring-5-critical-success-factors/> (pristupljeno (27.04.2023).
- CEOPedia. *Metode restrukturiranja* [Methods of restructuring]. [https://ceopedia.org/index.php/Methods\\_of\\_restructuring](https://ceopedia.org/index.php/Methods_of_restructuring) (pristupljeno 27.04.2023).
- Deloitte. *Kriteriji za odabir najboljeg financijskog direktora hrvatske*, 2021. [https://www2.deloitte.com//content/dam/Deloitte/hr/Documents/cfo-survey/hr\\_CFO\\_Kriteriji\\_HR\\_7.2021.pdf](https://www2.deloitte.com//content/dam/Deloitte/hr/Documents/cfo-survey/hr_CFO_Kriteriji_HR_7.2021.pdf) (pristupljeno 27.04.2023).
- Drljača, Miroslav. *Restrukturiranje sustava upravljanja* [https://bib.irb.hr/datoteka/520986.Restrukturiranje\\_sustava\\_upravljanja.pdf](https://bib.irb.hr/datoteka/520986.Restrukturiranje_sustava_upravljanja.pdf) (pristupljeno 27.04.2023).

Fernando, Jason. *Rasprodaja: definicija, kako funkcionira, pokretači i primjer* [Sell-Off: Definition, How It Works, Triggers, and Example]. 2022. <https://www.investopedia.com/terms/s/sell-off.asp> (pristupljeno 26.04.2023).

Gulin, Danimir. „Odluka za izglasavanje dividendi/ udjela u dobiti temelji se na zadržanoj dobiti, a mogućnost isplate ovisi o novčanom toku poslovnog subjekta.“ *Računovodstvo i financije*, br. 5/23. (2023): 12. <https://www.rif.hr/odluka-za-izglasavanje-dividendi-udjela-u-dobiti-temelji-se-na-zadrzanoj-dobiti-a-mogucnost-isplate-ovisi-o-novcanom-toku-poslovnog-subjekta/> (pristupljeno 17.06.2024).

Hrvatska banka za obnovu i razvitak. *Financijsko restrukturiranje, 2022*. <https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2022/12/Financijsko-restrukturiranje-01-2023.pdf> (pristupljeno 27.04.2023.)

Hrvatska enciklopedija. Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021. <http://www.enciklopedija.hr/Natuknica.aspx?ID=34066> (pristupljeno 25.04.2023).

Ivanović, Zoran. *Financijski menadžment*. 2. izd. Opatija: Hotelijerski fakultet, 1997.

Kenton, Will. *Altman Z-Score: što je to, formula, kako interpretirati rezultate* [Altman Z-Score: What It Is, Formula, How to Interpret Results]. 2021. <https://www.investopedia.com/terms/a/altman.asp> (pristupljeno 25.04.2023).

Kešetović, Želimir, i Ivan Toth. *Problemi kriznog menadžmenta*. Znanstvena monografija, 2012.

Knezović, Ana. *Primjena modela za predviđanje financijske nestabilnosti* <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A2889/datastream/PDF/view> (pristupljeno 25.04.2023).

Marković Ivan. *Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća*. 2010.

Marković, Ivan, i Ivana Tomas. „Metodologija financijskog restrukturiranja i sanacija trgovačkog društva.“ *RRiF*, br. 11/09. (2009): 108-109.

Moj Bankar. <https://www.moj-bankar.hr/Kazalo/R/Reprogramiranje> (pristupljeno 27.04.2023).

Osmanagić-Bedenik, Nidžara. *Krizni menadžment: teorija i praksa*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2010. (pristupljeno 25.04.2023).

PWC Consulting. *Restrukturiranje – imperativ konkurentnosti, Konzalting analiza*. [https://www.pwc.hr/hr/publikacije/assets/strucni-clanci/201307\\_restruktuiranje\\_imperativ\\_konkurentnosti.pdf](https://www.pwc.hr/hr/publikacije/assets/strucni-clanci/201307_restruktuiranje_imperativ_konkurentnosti.pdf)

Roland Berger Strategy Consultants. *Poduzetničko restrukturiranje* [Entrepreneurial restructuring]. 2014. <https://www.rolandberger.com/en/Expertise/Business-Functions/Restructuring-Performance-Transformation-Transaction/Restructuring/> (pristupljeno 27.04.2023).

Sherman, Fraser. *Što je akumulirani manjak u bilanci?* [What is accumulated deficit on a balance sheet?]. Chron, 2019. <https://smallbusiness.chron.com/impact-negative-retained-earnings-60298.html> (pristupljeno 25.04.2023).

The Institute Of Company Secretaries Of India. *Restrukturiranje poduzeća, restrukturiranje poduzeća, procjene vrijednosti i stečaj* [Corporate Restructuring, Corporate Restructuring, Valuations And Insolvency].

Van Horne, James. *Osnove financijskog menadžmenta*. 2014. 13. izdanje

Wallstreetprep. *Spin-off* <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/spin-off/> (pristupljeno 26.04.2023).

Ycharts. *Fulmer H-score* [https://ycharts.com/glossary/terms/fulmer\\_h\\_score](https://ycharts.com/glossary/terms/fulmer_h_score) (pristupljeno 20.12.2023).

Yendrawati, Reni i Adiwafi Nafil. *Usporedna analiza modela Z-score, Springate i Zmijewski u predviđanju financijskih problema* [Comparative analysis of Z-score, Springate, and Zmijewski models in predicting financial distress conditions]. Journal of Contemporary Accounting, vol. 2, 2020.

Zenzerović, Robert i Tician Peruško. *Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja* <https://hrcak.srce.hr/file/33810> (pristupljeno 25.04.2023).

## Popis ilustracija

### Slike

Slika 1. Primjer akumuliranog deficita tvrtke Tesla Inc. ....	6
Slika 2. Altman Z-score .....	9

### Tablice

Tablica 1. Primjer neutralnog financijskog rezultata .....	29
Tablica 2. Primjer negativnog financijskog rezultata .....	30

### Grafikoni

Grafikon 1. Razvoj financijske krize .....	2
Grafikon 2. Prag rentabilnosti .....	28