

PROMJENE U DRUŠTVU

Šundov, Maja

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:459958>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-04**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

PROMJENE U DRUŠTVU

Mentor:

Dr.sc. Ratko Brnabić

Student:

bacc.oec. Maja Šundov

Broj indeka: 5141206

Split, kolovoz 2016.

SADRŽAJ:

1. UVOD.....	4
1.1. Definicija problema i cilj rada.....	5
1.2. Metode rada.....	6
1.3. Struktura rada.....	6
2. DEFINIRANJE SPAJANJA I PREUZIMANJA.....	7
2.1. Pravila za uspješnu provedbu i osnovni cilj spajanja i preuzimanja.....	11
2.2. Učinci poslovnih kombinacija.....	12
2.3. Vrste preuzimanja.....	13
2.3.1. Prijateljsko preuzimanje.....	13
2.3.2. Neprijateljsko preuzimanje.....	13
2.4. Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja.....	15
2.4.1. Prema različitim oblicima preuzimanja, načinu na koji se provode ili faktorima koji utječu na preuzimanje.....	15
2.4.2. Prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica	16
2.4.3. Uspješnost na temelju računovodstvenih i financijskih podataka	17
2.4.4. Izračun ekonomske dodane vrijednosti.....	17
2.5. Klasifikacija spajanja i preuzimanja i određivanje cijene.....	18
2.6. Kategorije transakcija spajanja i preuzimanja.....	20
2.7. Proces spajanja i preuzimanja.....	20
3. MOTIVI ZA SPAJANJA I PREUZIMANJA.....	24
3.1. Vrste spajanja.....	24
3.2. Sinergijski učinci.....	27
3.2.1. Kombiniranje komplementarnih resursa.....	28
3.2.2. Spajanje kao korištenje viška sredstava.....	29
3.3. Zavaravajuće sinergije.....	30
3.4. Sumnjivi motivi za spajanje.....	31
3.5. Mogućnosti financiranja transakcija spajanja i preuzimanja.....	32
3.6. Utjecaj spajanja i preuzimanja na dioničare.....	33

3.7. Spajanja i preuzimanja u svijetu.....	34
3.7.1. Povijest spajanja i preuzimanja.....	34
3.7.2. Spajanja i preuzimanja u 2015.godini... ..	38
3.7.3. Utjecaj najave preuzimanja na cijenu dionica.....	40
3.7.4. Najznačajnija preuzimanja u 2016.....	40
3.8. Spajanja i preuzimanja u RH.....	40
3.8.1. Preuzimanja od 1998. - 2008. godine.....	41
3.8.2. Spajanja i preuzimanja u 2015.godini.....	41
3.8.3. Hrvatski preuzimatelj.....	42
3.8.4. Hrvatsko poduzeće kao meta (neprijateljskog) preuzimanja.....	43
4. ZAKLJUČAK.....	45
LITERATURA.....	46
SAŽETAK / SUMMARY.....	49
POPIS GRAFIKONA.....	50
POPIS SLIKA.....	50

1. UVOD

Kako sva trgovačka društva djeluju na tržištu koje ima svoje zakonitosti, a jedna od njih je zasigurno i kontinuirana promjena i prilagodba promjenama na tržištu, tako spomenuta trgovačka društva moraju biti fleksibilna u provedbi promjena u cilju povećanja efikasnosti. Postoje četiri načina kako se može promijeniti uprava poduzeća:

1. Preuzimanja uz pomoć glasovanja na temelju punomoći (grupa dioničara mogu pokrenuti pokušaj preuzimanja glasovanjem na temelju punomoći, kada smatraju da treba promijeniti nadzorni odbor i upravu. Zastupanje ili punomoć daje pravo glasovanja na temelju tuđih dionica. Nezadovoljni dioničari, u borbi za glasove, nastoje prikupiti dovoljan broj punomoći kako bi izabrali svoj nadzorni odbor. Kada se izabere novi nadzorni odbor, onda se može promijeniti i uprava).

2. Spajanje ili preuzimanje poduzeća (loš menadžment izlaže se većem riziku preuzimanja, nego što su smjene glasovanjem na skupštini. Loši rezultati jednog poduzeća mogu potaknuti drugo poduzeće na pokušaj preuzimanja i zamjene neuspješnih menadžera vlastitim ljudima. Postoje 3 načina kako jedno poduzeće može preuzeti drugo.

Jedna mogućnost je spajanje dvaju poduzeća u jedno, u kojem preuzimatelj stječe cjelokupnu imovinu i obveze drugog poduzeća. Preuzeto poduzeće prestaje postojati, a njegovi bivši dioničari dobivaju novac i/ili vrijednosnice u poduzeću preuzimatelju. Često menadžment poduzeća preuzimatelja upravlja spojenim poduzećem. Čak i kod spajanja koja se karakteriziraju kao „spajanje jednakih“, menadžment jednog poduzeća preuzima upravljanje).

Druga mogućnost za poduzeće preuzimatelja je kupovina dionica ciljnog poduzeća za novac ili dionice. Preuzeto poduzeće nakon preuzimanja može nastaviti poslovati kao posebni poslovni subjekt, ali u vlasništvu poduzeća preuzimatelja. Kako bi izbjegao pregovore s menadžmentom, preuzimatelj može pokušati kupiti većinski udio od dioničara tzv. *javnom ponudom za preuzimanje*. Ukoliko je ponuda za preuzimanje uspješna, kupac stječe kontrolu nad poduzećem i odlučuje hoće li zadržati starim menadžment.

Treći način je kupovina imovine ciljnog poduzeća. U ovom slučaju prenosi se vlasništvo nad imovinom, a novac od prodaje ne dobivaju dioničari već poduzeće koje prodaje imovinu. U većini slučajeva poduzeće prodaje samo dio svoje imovine, iako je moguća i prodaja cjelokupne imovine. Poduzeće koje je prodalo cjelokupnu imovinu i dalje nastavlja poslovati, ali je ono poput prazne školjke – poduzeće u kojoj se ne događa nikakva poslovna aktivnost.

3. Stjecanje financirano zaduživanjem (Ponekad grupa ulagača preuzima poduzeće zaduživanjem. Kada menadžeri kupuju poduzeće od dioničara to se naziva *preuzimanje od menadžementa*. Oni postaju menadžeri – vlasnici. Najčešće je veliki dio iznosa za preuzimanje pozajmljen, odakle i naziv „stjecanje financirano zaduživanjem“. Poduzeće nakon preuzimanja postaje privatno i više ne trguje njegovim dionicama na burzi.

4. Prodaja dijela ili cijelog poslovanja drugom poduzeću ili izdvajanje jednog dijela poduzeća u neovisno poduzeće (Često jedno poduzeće prodaje drugom dio ili svoje cjelokupno poslovanje. Na primjer, tvrtka IMB je 2005.godine objavila da prodaje svoje poslove s PC-jem kineskoj grupi Lenovo za 1,25 milijardi USD. Umjesto prodaje poslovanja drugom poduzeću, moguće je izdvojiti dio poduzeća ili poslovanja u posebno poduzeće, a dionice novog i neovisnog poduzeća raspodijeliti dioničarima matične kompanije.¹

1.1 Definiranje problema i cilj rada

Tema ovog rada su promjene u društvu. Kao što je u uvodnom dijelu navedeno, promjene u društvu mogu se ostvariti na različite načine, a ovaj rad se temelji na analizi promjena nastalih spajanje i preuzimanjem. Cilj rada je istražiti motive koje utječu na donošenje odluka o spajanju ili preuzimanju te utjecaj tih promjena na poslovanje društava u budućnosti, kako u Republici Hrvatskoj tako i u svijetu.

¹ Breal, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str. 575 - 576.

1.2 Metode rada

U sklopu tematike i problema kojima se bavi rad koristiti će se sljedeće metode:

1. Metoda deskripcije – postupak jednostavnog opisivanja ili očitavanja činjenica i procesa. Korištena je u početnoj fazi istraživanja.
2. Metoda analize - analiza je misano, teorijsko i praktično rastavljanje svake složene spoznaje na njene komponente.
3. Metoda sinteze - povezivanje analizom dobivenih elemenata.
4. Statistička metoda - na temelju obilježja određenog broja elemenata neke skupine ili serije pojava, izvodi opći zaključak o prosječnoj vrijednosti obilježja.

1.3 Struktura rada

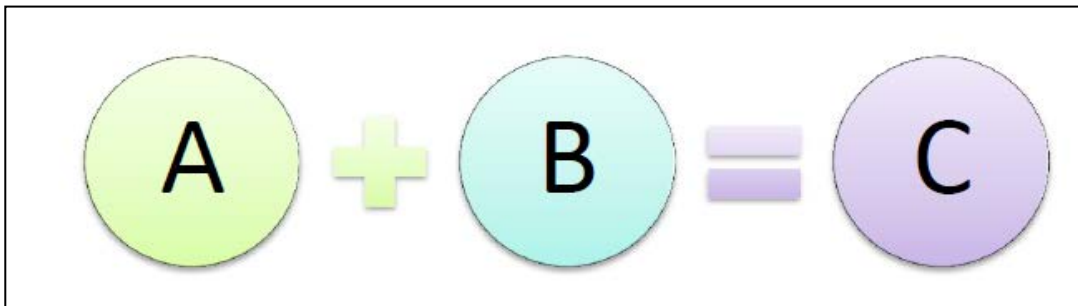
Rad je strukturno podijeljen u četiri međusobno povezane cjeline. Prvu cjelinu čini uvod dok je posljednja zaključak. Druga cjelina definira spajanja i preuzimanja, analizira vrste preuzimanja, objašnjava pravila za uspješnu provedbu transakcije te navodi osnovne ciljeve spajanja i preuzimanja. U trećoj cjelini istraženi su motivi za spajanja i preuzimanja, sinergijski učinci te sumnjivi motivi za spajanje. Objašnjene su prednosti i nedostaci pojedinih načina financiranja navedenih transakcija, kao i utjecaj spajanja i preuzimanja na dioničare, analizirano je stanje iz 2015.godine te su najavljena neka od velikih preuzimanja za 2016.godinu.

2. DEFINIRANJE SPAJANJA I PREUZIMANJA

Poslovi spajanja i preuzimanja (M&A prema engl. mergers and acquisitions) predstavljaju jedno od glavnih obilježja suvremenih ekonomskih trendova. U samom definiranju pojmova spajanja i preuzimanja kod različitih autora postoje određene razlike.

„**Spajanje** ili konsolidacija je spajanje dvaju ili više poduzeća u jedno, pri čemu nastaje novi pravni subjekt.. Najčešće su preuzimanja na prijateljskoj osnovi, a nastaju dogovorom pri čemu dioničari dvaju ili više poduzeća dobivaju novoizdane dionice novog poduzeća u zamjenu za dionice ranijih poduzeća..“² Ako u spajanje ulaze poduzeća iste ili slične veličine, novonastalo poduzeće često dobiva naziv koji sadrži elemente naziva poduzeća koja su se spojila. Tako je, npr. u velikom spajanju farmaceutskih tvrtki francuskog "Sanofi-Synthelabo" i njemačkog "Aventisa" 2004. godine, novonastali farmaceutski div dobio naziv "Sanofi-Aventis".³

„Spajanje je kombinacija dvaju poduzeća od kojih je samo jedno opstalo. Pripojeno poduzeće prestaje postojati, a svoja potraživanja i dugovanja prepušta novonastalom poduzeću. Spajanje se razlikuje od konsolidacije, koja predstavlja kombinaciju dvaju ili više poduzeća, prilikom čega nastaje potpuno novo poduzeće“.⁴



Slika 1: Spajanje poduzeća

Izvor: Filipović, I.(2009): Revizija, Zagreb, Sinergija, str.199

²Rupčić N. (2003.): Trendovi spajanja i preuzimanja, [Internet], raspoloživo na: https://bib.irb.hr/datoteka/148253.Trendovi_spajanja_i_preuzimanja_u_svjetskom_poslovnom_sustavu.pdf [13.08.2016.].

³ Sikavica, P. i Novak, M. (1999) Poslovna organizacija. Zagreb: Informator., str. 98.

⁴ Van Home, J.C. (1997): Financijsko upravljanje i politika, Zagreb, Mate d.d., str. 104.

Potencijalne prednosti spajanja:

1. Rast snage društva, povećanje udjela na tržištu te proširenje proizvodnih linija.
2. Pomaže u diversifikaciji te time smanjuje cikličke i operativne utjecaje.
3. Olakšava društvu pozajmljivanje financijskih sredstava kada se spoji s tvrtkom koja ima značajna likvidna sredstva i nisku zaduženost.
4. Daje dobar prinos na investicije kada je tržišna vrijednost preuzete tvrtke značajno niža od troškova njene zamjene.
5. Poboljšava u nekim slučajevima tržišnu cijenu dionica, što daje veći P/E odnos. Na primjer, dionice većeg društva mogu se doživljavati kao utrživije, sigurnije i stabilnije.
6. Daje neku karakteristiku koja je nedostajala. Na primjer, to može biti bolje upravljanje razvojem.
7. Ostvarenje sinergijskog učinka, što znači da je rezultat kombinacije veći od suma dijelova.

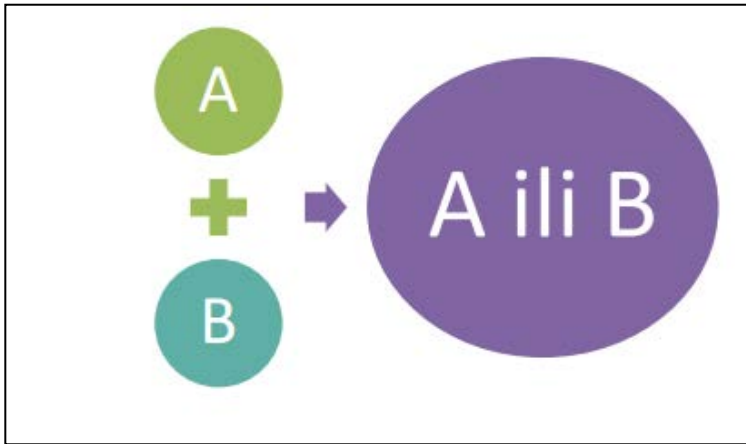
Nedostaci spajanja:

1. Obrnuta sinergija koja smanjuje neto vrijednost kombinirane cjeline (na primjer, prilagođavanja načina plaćanja zaposlenih, troškovi servisiranja duga nastalog preuzimanjem, nedostaci ključnih osoba u preuzetoj tvrtki).
2. Suprotni financijski učinci jer se predviđene koristi nisu ostvarile, na primjer, nisu ostvarene uštede troškova.
3. Antimonopolske aktivnosti koje sprječavaju ili odlažu predloženo spajanje.
4. Problemi zbog neslaganja manjinskih dioničara

“**Preuzimanje** poduzeća (engl. Tekeover) je svako podređivanje neke tvrtke drugoj, odnosno situacija kada jedna kompanija preuzima kontrolu nad drugom”.⁵
„Preuzimanje se odnosi na kupnju kontrolnog interesa od strane poduzeća A u poduzeću B (kontrolni se interes odnosi na novac i/ili dionice). Poduzeće preuzimatelj je obično veće od

⁵ Bahtijarević- Šiber, F., Sikavica, P (2002): Leksikon menadžmenta, Masmedia, Zagreb, str. 444.

poduzeća koje se kupuje, a preuzeto poduzeće tim procesom postaje sastavni dio veće i tržišno jače kompanije. „



Slika 2: Preuzimanje poduzeća

Izvor: Filipović, I (2009):Revizija, Zagreb, Sinergija, str.199

Aktivnosti spajanja i preuzimanja poduzeća smanjuju se u vrijeme kada je gospodarstvo u recesiji, a povećava kada se gospodarstvo nalazi u fazi oporavka. Intenzitet spajanja ovisi o dostupnosti kreditnog financiranja, razvijenosti tržišta kapitala i zakonskoj regulativi.

U literaturi se termini “takeover” i “acquisition” često navode kao istoznačnice. Blaga razlika ogleđa se u tome što se termin “acquisition” češće koristi kada su u pitanju preuzimanja koja imaju prijateljsko obilježje, dok se termin “takeover” koristi kako bi se označilo neprijateljsko preuzimanje u kojem se poduzeće (meta) opire preuzimanju.

Od preuzimatelja se očekuje da dioničarima poduzeća kojeg pokušava preuzeti, ponudi veću cijenu za dionicu od tržišne cijene što predstavlja premiju za preuzimanje ili akvizicijsku premiju. Akvizicijska premija odražava procijenjenu vrijednost za stjecanje kontrolnog praga u poduzeću (meti), kao i vrijednost potencijalnih sinergija.

Kontrolna premija temelji se na pretpostavci da je vrijednost poduzeća određena: odlukama menadžera o investicijama, financiranju investicija te donošenju odluka o tome koliko novca treba biti isplaćeno dioničarima poduzeća. Vrijednost kontrolne premije

određena je iz vjerovanja da netko drugi može upravljati poduzećem na drugačiji način nego što se njime trenutno upravlja.

Drugačiji način upravljanja podrazumijeva efikasnije poslovanje, a sama vrijednost kontrolne premije izračunava se na način da se izračuna vrijednost poduzeća (mete) s novim menadžmentom i od te vrijednosti odbije se vrijednost poduzeća (mete) sa “starim” menadžmentom. Cijena u ponudi za preuzimanje ne može biti niža od najviše cijene po kojoj su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički stekli dionice s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Ako je prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu viša od predhodno navedene cijene, ponuditelj je obvezan ponuditi višu cijenu, s tim da se prosječna cijena izračunava kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja 3 mjeseca prije nastanka obveze za objavljivanje ponude za preuzimanje.

Preuzimatelj kupnju dionica obično objavljuje putem javne ponude te uspostavlja komuniciranje s dioničarima poduzeća (mete) putem sredstava javnog priopćavanja. Poduzeće (meta) se može odlučiti za otkup vlastitih dionica putem javne ponude koja se tada naziva self-tender-offer.⁶

Ponuditelj kao naknadu za preuzimanje dionica može ponuditi:

1. novac (novčana naknada)
2. zamjenske dionice – moraju biti iste vrste, roda kao i dionice koje su predmet ponude za preuzimanje (zamjenska naknada)
3. kombinaciju novca i zamjenskih dionica – u tom slučaju ponuditelj može sam odrediti omjer novca i zamjenskih dionica (kombinirana naknada)⁷

⁶ Filipović D. (2012): Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/137046>, [14.08.2016]

⁷ Narodne Novine, (2007): Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne Novine d.d. Zagreb, broj 109.

2.1. Pravila za uspješnu provedbu i osnovni cilj spajanja i preuzimanja

Dosadašnja iskustva su pokazala da veliki broj spajanja i preuzimanja završava neuspjehom. Od iznimne važnosti prilikom njihove provedbe je pridržavanje kompanija ovim pravilima:

1. Odabir prikladnog ciljnog partnera.
2. Podrobno istraživanje tržišne pozicije potencijalnog partnera.
3. Pokušaj određivanja kompatibilnosti kulture tvrtki i njihovog menadžmenta.
4. Određivanje nove strukture organizacije nakon provedenog spajanja ili preuzimanja.
5. zaštita ključnih resursa ciljne kompanije. Nedopustivo je da resursi na kojoj je ciljna kompanija izgradila svoju tržišnu poziciju postanu nedostupni nakon provedbe spajanja ili preuzimanja.
6. Procijena vrijednosti dionica. Organizacija koja indicira spajanje ili preuzimanje mora biti sigurna da će joj njezina procijena vrijednosti ciljne kompanije osigurati odgovarajući povrat na investiciju. Ovo je najvažniji korak koji prethodi spajanju ili preuzimanju.
7. Planiranje intergracije. Potrebno je pažljivo isplanirati nov način poslovanja kompanije.⁸

Osnovi cilj spajanja je povećanje vrijednosti za dioničare. Sva istraživanja spajanja i preuzimanja mogu se načelno svrstati u dvije skupine: istraživanje događaja (razmatraju prinose dioničarima tvrtke) i istraživanje učinaka (nakon transakcije nastoje mjeriti dugoročne posljedice spajanja i preuzimanja koristeći pritom knjigovodstvene prinose i prinose na dionice). Dioničari kompanija, koje su cilj preuzimanja, u pravilu ostvaruju značajne zarade jer se sva preuzimanja vrše uz značajnu premiju iznad tekuće tržišne cijene u trenutku preuzimanja. Te premije kreću se od 20 do 40% iznad tržišne cijene, no neke su premije i 3 do 4 puta iznad tržišne cijene.⁹

⁸ Lazibat T., Baković T., Lulić L., (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u Hrvatskoj praksi, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski fakultet, Zagreb

⁹ Raspoloživo na [internet]: <http://documents.tips/documents/korporativne-financije-novak-1.html#>, [13.08.2016]

Za uspješno preuzimanje poduzeća i povećanje bogatstva dioničara potrebno je:

1. imati snažno poslovanje u osnovnoj djelatnosti,
2. uzeti u obzir samo one mete preuzimanja za koje se može procijeniti budući čisti novčani tok,
3. nadmašiti procijenjene sinergijske efekte,
4. biti discipliniran tijekom trajanja pregovora i
5. imati rigorozan plan tijekom integracije.¹⁰

2.2. Učinci poslovnih kombinacija

1. Ekonomski:

- učinci ekonomije razmjera,
- snižavanje troškova po jedinici poslovne aktivnosti uslijed povećanja obujma poslovne aktivnosti (rasta poslovne aktivnosti).

2. Tržišni

- jačanje tržišne pozicije subjekta (i na tržištu outputa i na tržištu inputa),
- moguća monopolska ili oligopolska pozicija na tržištu,
- smanjenje ili eliminacija konkurencije,
- ostvarivanje monopolskih ili oligopolskih ekstra zarada.

3. Financijski

- povećanje novčanih tokova uslijed povećanja prihoda i snižavanja troškova (rashoda),
- bolja prilagodba strukture kapitala zahtjevima tržišta,
- povećanje sadašnje vrijednosti subjekta.¹¹

2.3. Vrste preuzimanja

2.3.1. Prijateljsko preuzimanje

¹⁰ Mijatović E., (2012): Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća, Sveučilište u Splitu

¹¹ Perčević H., Računovodstvo poslovnih spajanja, [Internet], dostupno na: http://web.efzg.hr/dok/RAC//hpercevic/financijsko_racunovodstvo/Ra%C4%8Dunovodstvo%20ulaganja%20u%20ovisna%20dru%C5%A1tva%20i%20konsolidacija%20financijskih.pdf [12.08.2016]

Za razliku od spajanja koja su uglavnom sporazumne poslovne kombinacije, preuzimanje poduzeća može se provoditi s prijateljskom ili neprijateljskom namjerom. Da li je preuzimanje prijateljsko ili neprijateljsko ovisi o stavu Uprave poduzeća koje je meta preuzimanja.

Kod prijateljskog preuzimanja kompanije dolazi do izravnih pregovora između menadžmenta poduzeća koja je zainteresirana za preuzimanje i menadžmenta ciljnog poduzeća. U slučaju opredjeljenja za nastavak pregovora, poduzeće koje je predmet preuzimanja dužno je predati na uvid točne podatke za detaljnu analizu i ocjenu vrijednosti kompanije. Naravno, ovim pregovorima prethodi niz aktivnosti u cilju prikupljanja informacija i sastavljanju liste potencijalnih poduzeća za preuzimanje. Rezultati analize i odgovori na cijeli niz pitanja utječu na formiranje konačne odluke o tome da li pristupiti ili ne, procesu preuzimanja kompanija.

Odluka o preuzimanju kompanije usvojena je tada kada predstavnici obje kompanije zaključe *ugovor o preuzimanju poduzeća*.¹²

Prijateljsko preuzimanje najčešće se ostvaruje kod nerazvijenih poduzeća, poduzeća kojima je ugrožena egzistencija, a može se raditi i o zdravim poduzećima kada je ponuda dovoljno dobra da može zadovoljiti i dioničare i menadžment.

2.3.2. Neprijateljsko preuzimanje

U slučaju neprijateljskog preuzimanja ciljano poduzeće stječe se protiv volje svog menadžmenta. Takvo preuzimanje obično započinje na način da poduzeće koje namjerava preuzeti nadzor u drugom poduzeću, daje jednu opću ponudu dioničarima tog poduzeća, obično vremenski limitiranu za prihvaćanje, da kupi sve ili većinu dionica te kompanije. Obično je ponuda viša od trenutne tržišne cijene dionica tog poduzeća (ponekad se ipak zna dogoditi da neposredno prije ponude za preuzimanje dionice preuzimanog poduzeća zbog špekulantske kupnje znatno poskupe pa onda ponuda za preuzimanje bude ispod te nove tržišne cijene).

¹² Čolak Mihalik, M., *Moguće taktike u procesu preuzimanja kompanija*, [Internet], raspoloživo na: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/3_4/UBS-Bankarstvo-3-4-2006-Mihalik.pdf [12.08.2016]

Menadžment poduzeća koje je meta preuzimanja ima na raspolaganju brojne metode zaštite od neprijateljskog preuzimanja. Dvije su osnovne grupe metoda: preventivne i aktivne.¹³ Preventivne mjere su mjere koje uprava društvo poduzima kako bi se društvo učinilo manje privlačnim preuzimatelju prije samog početka preuzimanja, dok su aktivne mjere one koje društvo preuzima nakon preuzimanja pokušavajući ostvariti najveću moguću korist za dioničare, a poduzimaju se nakon što je ponuda za preuzimanje već upućena.¹⁴

Kao preventivne mjera obrane može se koristiti „crown jewels“ ili prodaja vrijedne imovine poduzeća koja je meta preuzimateljskog poduzeća. Ova mjera obrane je veoma rizična jer iako se dobije gotov novac, smanjuje se vrijednost ciljnog poduzeća pa poduzeće postaje dostupnije za preuzimanje. Kao aktivne mjere obrane od neprijateljskog preuzimanje mogu se koristiti „bijeli vitez“, „otrovna pilula“, itd. Bijeli vitez predstavlja taktiku traženja prijateljske kompanije za preuzimanje. Otrorna pilula je mjera koja omogućava postojećim dioničarima kupovinu dodatnih dionica po niskoj cijeni ako preuzimatelj stekne veći udio u poduzeću. Tako npr., otrovna pilula može postojećim dioničarima davati pravo kupnje dionica uz 50 posto diskonta čim preuzimatelj stekne 15 posto dionica. Popust ne vrijedi za preuzimatelja. Tako kada preuzimatelj stekne 15 posto dionica njegov udio se razvodnjava, a kontrola je sve nedostupnija.¹⁵

Nedostaci neprijateljskog preuzimanja

1. Cijena: neprijateljski preuzimač mora obično platiti višu premiju naročito ako poraste konkurencija kod pokušaja preuzimanja.
2. Troškovi: visoki troškovi transakcije i savjetnika.
3. Rizik: neprijateljska preuzimanja često ne uspijevaju.
4. Stvaranje lošeg raspoloženja i problemi integracije ciljne tvrtke nakon preuzimanja.

¹³ Kundid Novokmet, A. 2016. Nastavni materijali iz kolegija Investicijsko bankarstvo, EFST

¹⁴ Jurić, D., Zubović, A.(2009): Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva. Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, str. 300-302.

¹⁵ Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, 587 str.

5. Mogući pravni sukobi i pravne akcije.¹⁶

Suvremeni poslovni svijet poznaje dva **tipa preuzimatelja**:

1. Strateški preuzimatelj - preuzimatelj koji kupuje poduzeće-metu kako bi proširio postojeće poslovanje ili je poslovanje poduzeća-mete komplementarno njegovom postojećem poslovanju,
2. Preuzimatelj investitor - kupuje poduzeće-metu u cilju podizanja njene vrijednosti i ponovne prodaje. Najpoznatiji slučaj preuzimanja u Republici Hrvatskoj s obilježjima prijateljskog i neprijateljskog uz mogućnost identifikacije strateškog odnosno investicijskog preuzimatelja je bio onaj Plive d.d. Zagreb.¹⁷

2.4. Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja

2.4.1. Prema različitim oblicima preuzimanja, načinu na koji se provode ili faktorima koji utječu na preuzimanje¹⁸

Preuzimanja se mogu proučavati, na primjer:

- prema tome da li se radi o domaćem ili međunarodnom preuzimanju,
- prema načinima financiranja preuzimanja,
- prema tome tko provodi preuzimanje (poduzeća, menadžment ili zaposleni), veličini poduzeća kupca, veličini preuzimanog poduzeća, te relativnom odnosu veličine kupca i preuzimanog poduzeća,
- načinu prikupljanja podataka o meti preuzimanja (kako je provedeno dubinsko snimanje),
- akvizicijskom iskustvu, motivima za spajanje i preuzimanje, da li je spajanje ili preuzimanje prijateljsko ili neprijateljsko, da li je preuzimano poduzeće u javnom ili privatnom vlasništvu itd.

¹⁶ Raspoloživo na: http://www.efos.unios.hr/specijalisticki-studij-financije-bankarstvo/wp-content/uploads/sites/103/2013/07/Novak_B_KF_4.ppt, [13.08.2016]

¹⁷ http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Integracijski_procesi_Davor_Filipovi.pdf

¹⁸ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 14

U praksi se koriste tri grupe metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere:

1. prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica,
2. na temelju računovodstvenih i financijskih podataka i
3. izračunom ekonomske dodane vrijednosti.¹⁹

2.4.2. Prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica

Jednostavna i raširena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja jest prinos (povrat) dioničara, odnosi se na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijene dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju.

Opća formula je:

$$r_{a,t} = (P_{a,t-n} + D_{a,t}) / P_{a,t-n} \quad (1)$$

gdje je

r = prinos dionice u razdoblju t,

P = cijena dionice u trenutku t,

P-n = cijena dionice u trenutku t-n i

D = dividenda u razdoblju t.

Točnost ove metode ovisi o tome da li cijene dionica održavaju stvarnu vrijednost poduzeća, tj. vlastitog kapitala koji iza toga stoji, tj. da li su financijska tržišta učinkovita ili nisu.²⁰

2.4.3. Uspješnost na temelju računovodstvenih i financijskih podataka

Financijski izvještaji predstavljaju temeljnu podlogu i polaznu točku za analizu poslovanja poduzeća. Oni pružaju informacija o poduzeću, i to o njegovoj imovini,

¹⁹ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 11

²⁰ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“ Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 12.

obvezama, glavnici, prihodima i rashodima (financijskom rezultatu), ostalim promjenama glavnice te novčanim tijekovima. Kao sredstvo informiranja koriste se financijski izvještaji. Temeljni financijski izvještaji su: bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o promjenama glavnice, izvještaj o novčanom tijeku, bilješke uz financijske izvještaje.

Uobičajena metoda uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka jest računanje operativnoga novčanog toka prije poreza. Operativni novčani tok prije poreza jest zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, te je jednak operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju EBITDA. EBITDA se u praksi najčešće ne koristi u apsolutnom iznosu, nego se taj broj relativizira, ili u odnosu na knjigovodstvenu vrijednost ili u odnosu na prodaju. To se radi kako bi se neutralizirala veličina poduzeća pri procjeni.

2.4.4. Izračun ekonomske dodane vrijednosti

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih podataka, također, je podložno kritikama jer takav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti za dioničara. Takav pristup ne uvažava trošak kapitala, tj. ne uključuje oportunitetne troškove. Iako poduzeće može imati pozitivne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor, ulaganjem u neke druge jednako rizične projekte, ne bi mogao bolje proći bolje. Osim toga računovodstvenim podacima podložni su manipulacijama, te ih se ne može uzimati sa 100 postotnom sigurnošću. Zato neki autori kao alternativnu metodu predlažu mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti (engl. economic value added - EVA). Ta metoda, koja ima sličnosti s metodom mjerenja neto sadašnje vrijednosti, u posljednje je vrijeme privukla pažnju i praktičara i teoretičara. Ekonomska dodana vrijednost je u biti procijenjena realna dobit za promatranu godinu, te se obično znatno razlikuje od računovodstvene dobiti. Ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženoga kapitala. Računovodstvena neto dobit je precijenjena jer ne oduzima trošak kapitala prilikom izračuna neto dobiti. Ekonomska dodana vrijednost ispravlja taj nedostatak.

Kako vrijednost poduzeća ovisi o tome koliko budući novčani tokovi premašuju trošak kapitala, teoretski je ekonomska dodana vrijednost direktno povezana sa stvaranjem dobiti za dioničare. Ekonomska dodana vrijednost uzima u obzir rizik investicije koji se uračunava u trošak kapitala:

$$EKONOMSKA_DODANA_VRIJEDNOST = \quad (2)$$

$$(Povrat_na_uloženi_kapital - trošak_kapitala) \times (Uloženi_kapital) =$$

$$Operativna_dobit_poslije_poreza - (Trošak_kapitala) * (Uloženi_kapital)$$

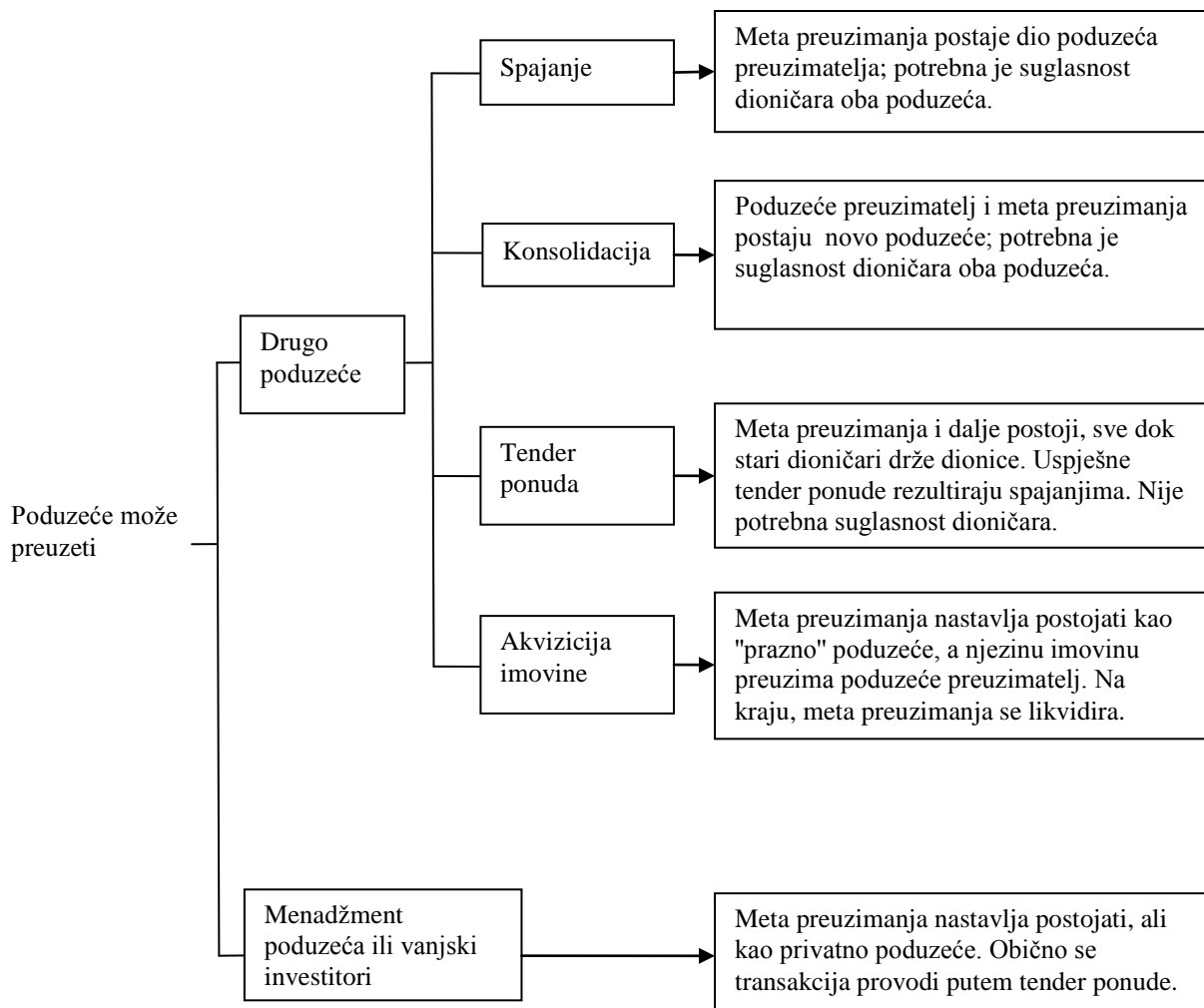
Ekonomska dodana vrijednost nije ništa drugo nego proširenje neto sadašnje vrijednosti (NPV). Neto sadašnja vrijednost projekta je projekcija sadašnje vrijednosti ekonomske dodane vrijednosti projekta za cijelo razdoblje projekta.²¹

2.5. Klasifikacija spajanja i preuzimanja i određivanje cijene

Na slici 2. prikazana su četiri načina kako jedno poduzeće može spojiti ili preuzeti drugo poduzeće. To su spajanje, konsolidacija, tender ponuda i akvizicija imovine. Posebni oblik akvizicije je preuzimanja poduzeća od strane menadžmenta ili vanjskih investitora.²²

²¹ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, *Ekonomski Vjesnik*, Izvorni znanstveni članak, str. 13.

²² Izvor: Damodaran, A. *Acquisitions and takeovers* [Internet]. Dostupno na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [14.07.2016]



Slika 3: Klasifikacija spajanja i preuzimanja

Izvor: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Cijena akvizicije (u kontekstu spajanja i konsolidacije) je ona cijena po kojoj poduzeće preuzimatelj kupuje dionice oba poduzeća. Cijena se uglavnom temelji na pregovorima između poduzeća preuzimatelja i menadžmenta poduzeća koje je meta preuzimanja. Kod preuzimanja putem tender ponude, cijena akvizicije je ona cijena po kojoj poduzeće preuzimatelj uspijeva kupiti dovoljno dionica da preuzme kontrolu nad poduzećem koje je meta preuzimanja. Ta cijena može biti viša od cijene koju je u početku nudilo poduzeće

preuzimatelj, i to u slučaju ako postoje i druga poduzeća zainteresirana za kupnju, ili ako nedovoljan broj dioničara prihvati tender ponudu po ponuđenoj cijeni²³

2.6. Kategorije transakcija spajanja i preuzimanja

Transakcije spajanja i preuzimanja nastaju uslijed:

1. prekapacitiranosti (koja ima za cilj postizanje ekonomije razmjera),
2. potrebe za proširenjem sadržaja proizvodnje,
3. prodaja dijela kompanije
4. potrebe geografskog širenja
5. širenje potencijala za istraživanje i razvoj
6. konvergencija različitih industrija²⁴

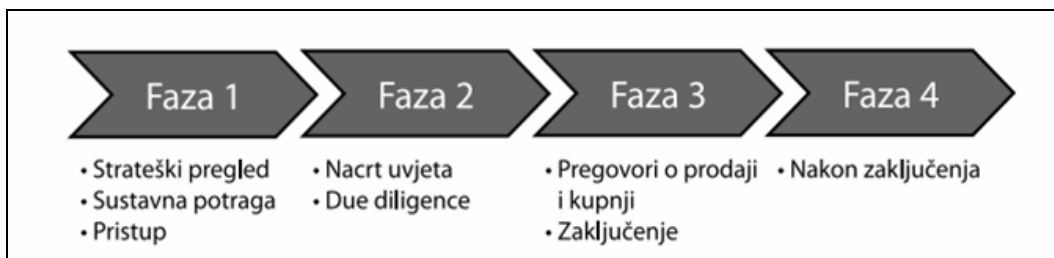
2.7. Proces spajanja i preuzimanja

Proces spajanje i preuzimanje sastoji se od 4 faze. U prvoj fazi identificiran je cilj akvizicije i plan pristupa. To se može razborito napraviti samo nakon temeljitog strateškog pregleda, tijekom kojeg je akvizicija identificirana kao logično strateško sredstvo. U slučaju da pristup dovede do sporazumnog nastavka razgovora, sklapanje posla prelazi u drugu fazu. Dvije strane grubo skiciraju uvjete sklapanja posla i kupac započinje *due diligence*. Uspješan *due diligence* vodi do pregovora i ako sve prođe glatko, posao je sklopljen. Nakon toga kupac ulazi u četvrtu fazu koja je možda i najvažnija, budući da cijela akvizicija mora biti dobro razrađena da bi na kraju bila isplativa.²⁵

²³ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Ekonomski Vjesnik

²⁴ Kundid Novokmet, A. 2016. Nastavni materijali iz kolegija Investicijsko bankarstvo, EFST

²⁵ Howson, P., (2006): Due diligence, Masmedia, Zagreb, Poslovni dnevnik



Slika 4: Proces akvizicije

Izvor: Howson, P (2006).: Due dilligence, Masmedia, Zagreb, Poslovni dnevnik

Jedan od čestih razloga neuspjeha spajanja i preuzimanja krije se u informacijskoj asimetriji između kupca i prodavatelja. To je posebno izraženo kada se imovina ciljnog poduzeća sastoji većim dijelom od intelektualnog kapitala čiju je vrijednost teže procijeniti. Postoje dvije osnovne mogućnosti za prikupljanje informacija o kandidatu za spajanje ili preuzimanje.

Prva mogućnost je ulazak u strateški savez ili neko drugo poslovno povezivanje prije poduzimanja spajanja ili preuzimanja. Kroz strateški savez ili neki drugi oblik bliske poslovne suradnje, mogu se kroz duži period prikupiti bitne informacije o kandidatu za spajanje ili preuzimanje, te dobiti dobar uvid o prednostima i nedostacima kandidata

Drugo je dubinsko snimanje (due dilligence) kandidata za spajanje ili preuzimanje. Ako nema mogućnosti da se oformi neki od oblika poslovne suradnje ili se proces spajanja i preuzimanja treba provesti u kraćem vremenskom periodu, dubinsko snimanje obično je najbolje rješenje za prikupljanje informacija o kandidatu za spajanje ili preuzimanje. Standardna pravna definicija dubinskog snimanja ne postoji, a opisati bi se moglo kao „proces ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca kojim bi bilo potvrđeno da kupuje ono što misli da kupuje. Oni koji sklapaju poslove idu i korak naprijed, reći će da je due diligence smanjenje rizika”.²⁶

Klasična podjela navodi tri vrste due dilligence: pravni (prikupljanje dokumentacije kojom se provjerava posluje li meta u skladu sa zakonom i propisima i regulatornih

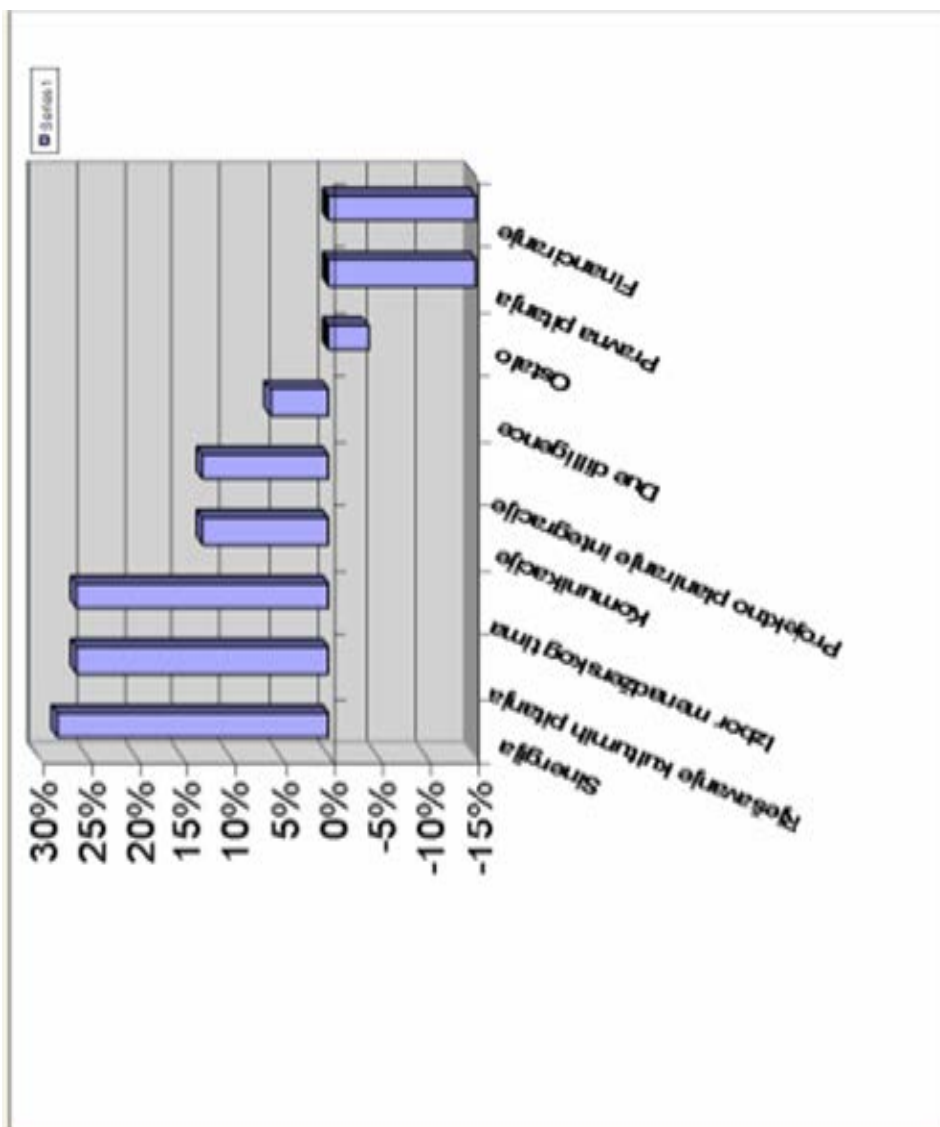
²⁶ Howson, P (2006).: Due dilligence, Masmedia, Zagreb, Poslovni dnevnik

tijela), komercijalni (prikupljanje dokumentacije o sadašnjoj tržišnoj poziciji mete te projekciranje poslovanja mete u budućnosti) i financijski (prikupljanje dokumentacije o povijesnom i tekućem financijskom poslovanju mete). Pored navedenih vrsta, u novije vrijeme due dilligence uključuje i kulturološki, ekološki te tehnološki due dilligence. Procjena sadašnje i potencijalne vrijednosti ciljanog poduzeća neophodna je za procjenu mogućnosti integracije poslovanja povezanih poduzeća. Čak 50% - 75% poslovnih spajanja ne završi uspješnom integracijom, već razilaženjem partnera. Iz tog razloga, due dilligence ne smije biti orijentiran samo na zaključenju posla, što je u praksi čest slučaj.²⁷

Grafikon 1 prikazuje da je procjena sinergijskih učinaka prije sklapanja posla ključno pitanje postizanja uspjeha. Kupci koji ju detaljno provedu imaju 28% više šanse od prosječne da uspješno provedu spajanje i preuzimanje. Rješavanje kulturnih pitanja i izbor menadžerskog tima koji se bavi spajanjem i preuzimanjem slijede po važnosti odmah poslije procjene sinergije te poduzeća koja se usredotoče na te aktivnosti imaju 26% više šanse od prosječne da uspješno provedu spajanja i preuzimanje. Kao razlog neuspjeha navodi se fokusiranje na pravna i financijska pitanja.²⁸

²⁷ Grubišić M., Due dilligence, Stručni članak, Ekonomski fakultet, Zagreb

²⁸ Howson, P (2006).: Due dilligence, Masmedia, Zagreb, Poslovni dnevnik

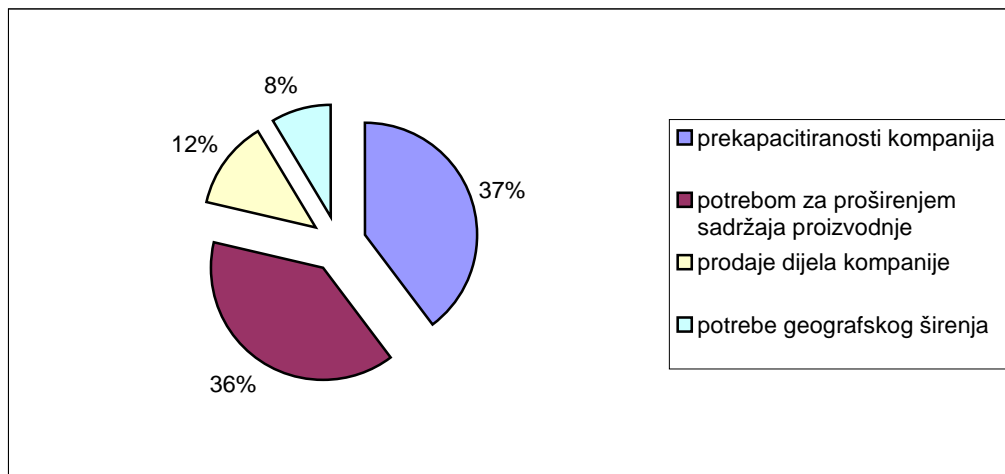


Grafikon 1: Čimbenici koji bi mogli rezultirati boljim prilikama za uspjeh od prosječnih

Izvor: Izrada autorice prema Howson P. (2006): Due Dilligence, Masmedia, Zagreb, Poslovni dnevnik

3. MOTIVI ZA SPAJANJA I PREUZIMANJA

Istraživanja koja su se provela u SAD-u u razdoblju od 1997.-1999.g. na preko 1000 poslova spajanja i preuzimanja koja su imala vrijednost veću od 500 milijuna USD, pokazalo je da je najviše transakcija spajanja i preuzimanja bilo poduzeto zbog prekapacitiranosti kompanija (oko 37%) i potrebom za proširenjem sadržaja proizvodnje (oko 36%). Transakcije koje su se provele zbog prodaje dijela kompanije bilo je 12%, dok je 8% transakcija poduzeto zbog potreba geografskog širenja.²⁹



Grafikon 2: Motivi za poduzimanje transakcija spajanja i preuzimanja

Izvor: izrada autorice prema Kundid Novokmet, A. 2016. Nastavni materijali iz kolegija Investicijsko bankarstvo, EFST

²⁹ Kundid Novokmet, A. 2016. Nastavni materijali iz kolegija Investicijsko bankarstvo, EFST

3.1. Vrste spajanja

Spajanje može rezultirati iz jedne od tri vrste integracija:³⁰

1. Vertikalno spajanje povezuje kompanije koje djeluju u različitim fazama procesa proizvodnje. Kupac ima dvije mogućnosti: „širenje unatrag” i „širenje unaprijed”. Kupac se „širi unatrag” prema izvoru materijala i sirovina, a „unaprijed” u smjeru krajnjeg kupca. Poduzeće koje se bavi proizvodnjom bezalkoholnih pića može kupiti proizvođača šećera - „širenje unatrag”, dok kupnja lanca brze prehrane (kao kanala prodaje svojih proizvoda) predstavlja „širenje unaprijed”.³¹



Slika 5: Faze u procesu stvaranja vrijednosti

Izvor: Hill, C.W.L., Jones, G.R.(2009): Essentials of Strategic Management, Mason, str. 169

Najbolji primjer iz Hrvatske za takve akvizicije je Agrokor – kompanija koja pod sobom ima sve faze proizvodnje proizvoda, njegov marketing i prodaju krajnjem korisniku, kupcu u prodavaonicama. Na ovaj način kompanija može kontrolirati sve faze proizvodnje, distribucije i prodaje svojih proizvoda.

2. Horizontalna spajanja povezuju tvrtke koje proizvode slične proizvode, a proizvodi mogu biti i supstituti. Što znači da je kupljena kompanija nekadašnji konkurent. Motivi za takva spajanja višestruki su. Horizontalna integracija omogućuje ostvarivanje podjele rada i specijalizacije među članicama integracije. Kompanija jača položaj na tržištu i slabi konkurenciju. Cilj ovakvog spajanja je zaokružiti proizvodnu liniju koja se prodaje istim distribucijskim kanalima i na taj način ostvariti ekonomiju obujma u prodaji

³⁰ Rupčić N. (2003.): Trendovi spajanja i preuzimanja, [Internet], raspoloživo na: https://bib.irb.hr/datoteka/148253.Trendovi_spajanja_i_preuzimanja_u_svjetskom_poslovnom_sustavu.pdf [13.08.2016.]

³¹ Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str.578

i distribuciji. Većina spajanja koja su se dogodila krajem stoljeća pripadaju toj vrsti (poduzeće može kombinirati proizvodne linije spojenog odnosno preuzetog poduzeća kako bi se klijentima ponudio širi spektar proizvoda koji se mogu grupirati). Grupiranje proizvoda uključuje ponudu nekoliko proizvoda kao jedan kombinirani proizvod. Na taj način se, iz perspektive kupaca, povećava vrijednost proizvodne linije poduzeća, budući da je cijena koju plate za komplet proizvoda u pravilu niža od one koju bi platili kada bi kupovali svaki proizvod zasebno.

Kao primjer vrijednosti, koja se može stvoriti grupiranje proizvoda, često se ističe: Microsoft Office, restorani brze hrane, kabelska televizija. Tipični primjeri iz prakse: VodafoneAirTouche preuzeo je Mannesmann u telekomunikacijama, zatim British Petroleum preuzima Amoc u naftnoj industriji i u automobilskoj industriji Daimler-Benz preuzima Chrysler.

U bankarskom je sektoru mnoštvo takvih primjera. Nakon što su u SAD-u ukinuta određena ograničenja, neke banke su odmah započele sa kupovinom drugih banaka i sistematizaciju poslovnih procesa. Kako bi drastično smanjile svoje troškove (prema procijenama za 3 milijarde dolara godišnje), proces spajanja započele su 2004. godine dvije najveće banke: JP Morgan Chase i BankOne. Procijenjeno vrijednost nakon spajanja iznosi oko 58 milijardi USD.³²

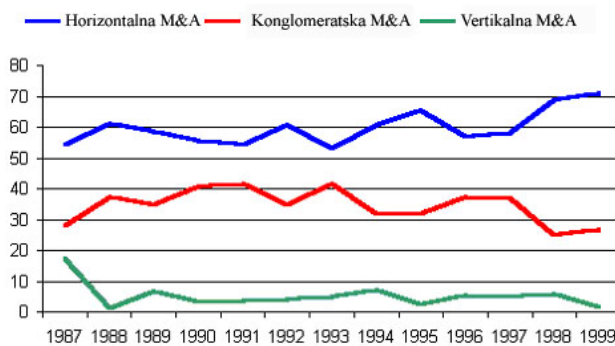
3. Konglomerati su oblik spajanja kojim se povezuju kompanije koje proizvode nepovezane proizvode. Ovakve fuzije nastaju iz npr. želje za diversifikacijom rizika, traženjem dobrih prilika za investiranje ili težnje za povećanjem ekonomske snage na širem tržištu. Zagovornici ove vrste spajanja ističu dobitke od zajedničkog računovodstva, kontrolinga i menadžmenta.

Loša strana je nepostojanje zajedničkih strateških ciljeva i glomazan mehanizam upravljanja, koji je često neefikasan.

Zagrebački holding domaći je primjer velike kompanije koja je osnovana radi smanjivanja birokratskih troškova i bolje usluge građanima Zagreba.

³² Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str.579

Odnos vertikalnih, horizontalnih spajanja i preuzimanja i konglomerata kao postotak u ukupnoj vrijednosti sklopljenih poslova u razdoblju od 1987. do 1999. godine prikazuje grafikon 3. Iz navedenog grafikona vidljivo je, da u ukupnoj vrijednosti prevladava i raste udio horizontalnih spajanja i preuzimanja (oko 70%), dok broj vertikalnih spajanja i preuzimanja opada. Postotak konglomeratskih spajanja i preuzimanja kretao se oko 30% u navedenom razdoblju.³³



Grafikon 3: Spajanja i preuzimanja prema vrsti od 1987. do 1999. godine kao postotak od ukupne vrijednosti sklopljenih poslova

Izvor: <http://www.mergers-and-acquisitions.de/fakten1020.htm>

3.2. Sinergijski učinci

Motiv koji pokreće ove transakcije oslanja se na poslovnu logiku da je $1+1=3$, umjesto dva. Sinergija se definira kao ostvarivanje performansi kombiniranih poduzeća preko dostignuća koje mogu postići kao samostalna poduzeća.

To je moguće predstaviti sljedećim izrazom:

$$\text{Čista _ sadašnja _ vrijednost _ (NPV) = Sinergija - Pr emija}$$

³³ Rupčić N. (2003.): Trendovi spajanja i preuzimanja, [Internet], raspoloživo na: https://bib.irb.hr/datoteka/148253.Trendovi_spajanja_i_preuzimanja_u_svjetskom_poslovnom_sustavu.pdf, [13.08.2016.]

gdje NPV predstavlja neto sadašnju vrijednost koja proizlazi iz razlike sinergijskih efekata i plaćene premije

Pozitivna čista sadašnja vrijednost projekta ukazuje na povećanje sadašnje vrijednosti tvrtke koja namjerava investirati. U skladu s tim kriterijem ne bi se smjeli prihvatiti projekti koji imaju negativnu čistu sadašnju vrijednost jer bi se time smanjila vrijednost tvrtke. Ovo bi se trebalo postići ili povećanjem tržišnog udjela ili povećanjem troškovne učinkovitosti (sinergijom).³⁴

Sinergija (ako se realizira) može proizići iz povećanja prihoda, smanjenju troškova. Može se manifestirati i kao smanjenje broja zaposlenih (uglavnom kod odjela koji su podrška poslovanju a uključujući i upravu), kao ekonomija opsega (npr. u sferi nabave postiže se veća pregovaračka moć prema dobavljačima), kroz stjecanje nove tehnologije gdje se uštede javljaju kod troškova razvoja i istraživanja, omogućuje lakši pristup jeftinijem kapitalu i kroz druge oblike. U praksi se pokazalo sljedeće: ukoliko u prvoj godini nakon transakcije ne budu vidljivi neki od navedenih sinergijskih učinaka, moguće je da se oni neće realizirati ni u sljedećim godinama.³⁵

3.2.1. Kombiniranje komplementarnih resursa

Mala poduzeća mogu imati jedinstvene proizvode, ali im često nedostaju razvijeni sustav prodaje i proizvodni kapaciteti. Za njih je jednostavnije i efikasnije spojiti se s poduzećem koje posjeduje potrebne resurse, nego razvijati vlastite proizvodne kapacitete i sustav prodaje.

Spajanje može imati smisla kada oba poduzeća imaju *komplementarne resurse* (svaki ima nešto što drugom nedostaje). Uz to, spajanje može otvoriti i neke nove poslovne prilike. Najbolji primjer za to je kupovina Caliber Systema od strane Federal Expressa. Caliber

³⁴ Mijatović E. (2012): Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća, Sveučilište u Splitu [Internet], raspoloživo na: <https://www.google.hr/url?sa=t&ret=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKewiR8p7Z0MrOAhWgtBQKHb6ECW4QFgghMAE&url=http%3A%2F%2Fhrcak.srce.hr%2Ffile%2F192302&usq=AFQjCNFQfHVchYntWL0nCGSBp7-uDr3WXw>, [14.08.2016.]

³⁵ Krstulović Z.(2015): Transakcije spajanja i preuzimanja, [Internet], raspoloživo na: <http://www.poslovnaucinkovitost.eu/korisni-sadrzaji/kolumne/504-transakcije-spajanja-i-preuzimanja-maa>, [17.08.2016.]

System poduzeće se specijalizirao za transport paketa cestovnim prijevozom, dok se Federal Express specijalizirao za transport paketa zračnim prijevozom. Caliberova podružnica RMS koja obavlja poslove transporta paketa cestovnim prijevozom, značajno je unaprijedila Federal Expresove mogućnosti isporuke pošiljki cestovnim prometom. Kada je to potrebno, RMS se može koristiti Federal Expressovim sustavom brzog prijevoza pošiljki.³⁶

Procijenjeno je da su Sony i Ericsson odvojeno proizvodili prosječne mobitele i nisu se uspjeli nametnuti kao snažni *igrači* u industriji mobilne telefonije. Spajanjem u Sony Ericsson profilirali su se u jednog od lidera u toj industrijskoj grani. Suradnja iza zajedničkog imena predstavljala je kombinaciju širokog tržišta potrošačke elektronike na koje je Sony mogao plasirati proizvode, te intelektualnog vlasništva koje donosi Ericsson, nekadašnji lider u bežičnoj komunikaciji.

3.2.2. Spajanje kao korištenje viška sredstava

Poduzeća koja se nalaze u zreloj djelatnosti generiraju značajan novčani tijek, ali nemaju profitabilnih prilika za ulaganje. U takvim situacijama bilo bi najbolje povećati isplate dividendi i otkupljivati dionice. Međutim, menadžment često ne želi smanjiti poduzeće na takav način. Ako poduzeće ne želi otkupljivati svoje dionice, može kupovati dionice nekog drugog poduzeća. Poduzeća koja imaju puno novca, a malo prilika za ulaganje, često se okreću spajanjima *financiranim novcem* kako bi potrošila svoj kapital. Poduzeća koja imaju višak novca, a ne isplaćuju dividende i ne poduzimaju poslove preuzimanja, mogu i sama biti preuzeta od drugih poduzeća koja žele, umjesto njih, isplatiti dividende. Kada je 80-ih godina prošlog stoljeća pala cijena nafte, mnogim bogatim naftnim kompanijama prijetila je opasnost od preuzimanja. Kao razlog, navodi se pokušaj preuzimatelja da se domognu novčanog tijeka kompanije, kako bi bili sigurni da se novac neće uložiti u istraživanje novih naftnih polja koja imaju negativan NSV.³⁷

³⁶ Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str.580

³⁷ Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str.581

3.3. Zavaravajuće sinergije

Ponekad spajanje ne dovede do željenih rezultata, tj. ostvare se suprotni financijski učinci. Dobar primjer za to je udruženje tri najveće japanske banke u „Mizuho Bank” jer se predviđene koristi nisu ostvarile.

Vrijednost aktive dosegla je 1.500 milijardi dolara, gotovo dvostruko više od tadašnje najveće banke, Deutsche Bank. Ime „Mizuho” znači „bogata žetva riže”, a menadžment banke predviđao je kako će spajanje donijeti pravu žetvu sinergija. Predsjednik uprave u obraćanju dioničarima, tvrdio je kako će spajanje stvoriti snažnu financijsku grupu koja će biti lider u 21.stoljeću. Predviđeni trošak spajanja iznosio je 130 milijardi jena, a predviđene uštede iznosile su 466 milijardi jena godišnje.

Nakon nekoliko mjeseci počele su pristizati informacije o problemima između banaka. Izvor problema bio je IT sustav koji je bio različit u svakoj banci. Kao prvo rješenje, predloženo je da se odabere jedan sustav za sve banke, ali je odlučeno da će određena računala banke povezati sva tri sustava zajedno.

Tri godine nakon najave spajanja, nova banka je počela poslovati 1.travnja 2002.g. Samo pet dana kasnije, softverski problemi srušili su sustav. Više od 7.000 bankomata nije radilo, dugovanja su proknjižena dvaput za istu transakciju na 60.000 računa, milijuni računa ostali su neplaćeni. Dva tjedna nakon toga, u sustavu nestaje 2,2 milijardi jena od Tokyo Gasa (najveće kompanije za distribuciju plina) i 12,7 milijardi jena od telekomunikacijske kompanije NTT koji je svojim korisnicima morao poslati račune s oznakom zvjezdica umjesto brojki budući da, nije mogao znati koji su od 760.000 računa bili plaćeni.

Jedan od ciljeva nastanka Mizuho bilo je uklanjanje neefikasnosti u IT sustavima. Lako je predviđati buduće uštede od spajanja, ali početni fujasko je pokazao kako ih je veoma teško ostvariti u praksi.³⁸

³⁸ Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str.580

3.4. Sumnjivi motivi za spajanje

Svi motivi koji su do sada spomenuti imali su ekonomski smisao. Međutim, postoje i drugi motivi za spajanje kao što su: diverzifikacija i igra zavaravanja.

1. Diverzifikacija

Menadžment kompanija bogatih novcem često zagovaraju preuzimanja. Nakon spajanja kompanije ulaze u nova područja i nove djelatnosti. Kao posljedica, kompanija koja posluje u djelatnosti koje stangira, često je bogata novcem. Diverzifikacija smanjuje rizik i to bi trebalo predstavljati dobitak od spajanja. Međutim, diverzifikaciju lakše i jeftinije provode dioničari od kompanija. Poduzeće „A” ne treba kupiti poduzeće „B” radi diverzifikacije kada dioničari poduzeća „A” mogu kupiti dionice poduzeća „B” kako bi diverzificirali svoj portfelj.

2. Igre zavaravanja

Šezdesetih godina prošlog stoljeća neke kompanije obavljale su preuzimanja koja nisu imala vidljivog ekonomskog smisla. Ipak, njihova agresivna strategija izazvala je povećanje zarade po dionici. Npr, poduzeće ima visoki omjer cijene i dobiti (omjer cijene i dobiti je visok zbog toga što ulagači očekuju veliki rast buduće dobiti). Visoki rast dobiti ne postiže se kapitalnim ulaganjima, poboljšavanjem proizvoda ili povećanjem operativnom efikasnošću, već kupovinom spororastućih poduzeća s niskim omjerom cijene i dobiti. Dugoročni rezultat bit će sporiji rast i smanjenje omjera cijene i dobiti, ali kratkoročno se odnos cijene i dobiti može drastično povećati. Ako se zavaraju ulagači, moguće je ostvariti rast dobiti po dionici bez smanjenja omjera cijene i dobiti. Međutim, potrebno je i dalje zavaravati igrače poduzimanjem novih spajanja po istoj složenoj stopi rasta.³⁹

³⁹ Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje, str. 581.-582.

3.5. Mogućnosti financiranja transakcija spajanja i preuzimanja

Spajanja i preuzimanja financiraju se na različite načine, uključujući:

- 1. gotovinska plaćanja** u zamjenu za kupljene dionice,
- 2. financiranje uz pomoć duga**, tj. izdavanjem vrijednosnih papira na domaćim ili na međunarodnim tržištima, zajmova financijskih institucija i zajmova unutar kompanije,
- 3. razmjenom dionica**, gdje se dionice u poduzeću kupcu zamjenjuju za dionice ciljne kompanije.⁴⁰

1. Prednosti gotovinskih plaćanja:

1. Preuzimatelj ima potpunu kontrolu nad imovinom koju kupuje i obvezama koje preuzima.
2. Privlačna je za dioničare jer primaju neku vrijednost odmah te nemaju rizik.
3. Nije potrebno glasovanje dioničara preuzete tvrtke.
4. Lako je razumljiva.

Nedostaci gotovinskih plaćanja:

1. Smanjenje novčanog tijeka.
2. Poteškoće da se procijeni fer vrijednost imovine.
3. Menadžment ciljne tvrtke ima malo poticaja da olakša transakciju ili da nastavi rad nakon transakcije.
4. Dioničari ciljne tvrtke moraju je odobriti.
5. Gotovinsko preuzimanje može materijalno smanjiti odnos između glavnice i imovine društva koja nastaje nakon preuzimanja.
6. Kreiranje goodwilla koji se amortizira, ali ne mora biti odbitna stavka kod oporezivanja, što ovisi o poreznim sustavima.
7. Nekada je potrebna suglasnost zajmodavaca.

⁴⁰ Lazibat T., Baković T., Lulić L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Izvorni znanstveni rad, str. 71

2. Prednost korištenja financijske poluge, odnosno duga:

1. Izdatak za kamate je odbitna stavka prije oporezivanja.
2. Povećanje prinosa dioničarima.
3. Budući da je zadržano vlasništvo istih dioničara, nema smanjenja dobiti po dionici za njih.

Nedostaci korištenja financijske poluge:

1. Zajmodavci imaju prioritet u odnosu na tvrtku koja je nastala spajanjem.
2. Veći financijski rizik može smanjiti cijene dionica i obveznica tvrtke, a također rezultirati u porastu troškova financiranja.
3. Moguće smanjenje kreditnog rejtinga.
4. U slučaju neizvršenja obveza nastaju problemi s gotovinom.
5. Plaćanje kamata smanjuje dobiti.
6. Plaćanje kamata i glavnice smanjuje gotovinski tijek.⁴¹

Spajanja i akvizicije teže financiranju poslova razmjenom dionica. Primjerice, 1999., godine gledajući na vrijednost transakcije, udio spajanja i preuzimanja financiranih razmjenom dionica obuhvaćao je 36% od svih transakcija spajanja i preuzimanja.⁴²

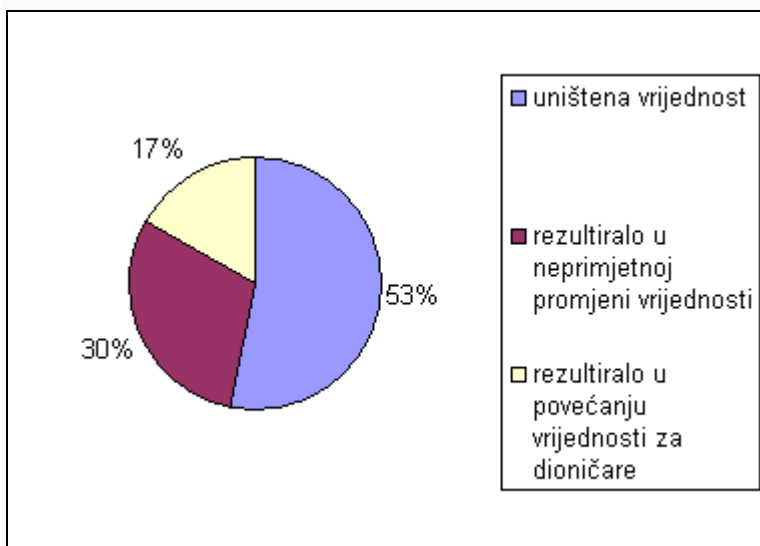
3.6. Utjecaj spajanja i preuzimanja na dioničare

Provedeno istraživanje nad 600 izvršenih preuzimanja (koja su se dogodila na međunarodnom planu od 1996. do 1998. godine) pokazuje, da više od polovine spajanja i preuzimanja koja su se dogodila nisu donijela koristi dioničarima. Ovo istraživanje pokazuje da većina spajanja i preuzimanja ne povećava vrijednost za dioničare, a u mnogim slučajevima je čak smanjuje. Pokazao je da je 82% onih koji su poslali odgovore, odgovorilo da je njihov poslovni poduhvat bio uspješan. Ali analiza pokazuje

⁴¹ Dostupno na: <http://documents.tips/documents/korporativne-financije-novak-1.html#>, [13.08.2016.]

⁴² Lazibat T., Baković T., Lulić L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Izvorni znanstveni rad, str. 71

da su u 53% slučajeva spajanja i preuzimanja smanjila vrijednost za dioničare, a daljnjih 30% nije promijenilo vrijednost za dioničare.⁴³



Grafikon 4: Utjecaj spajanja na vrijednost za dioničare

Izvor: Izrada autorice prema <http://documents.tips/documents/korporativne-financije-novak-1.html#>

3.7. Spajanja i preuzimanja u svijetu

3.7.1. Povijest spajanja i preuzimanja

U posljednjih stotinu godina, zabilježeno je ukupno šest „valova“ spajanja i preuzimanja. Aktivnosti spajanja i preuzimanja se povećavaju u vrijeme ekspanzije gospodarstva, s druge pak strane, za vrijeme recesije navedene aktivnosti se smanjuju.

Prvi val započeo je 1897. i trajao do 1904. godine. Početak prvog vala u Americi karakterizirale su velike tehnološke promjene, ekonomska ekspanzija i inovacije u industrijskim procesima. Najveća spajanja u tom valu bila su ona tvrtki U.S. Steel i Carnegie Steel koje su kontrolirale 75% tržišta čelika. Glavni motiv za spajanja i

⁴³ Dostupno na: <http://documents.tips/documents/korporativne-financije-novak-1.html#>, [13.08.2016.]

preuzimanja poduzeća bio je kreiranje monopola. U tom je razdoblju više od 1.800 poduzeća nestalo kao posljedica konsolidacije, a nastale su neke od najvećih američkih korporacija poput General Electric-a, Eastman Kodak-a, American Tobacco-a i DuPont-a.

Strateški cilj tadašnjih preuzimanja i spajanja bio je izbjeći prekapacitiranost i pad cijena kroz horizontalna povezivanja. U literaturi se ovaj val često naziva i "veliki val". Do opadajućeg trenda u prvom valu dolazi zbog financijske krize 1904. godine.

U **drugom valu** koji je trajao od 1916. do 1926. godine, većina spajanja i preuzimanja dogodila se između manjih poduzeća koja su ostala izvan monopola u prvom valu.

Drugi val spajanja i preuzimanja poduzeća imao je za posljedicu stvaranje oligopola. Tada su nastali General Motors, IBM i John Deere.

Kao posljedica spajanja i preuzimanja poduzeća, u ovom valu nestalo je otprilike 12.000 poduzeća, a završetak tog vala 1929. godine uzrokovao je slom tržišta kapitala. Globalna depresija u narednim godinama rezultirala je bankrotom velikog broja korporacija nastalih za vrijeme drugog vala.⁴⁴

Treći val započeo je krajem 1950. godine i trajao je gotovo dva desetljeća. Tvrtke su se spajale s drugim tvrtkama koje su poslovale u različitim industrijama pa je dolazilo do naizgled nelogičnih spajanja, primjerice lanaca hotela s granevinskim tvrtkama, rent-a-car agencija s investicijskim bankama.

Razlog tome bila je striktna antimonopolska regulativa koja je onemogućavala bilo kakvo vertikalno ili horizontalno spajanje. Tvrtke tako nisu imale izbora nego širiti se u potpuno nepovezane industrije.

Razlika u odnosu na prva dva vala je bila i u načinu financiranja transakcija. Financiranje se u ovom valu obavljalo uglavnom dionicama, što je podiglo cijene dionica nekih konglomerata do nelogičnih iznosa, da bi već potkraj ovog vala nastupili dramatični padovi. Treći val završio je 1973. godine kao posljedica naftne krize koja je svjetsku ekonomiju gurnula u recesiju.

⁴⁴ Filipović D: Integracijski procesi, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, [Internet] raspoloživo na: http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Integracijski_procesi_Davor_Filipovi.pdf [28.07.2016]

Izlazak iz globalne recesije značio je i početak **četvrtog vala** koji je trajao od 1981. do 1987. godine. Glavno obilježje ovog vala je veliki broj neprijateljskih preuzimanja (od ukupnog broja poslova čak 22%).⁴⁵ U ovom valu nastaju i tzv. *megamergeri*, tj. spajanja koja su imala dominantni utjecaj u svojim industrijama. Također, bile su popularne manipulacije dionicama tvrtki koje su najavljivane kao meta akvizicija, a da pritom nije bilo stvarne namjere njihova pripajanja⁴⁶. Mnoge transakcije financirane su velikim udjelom duga prilikom preuzimanja, a sama preuzimanja često su provodili menadžeri već kupljenog poduzeća (engl. MBO-management buyout).

U literaturi se kao glavni motiv ovog vala spajanja i preuzimanja navodi neučinkovitost konglomerata stvorenih u prethodnom valu spajanja i preuzimanja. Naime, neučinkoviti konglomerati zahtijevali su restrukturiranje, koje je uglavnom provedeno na način da bi se kupljena poduzeća raskomadala i prodali svi dijelovi koji nisu imali dodirnih točaka s osnovnom djelatnošću poduzeća..

Peti val spajanja i preuzimanja započeo je 1993. godine zajedno sa globalizacijskim procesima, tehnološkim inovacijama, privatizacijama, te snažnim procvatom financijskih tržišta. Ovaj val je važan po tome što je bio jako velik i geografski izrazito disperziran s naglašenom internacionalnom dimenzijom.

Za razliku od prijašnjih valova, po prvi put je intenzitet transakcija spajanja i preuzimanja poduzeća u Europi dosegao onaj iz SAD-a i Velike Britanije. Uvođenje eura kao službene valute Europske unije, potaklo je europska poduzeća da intenzivnije participiraju u procesima spajanja i preuzimanja.

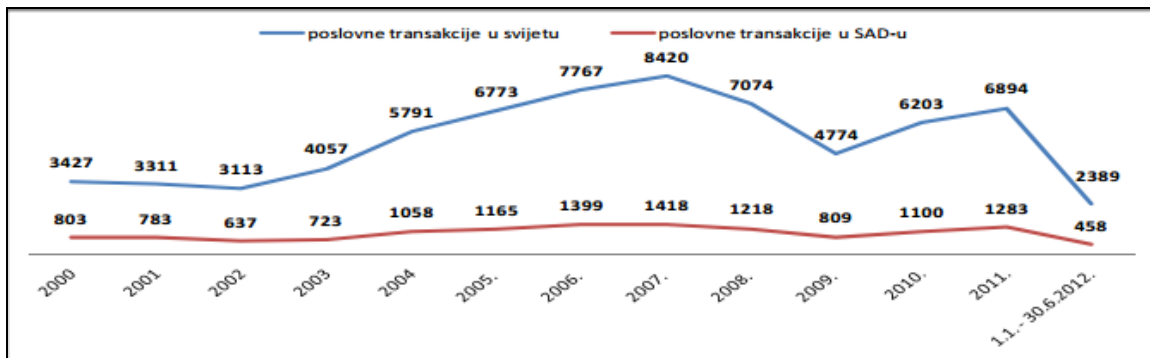
Peti val karakterizira veliki broj prekograničnih spajanja i preuzimanja jer su poduzeća vidjela priliku za rast kroz participaciju na globalnim tržištima. Također, karakteriziraju

⁴⁵ Lazibat T., Baković T., Lulić L.(2006):Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Izvorni znanstveni rad, str. 57

⁴⁶ Rupčić N. (2003): Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu, [Internet] dostupno na: https://bib.irb.hr/datoteka/148253.Trendovi_spajanja_i_preuzimanja_u_svjetskom_poslovnom_sustavu.pdf, [13.08.2016.]

ga aktivnosti spajanja i pripajanja poduzeća na području Azije, a kao glavni uzrok njegova završetka ističe se slom tržišta kapitala u Americi 2000. godine.⁴⁷

Međunarodna spajanja i preuzimanja u ovom razdoblju bila su uglavnom prijateljska (gotovo 95%).⁴⁸



Grafikon 5: Spajanja i preuzimanja u SAD-u i svijetu nakon 5. vala

Izvor: Filipović D., dostupno na:

http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Integracijski_procesi_Davor_Filipovi.pdf

Šesti val uslijedio je već 2003. godine, kada aktivnosti spajanja i preuzimanja počinju ponovno jačati. Jeftini izvori financiranja su omogućili fondovima rizičnog kapitala povećanje aktivnosti jeftinim zaduživanjem. Ipak, za vrijeme šestog vala imovina preuzimatelja je bila manje precijenjena nego za vrijeme petog vala, kao i razlika u procjeni imovine između preuzimatelja i poduzeća-mete preuzimanja. Iz toga se može zaključiti da je šesti val većinom nastao zbog povećane likvidnosti. Završio je 2008.godine kao posljedica sloma tržišta nekretnina u SAD-u.⁴⁹

⁴⁷ Filipović D: Integracijski procesi, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, [Internet] raspoloživo na: http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Integracijski_procesi_Davor_Filipovi.pdf [28.07.2016]

⁴⁸ Lazibat T., Baković T., Lulić L.(2006):Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Izvorni znanstveni rad, str. 57

⁴⁹ Kusalić I.(2015): Preuzimanje u prehrambenoj industriji RH, Završni rad, Sveučilište u Zagrebu, str.13

3.7.2. Spajanja i preuzimanja u 2015.godini

2015. godinu obilježila je i najveća globalna aktivnost M&A (spajanja i preuzimanja) u povijesti. S preko 5 bilijuna dolara ukupne vrijednosti najavljenih transakcija, nadmašena je i do tada rekordna 2007. godina kada je M&A aktivnost iznosila 4.6 bilijuna dolara. Također, prošle godine je najavljeno čak 10 M&A transakcija pojedinačne vrijednosti iznad 50 milijardi dolara. Kupci su koristili prednosti niskih kamatnih stopa te kredita, koji su se mogli dobiti po povoljnim uvjetima, s ciljem ostvarivanja rasta i troškovnih sinergija. Makroekonomska stabilnost i snažan rast globalnih dionica dodatno su ohrabрили izvršne direktore u namjeri da aktivno koriste M&A u svrhu stvaranje nove vrijednosti svojim dioničarima.

Dioničari kompanija imali su veliku ulogu u stvaranju M&A manije. Pozitivne reakcije tržišta kapitala na najavljene transakcije bile su u suprotnosti s povijesnim iskustvima. Na američkom području, u prvih šest mjeseci, kompanije su lansirale 40 neprijateljskih ponuda, dvostruko više nego prethodne godine. No, pojavio se i jedan fenomen, koji je označio veliku promjenu u odnosu dioničara i upravnih odbora kompanija prema preuzimanjima. Taj fenomen ujedno objašnjava i golem skok broja neprijateljskih ponuda. Dioničari posljednjih godina radije svjedoče stvaranju nove vrijednosti kroz ojačavanje položaja na tržištu putem preuzimanja, nego da im dobit bude vraćena kroz otkup dionica ili dividende.⁵⁰

Zdravstvena industrija je bila najaktivnija u smislu spajanja i preuzimanja, s najavljenim M&A transakcijama u vrijednosti od 724 milijarde dolara, najvišoj godišnjoj razini u povijesti. Veliki val konsolidacije u farmaceutskom sektoru u zadnje dvije godine rezultirao je transformacijom industrije u kojoj su se kompanije spajale, razdvajale i ponovo spajale, stvarajući nove identitete i portfelje.

⁵⁰ Dostupno na: <http://barometar.vecernji.hr/analyses/zlatno-doba-spajanja-i-preuzimanja/>, [07.08.2016.]

1. Motivi spajanje Pfizer-a i Allergan-a

Američki farmaceutski gigant Pfizer i irski Allergan objavili su plan spajanja u drugoj najvećoj M&A transakciji u povijesti, vrijednoj 160 milijardi dolara.

Umjesto najava smanjenja troškova, naglasak je stavljen na buduće restrukturiranje, odnosno podjelu nove kompanije na dvije. Za javnost, to je bio konačni dokaz da se sprema najveća porezna inverzija u povijesti. Radilo se o tzv. inverzijskom spajanju koje će omogućiti Pfizeru preseljenje u porezno prijateljsku Irsku, koja nudi korporativni porez od 12.5%, što je znatno niže od stope poreza koja u SAD-u iznosi 40%.⁵¹

2. Motivi spajanja Dow Chemical-a i DuPont-a

Kemijske kompanije, Dow Chemical i DuPont, dogovorili su spajanje vrijedno 130 milijardi dolara. Dow Chemical s tržišnom vrijednošću od 58,97 milijardi dolara i DuPont sa 58,37 milijardi dolara, već su neko vrijeme razmatrali potencijalne akvizicije kojima bi potaknuli rast i osnažili svoje poslovanje. Dvije kompanije se duži vremenski period bore s padom potražnje za zaštitnim sredstvima za poljoprivredu zbog nižih cijena poljoprivrednih proizvoda i jačanja dolara (kompanije oko 60 posto prodaje ostvaruju izvan sjevernoameričkog tržišta, pa su njihovi proizvodi sve manje konkurentni). S druge strane, u poslovanju s plastikom, na ruku im idu niske cijene prirodnog plina. Najavljeno spajanje trebalo bi im pomoći da se uspješnije nose s tim problemima, a zajednička bi kompanija u konačnici trebala biti podijeljena u tri zasebne kompanije; specijalizirane za poljoprivredu, nove materijale i specijalizirane proizvode. Sinergijski učinci spajanja ova dva kemijska diva procjenjuju na oko 3 milijarde dolara, uz mogućnost povećanja tog iznosa za dodatnu milijardu dolara.⁵²

⁵¹ Dostupno na: <http://www.telegram.hr/biznis-tech/svi-misle-da-je-korporativna-amerika-slucajem-pfizer-objavila-rat-drzavi/>, [22.08.2016]

⁵² Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/strane-kompanije/dow-chemical-i-i-dupont-spajaju-se-u-diva-vrijednog-130-mlrd-dolara-306045>, [22.08.2016]

3.7.3 Utjecaj najave preuzimanja na cijenu dionica

U prijašnjim godinama bilo je uobičajeno da cijena dionice kupca pada nakon najave akvizicije, no to se nije dogodilo u većini slučajeva u 2015. godini. U prvoj polovici prošle godine, najava preuzimanja dizala je cijenu dionice kupca u 68% slučajeva. Investitori su nagrađivali kompanije u transakcijama s jasnom industrijskom logikom, definiranim planom rasta i realno ostvarivim troškovnim sinergijama.⁵³

3.7.4. Značajnija preuzimanja u 2016. godini

Najavljeno je jedno od najvećih preuzimanja u Europi, prema kojem bi Japanski teleoperater SoftBank, kupio britanski ARM Holding za 31 milijardu dolara. ARM je jedna od vodećih svjetskih tvrtki za izradu mikročipova i osmišljavanje grafičke tehnologije na području mobilne tehnologije, a njihove proizvode koriste, među ostalim, Apple, Samsung i Huawei. Ako se potvrdi dogovor o preuzimanju, biti će to jedan od najvećih dosadašnjih za tu vrste tehnologije u Europi, a zasigurno najveći za SoftBank, koji je dosad najveće preuzimanje proveo 2013., kada je kupio kontrolni paket wireless operatora Sprinta koji im je donio velike dugove. Najava o kupovini ARM-a dolazi nakon što je utemeljitelj SoftBanka najavio razvoj Sprinta i transformaciju SoftBank u internetskog investicijskog diva. SoftBank će platiti 17 funti u gotovini za svaku dionicu ARM-a što čini premiju od 40 posto u odnosu na cijenu dionice ARM-a na kraju prošloga tjedna od 11.89 funti.⁵⁴

3.8. Spajanja i preuzimanja u RH

Transakcije spajanja i preuzimanja u razvijenim se gospodarstvima odvijaju svakodnevno. Ni u našem hrvatskom gospodarstvu nije neobičajena pojava da jedna kompanija kupi drugu kompaniju ili da se dvije ili više kompanija spoje u jednu.

⁵³ Dostupno na: <http://barometar.vecernji.hr/analyses/zlatno-doba-spajanja-i-preuzimanja/> [07.08.2016]

⁵⁴ Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/strane-kompanije/jedno-od-najvecih-preuzimanja-softbank-kupuje-arm-holding-za-31-milijardu-dolara-315540> [06.07.2016]

3.8.1. Preuzimanja od 1998. - 2008. godine

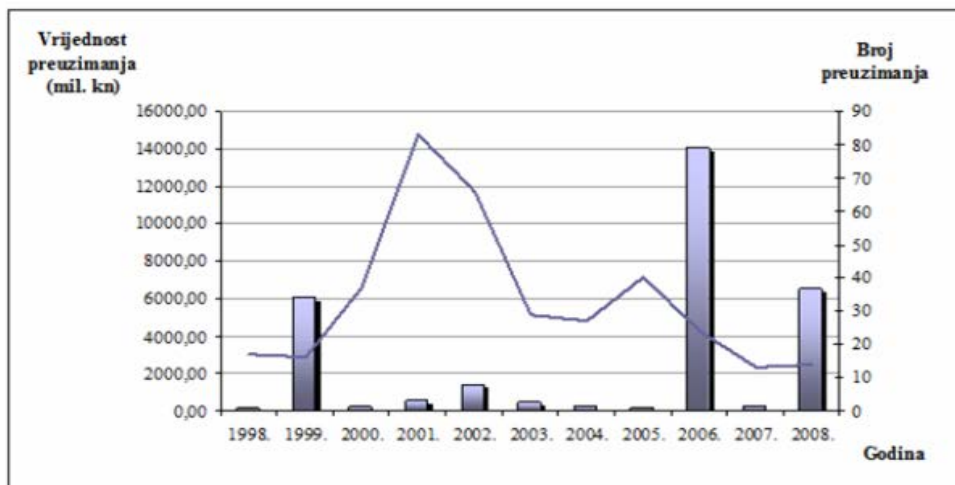
Grafikon koji slijedi prikazuje vrijednost i broj preuzimanja u Republici Hrvatskoj u vremenskom periodu od 1998-2008.godine,

Tri vrha na dijagramu predstavljaju: 1999.g., 2006.g. i 2008. godinu.

- 1999. godine Hrvatske telekomunikacije d.d. preuzete su od strane Deutsche Telekom AG,

- u 2006. godini preuzimanje Plive d.d. od strane Barr Pharmaceuticals Inc. u 2006.

- 2008.godini MOL Hungarian Oil & Gas Plc u preuzeo značajni paket dionica INA Industrije nafte d.d.⁵⁵



Grafikon 6: Preuzimanja u RH, od 1998 - 2008.godine

Izvor: <http://web.efzg.hr/dok/ETE/Iskuflic/industrijska/Predavanje%20broj%206%202011-2012.pdf>

3.8.2. Spajanja i preuzimanja u 2015.godini

Prošle je godine u Hrvatskoj zabilježena 41 transakcija spajanja i preuzimanja, vrijedna 1,07 milijardi eura. To je najmanji broj tih transakcija od 2012., ali im je vrijednost znatno veća nego prethodnih godina. Naime, u 2012.godini vrijednost 43 transakcije iznosila je 611 milijuna eura, dok je godinu dana kasnije vrijednost 52 transakcije

⁵⁵ <http://web.efzg.hr/dok/ETE/Iskuflic/industrijska/Predavanje%20broj%206%202011-2012.pdf>

iznosila 492,5 milijuna eura. U 2014. ostvareno je, pak, 45 transakcija ukupno vrijednih 419 milijuna eura.⁵⁶

Od ukupnog broja transakcija u 2015.godini, njih 56 % rezultat je stranog investiranja u Hrvatsku, pri čemu su podjednako aktivni bili ulagači iz Njemačke, Francuske, Japana, Velike Britanije i SAD-a, dok su transakcije prema stranim tržištima iznosile 22 %, što prema udjelu Hrvatsku stavlja na prvo mjesto u regiji. Najviše transakcija u Hrvatskoj odnosi se na proizvodni sektor, nakon čega slijedi sektor hrane i pića. U 2016.godini najviše transakcija očekuje se u turističkom i energetsom sektoru.⁵⁷

3.8.3. Hrvatski preuzimatelj

Najznačajnija transakcija u Hrvatskoj, ali i u regiji, dogodila se kada je Agrokor koncern preuzeo slovenski Mercator. O ovom preuzimanju pisale su i svjetske agencije.

Agrokor koncern je najveća hrvatska privatna kompanija i jedna od najjačih kompanija u jugoistočnoj Europi s ukupnim prihodom od 49 milijardi kuna i s gotovo 60.000 zaposlenika..⁵⁸

Na osnovi ugovora, kojeg je Agrokor u lipnju 2013. potpisao o kupnji 53,12 posto dionica Poslovnog sistema Mercator, te na osnovi kasnijih aranžmana s bankama - vlasnicama Mercatora, Agrokor je u cilju preuzimanja većinskog vlasništva platio većinski paket dionica. Inicijalni proces preuzimanja 53,12% (2.000.278) dionica plaćen je 86 eura po dionici, što nas dovodi do iznosa od 172 mil. eura. U drugom dijelu preuzimanja Agrokor je preuzeo 100% iznos dionica čija je ukupna vrijednost 324 mil. eura. Vrijednost preuzimanja još je i veća kada se uzme u obzir da je Agrokor smanjio dugove Mercatora prema bankama u iznosu od 200 mil. eura te uložio 20 mil. eura u operativno financiranje tekućeg poslovanja.⁵⁹

⁵⁶ Dostupno na: <http://www.tportal.hr/biznis/trendovi/417466/Spajanja-i-preuzimanja-u-Hrvatskoj-premasila-milijardu-eura.html> [25.08.2016]

⁵⁷ <http://www.nacional.hr/euromoney-ove-godine-u-hrvatskoj-vise-spajanja-i-preuzimanja-u-energetici-i-turizmu/> [25.08.2016]

⁵⁸ Dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/koncern/o-nama/> [16.08.2016.]

⁵⁹ Dostupno na: <http://www.agrokor.hr/hr/vijesti/agrokor-uspjesno-zavrpio-proces-kupnje-mercatora/> [16.08.2016]

Agrokorovim preuzimanjem Mercatora stvorio se najveći trgovački lanac u središnjoj i istočnoj Europi, s godišnjim prihodima od oko 7 milijardi eura.

3.8.4. Hrvatsko poduzeće kao meta (neprijateljskog) preuzimanja

Islandska kompanija Actavis je u ožujku 2006. godine poslao prvu neobvezujuću ponudu za preuzimanje PLIVE. Prema riječima Uprave : „Actavis je ponudio Plivi posve nevažnu ulogu u budućnosti - možda tek da bude središte za područje bivše Jugoslavije. Osim toga, Actavis je s oko 1,7 milijardi dolara duga i visoko zadužena kompanija, koja si teško može priuštiti daljnje zaduživanje. Želi li preuzeti Plivu, Actavis će morati platiti više od 2,3 milijarde dolara. Takav kredit oni mogu dobiti uz kamatu od 8-9 % godišnje. Tada bi im zaduženost porasla na više od 4 milijarde dolara. Dio tog duga, sigurno će prebaciti na Plivu, koja će iz svog budućeg poslovanja morati otplaćivati kredit koji je Actavis podigao za njihovo preuzimanje i kamate koje bi godišnje sezale do 200 milijuna dolara. U takvim okolnostima pitanje je kakva bi bila dugoročna stabilnost kompanije”.⁶⁰ Kako bi se riješila neugodnog kupca, Plivina uprava odlučila se za strategiju obrane od neprijateljskog preuzimanja ‘bijelog viteza’, odnosno pronašla je kupca koji joj odgovara i koji je spreman nadmetati se s Actavisom. „Bijelog viteza” predstavljala je američka kompanija Barr Pharmaceuticals, koja ima 600 milijuna dolara na svojim računima, stoga lakše može kupiti Plivu, a ima i puno bolji pristup financijama od Actavisa. Kompanije su komplementarne, proizvodi im se na tržištima ne preklapaju, i prije su uspješno surađivale, Barr dosad uopće nije poslovao izvan SAD-a te bi Zagreb postao sjedište nove kompanije za cijelu Europu Actavis je dao ponudu Plivi prema kojoj bi dioničari dobili 723 kn po dionici u gotovini, te 12 kn dividende po dionici, što je ukupno 735 kn po dionici. Iako je Barr ponudio 705 kn po dionici i 12 kn dividende po dionici (što je 18 kn manje od Actavisove ponude), Nadzorni odbor Plive preporučio dioničarima ponudu Barra. Ponudena cijena od 705 kn, predstavlja premiju od 81% u odnosu na prosječnu cijenu od 389 kn po redovnoj dionici, u zadnjih 12 mjeseci.

Kao glavni motivi za preuzimanje, navode se:

⁶⁰ Dostupno na: <http://arhiva.nacional.hr/clanak/26196/barr-ima-gotovine-a-actavis-bi-zaduzio-plivu> [16.08.2016.]

- prisustvo na većem broju tržišta te veća diversifikacija, čime nastaje snažna i jedna od vodećih globalnih farmaceutskih kompanija s godišnjim prihodima od oko 2,5 milijardi dolara,
- potpuno integrirano generičko poslovanje s relevantnim znanjima u području proizvodnje, razvoja i marketinga (troškovno konkurentna proizvodnja u Srednjoj i Istočnoj Europi, povećani razvojno-istraživački kapaciteti i snažniji proizvodni portfelj te razvijena distribucijska i prodajna mreža u Europi i Sjevernoj Americi).⁶¹

⁶¹ Dostupno na: www.pliva.hr [16.208.2016.]

4. ZAKLJUČAK

Transakcije spajanja i preuzimanja jedno su od glavnih obilježja suvremenog svjetskog poslovnog sustava. Pri spajanju povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu, zajedničku tvrtku, a prijašnja samostalna poduzeća prestaju postojati. Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije. Preuzimanje poduzeća podrazumijeva svako podređivanje neke tvrtke drugoj, odnosno situacija kada jedna kompanija preuzima kontrolu nad drugom.

Aktivnosti spajanja i preuzimanja poduzeća smanjuju se u vrijeme kada je gospodarstvo u recesiji, a povećava kada se gospodarstvo nalazi u fazi oporavka.

Jedan od najčešćih razloga za pokretanja spajanja i preuzimanja je ostvarenje sinergija, posebno sinergije troškova.

Unatoč sve većem broju spajanja i preuzimanja kako po tako i po vrijednosti, mnoga preuzimanja ipak propadaju zbog pogrešnih motiva spajanja, a sve više i pogrešne strategije i pristupa pri spajanju. Čak 50% - 75% poslovnih spajanja ne završi uspješnom integracijom, već razilaženjem partnera.

2015. godinu obilježila je i najveća globalna aktivnost spajanja i preuzimanja u povijesti. Zdravstvena industrija bila je najaktivnija u smislu spajanja i preuzimanja, s najavljenim transakcijama u vrijednosti od 724 milijarde dolara, najvišoj godišnjoj razini u povijesti. U Hrvatskoj je prošle godine zabilježena 41 transakcija spajanja i preuzimanja, vrijedna 1,07 milijardi eura. To je najmanji broj tih transakcija od 2012., ali im je vrijednost znatno veća nego prethodnih godina.

LITERATURA

Knjige:

1. Bahtijarević- Šiber, F., Sikavica, P (2002): Leksikon menadžmenta, Masmedia, Zagreb
2. Brealy, R., Myers, S., Marcus, A. (2007): Osnove korporativnih financija, 5.izdanje
3. Sikavica, P. i Novak, M. (1999) Poslovna organizacija. Zagreb, Informator
4. Van Home, J.C. (1997): Financijsko upravljanje i politika, Zagreb, Mate d.d.

Zakon:

5. Narodne Novine, (2007): Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne Novine d.d. Zagreb, broj 109.

Članci:

6. Grubišić M.(2008): Due dilligence, Stručni članak, Ekonomski fakultet, Zagreb
7. Jurić, D., Zubović, A. (2009): Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva, Izvorni znanstveni članak, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci
8. Lazibat T., Baković T., Lulić L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Izvorni znanstveni članak
9. Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik

Izvori s Interneta:

10. Agrokor d.d. raspoloživo na: <http://www.agrokor.hr/hr/koncern/o-nama/>
11. Čolak Mihalik, M., Moguće taktike u procesu preuzimanja kompanija, [Internet], raspoloživo na: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/3_4/UBS-Bankarstvo-3-4-2006-Mihalik.pdf [12.08.2016.]
12. Damodaran, A.: Acquisitions and takeovers [Internet], raspoloživo na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>[14.07.2016]

13. Filipović D.: Integracijski procesi, nastavni materijali EFZG-a, [Internet], raspoloživo na:
http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Integracijski_procesi_Davor_Filipovi.pdf
[28.07.2016]
14. Filipović D. (2012): Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, raspoloživo na:
<http://hrcak.srce.hr/file/137046>, [14.08.2016.]
15. Howson, P., (2006): Due dilligence, Masmedia, Zagreb, Poslovni dnevnik, dostupno na: <http://www.poslovni.hr/media/Data/Webshop/Peter%20Howson%20-%20Due%20Diligence.pdf>
16. <http://documents.tips/documents/korporativne-financije-novak-1.html#>,
[13.08.2016]
17. Krstulović Z.(2015): Transakcije spajanja i preuzimanja, [Internet], raspoloživo na: <http://www.poslovnaucinkovitost.eu/korisni-sadrzaji/kolumne/504-transakcije-spajanja-i-preuzimanja-maa>, [17.08.2016.]
18. Kundid Novokmet, A. 2016. Nastavni materijali iz kolegija Investicijsko bankarstvo, EFST
19. Kusalić I.(2015): Preuzimanje u prehrambenoj industriji RH, Završni rad, Sveučilište u Zagrebu, raspoloživo na:
<https://repositorij.efzg.unizg.hr/islandora/object/efzg%3A620/datastream/PDF/view>
20. Mijatović E., (2012): Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća, Split raspoloživo na:
https://www.google.hr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiR8p7Z0MrOAhWgtBQKHb6ECW4QFgghMAE&url=http%3A%2F%2Fhrcak.srce.hr%2Ffile%2F192302&usg=AFQjCNFQfHVchYn_tWL0nCGSBp7-uDr3WXw, [14.08.2016.]
21. Nacional.hr, raspoloživo na: <http://arhiva.nacional.hr/clanak/26196/barr-imagotovine-a-actavis-bi-zaduzio-plivu> [16.08.2016]

22. Perčević H., Računovodstvo poslovnih spajanja, [Internet], dostupno na:
http://web.efzg.hr/dok/RAC//hpercevic/financijsko_racunovodstvo/Ra%C4%8Dunovodstvo%20ulaganja%20u%20ovisna%20dru%C5%A1tva%20i%20konsolidacija%20financijskih.pdf [12.08.2016]
23. Pliva d.d., raspoloživo na: www.pliva.hr [16.08.2016]
24. Poslovni.hr, raspoloživo na:
<http://www.poslovni.hr/strane-kompanije/jedno-od-najvecih-preuzimanja-softbank-kupuje-arm-holding-za-31-milijardu-dolara-315540>
25. Rupčić N. (2003.): Trendovi spajanja i preuzimanja, [Internet], raspoloživo na:
https://bib.irb.hr/datoteka/148253.Trendovi_spajanja_i_preuzimanja_u_svjetskom_poslovnom_sustavu.pdf [13.08.2016.]
26. Telegram.hr, raspoloživo na:
<http://www.telegram.hr/biznis-tech/svi-misle-da-je-korporativna-amerika-slucajem-pfizer-objavila-rat-drzavi/>
27. Tportal.hr, raspoloživo na:
<http://www.tportal.hr/biznis/trendovi/417466/Spajanja-i-preuzimanja-u-Hrvatskoj-premasila-milijardu-eura.html> [25.08.2016]

SAŽETAK

Ono što je prije samo nekoliko godina bilo nezamislivo, danas se ostvaruje, nekada najveći konkurenti unutar pojedinih industrija, danas usko surađuju ili čak zajedno razvijaju i distribuiraju nove proizvode i usluge. U radu su istraženi motivi za spajanja i preuzimanja, sinergijski učinci te sumnjivi motivi za spajanje. Sinergija se definira kao ostvarivanje performansi kombiniranih poduzeća preko dostignuća koje mogu postići kao samostalna poduzeća, a neki od najvažnijih su: ulazak na nova tržišta, povećanje tržišnog udjela, proširenje portfolia proizvoda i usluga, uklanjanje konkurencije, pristup novim dobavljačkim i distributerskim kanalima, razvijanje novih proizvoda, postizanje ekonomije obujma.

U praksi se pokazalo sljedeće: ukoliko u prvoj godini nakon transakcije ne budu vidljivi neki od navedenih sinergijskih učinaka, moguće je da se oni neće realizirati ni u sljedećim godinama.

Ključne riječi: spajanja, preuzimanja, sinergija

SUMMARY

What only a few years ago was unthinkable, following is achieved, once the largest competitors within certain industries, today work closely together or even develop and distribute new products and services. The research explored the motives for mergers and acquisitions, synergy effects and questionable motives for joining. Synergy is defined as the achievement of performances by the combined company over the achievements of an independent company, and some of the most important are: entering new markets, increase of the market share, expansion of the portfolio of products and services, elimination of the competition, access to new supply and distribution channels, development of new products, achieving economies of scale.

Experience has proved the following: if in the first year after acquisition and merger is not visible any of these synergy effects, it is possible that they will not be accomplished in the following years.

Key words: mergers, acquisitions, synergy

POPIS GRAFIKONA:

Grafikon 1: Čimbenici koji bi mogli rezultirati boljim prilikama za uspjeh od prosječnih.....	23
Grafikon 2: Motivi za poduzimanje transakcija spajanja i preuzimanja.....	24
Grafikon 3: Spajanja i preuzimanja prema vrsti od 1987. do 1999. godine kao postotak od ukupne vrijednosti sklopljenih poslova.....	27
Grafikon 4: Utjecaj spajanja na vrijednost za dioničare.....	34
Grafikon 5: Spajanja i preuzimanja u SAD-u i svijetu nakon 5. vala.....	37
Grafikon 6: Preuzimanja u RH, od 1998-2008.godine.....	41

POPIS SLIKA:

Slika 1: Spajanje poduzeća.....	7
Slika 2: Preuzimanje poduzeća.....	9
Slika 3: Klasifikacija spajanja i preuzimanja.....	19
Slika 4: Proces akvizicije.....	21
Slika 5: Faze u procesu stvaranja vrijednosti.....	25