

# Stvaranje vrijednosti kroz preuzimanje poduzeća

---

**Tandara, Antonio**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2020**

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:528841>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-14**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**STVARANJE VRIJEDNOSTI KROZ PREUZIMANJE  
PODUZEĆA**

**Diplomski rad**

**Antonio Tandara**

**Zagreb, rujan 2020.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**STVARANJE VRIJEDNOSTI KROZ PREUZIMANJE  
PODUZEĆA**

**Diplomski rad**

**Antonio Tandara, 0067527559**

**Mentor: Prof. dr. sc. Lidija Dedi**

**Zagreb, rujan 2020.**

Ime i prezime studenta/studentice

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je DIPLOMSKI RAD

(vrsta rada)

isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:

U Zagrebu, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

(potpis)

## Sažetak

S obzirom na pandemiju COVID – 19 virusa koja je dovela do nesigurnog poslovnog okruženja, došlo je do ubrzanog tržišnog preslagivanja, promjene vrijednosti i dosadašnjih odnosa snaga. Padom gospodarske aktivnosti i tržišta neka su poduzeća zapala u teškoće, a druge kao one iz IT sektora zabilježila su snažan rast potražnje za svojim proizvodima i uslugama, zbog čega su, i jedne i druge, bilo zbog pada ili rasta vrijednosti zanimljive mete potencijalnih kupaca. Temeljem toga, spajanja, stjecanja i preuzimanja moguće su poslovne kombinacije koje će se događati posljedičnom promjenom tržišnih odnosa.

Spajanja, stjecanja, preuzimanja i druge poslovne kombinacije su transakcije u kojima se vlasništvo nad poduzećem, drugim poslovnim organizacijama ili njihovim operativnim jedinicama prenosi ili konsolidira s drugim subjektima. Kao aspekt strateškog upravljanja, iste transakcije mogu omogućiti poduzećima rast ili promjenu prirode njihovog poslovnog i konkurentnog položaja. Opcije rasta za neko poduzeće predstavljaju organski i eksterni rasta. Primjeri organskog rasta su zapošljavanje dodatnih radnika, razvijanje novih proizvoda ili širenje na nova geografska područja. Eksterni rasta moguć je kroz franšizno poslovanje, licenciranje, zajednička ulaganja, strateške saveze te naposljetku kroz spajanja, stjecanja i preuzimanja. Kao takva, spajanja, stjecanja, preuzimanja i druge poslovne kombinacije predstavljaju važnu ulogu u eksternom rastu poduzeća jer su jedan od najčešćih korištenih načina rasta te su upravo ona predmetom ovog diplomskog rada s naglaskom na preuzimanja.

Stvaranje sinergija su najčešće korišten motiv za opravdanje zašto se poduzeća upuštaju u spajanja i stjecanja. Neki od ostalih razloga mogu biti ostvarivanje ekonomije razmjera i operativnih ekonomija, međunarodni rast, diverzifikacija, mogućnost iskorištavanja poreznih štitova, eliminacija konkurencije, povećanje snage pregovaranja u lancu nabave itd.

Postizanje sinergija, te naposljetku stvaranje nove vrijednosti rezultat je dugog procesa od same identifikacije ciljanog poduzeća, analiziranja poslovanja istog poduzeća pa do procjene vrijednosti i procjenjivanja sinergija koje bi se mogle ostvariti.

Iako većina transakcija bi trebala donositi novu vrijednost za kupca i prodavatelja, u stvarnosti rijetko kad dolazi do stvaranja vrijednost zbog krivog tumačenja i procjenjivanja sinergija od strane kupca.

**Ključne riječi:** spajanja, stjecanja, preuzimanja, sinergije, vrednovanje poduzeća, ciljano poduzeće, integracija, akvizicijska premija.

## Summary

Given the COVID - 19 virus pandemic, which has led to an uncertain business environment, there has been an accelerated market reorganization, a change in value and current power relations. With the decline in economic activity and markets, some companies have run into difficulties, while others, such as those in the IT sector, have seen strong growth in demand for their products and services, making both interesting targets for potential acquirers. Based on this, mergers, acquisitions and takeovers are possible business combinations that will occur as a result of a change in market relations.

Mergers, acquisitions and takeovers are transactions in which ownership of companies, other business organizations or their operating units is transferred or consolidated with other entities. As an aspect of strategic management, mergers and acquisitions can enable companies to grow or change the nature of their business and competitive position. Growth options for a company represent organic and external growth. Examples of organic growth are hiring additional workers, developing new products or expanding to new geographical areas. External growth is possible through franchising, licensing, joint ventures, strategic alliances, and ultimately through mergers and acquisitions. As such, mergers and acquisitions play an important role in the external growth of a company because they are one of the most frequently used methods of growth.

Creating synergies are the most commonly used motive to justify why companies engage in mergers and acquisitions. Some of the other reasons may be the realization of economies of scale and operational economies, international growth, diversification, the possibility of using tax shields, the elimination of competition, increasing the strength of negotiations in the supply chain, etc.

Achieving synergies, and ultimately creating new value is the result of a long process from identifying the right target company, analyzing the business of the same company to the valuation of the target company as a stand-alone business and evaluation of synergies that could be achieved.

Although most transactions should bring new value to both the buyer and the seller, in reality, it is rare to create value due to misinterpretation and assessment of synergies by the buyer.

**Key words:** mergers and acquisitions (M&A), synergy, valuation, target company, integration, acquisition premium.

# Sadržaj

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
1.1. Predmet i cilj rada .....	1
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja .....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada .....	1
<b>2. RAST PODUZEĆA KROZ PREUZIMANJE</b> .....	<b>2</b>
2.1. Oblici poslovnih kombinacija .....	4
2.1.1. Preuzimanje poduzeća putem financijske poluge .....	6
2.1.2. Preuzimanje poduzeća od strane menadžmenta .....	9
2.1.3. Neprijateljsko preuzimanje .....	10
2.2. Razlozi preuzimanja poduzeća .....	16
2.3. Koraci u procesu preuzimanja.....	20
2.4. Vrednovanje ciljanog poduzeća .....	23
2.4.1. Metoda diskontiranih novčanih tokova .....	25
2.4.2. Multiplikator usporedivih poduzeća .....	32
2.4.3. Multiplikator usporedivih transakcija .....	35
<b>3. STVARANJE SINERGIJA</b> .....	<b>37</b>
3.1. Proces ostvarivanja sinergija.....	37
3.2. Operativne i financijske sinergije .....	43
3.2.1. Prihodovne sinergije .....	43
3.2.2. Troškovne sinergije .....	44
3.2.3. Financijske sinergije .....	45
3.3. Ostale sinergije.....	46
3.3.1. Smanjenje imovine.....	46
3.3.2. Diverzifikacija .....	46
3.3.3. Menadžment .....	47
3.3.4. Istraživanje i razvoj.....	48
3.3.5. Distribucija i porez .....	49
<b>4. PRIMJERI IZ PRAKSE</b> .....	<b>50</b>
4.1. Stvaranje operativnih sinergija kroz akvizicije na primjeru Johnson & Johnson i Mittal Steel 50	
4.1.1. Strategija rasta kroz akvizicije poduzeća Johnson & Johnson .....	50
4.1.2. Stvaranje troškovnih sinergija poduzeća Mittal Steel.....	52
4.2. Rast kroz akvizicije i diverzifikaciju na primjeru LVMH .....	53
4.3. Preuzimanje putem financijske poluge na primjeru RJR Nabisco.....	56
<b>5. ZAKLJUČAK</b> .....	<b>58</b>

<b>POPIS LITERATURE .....</b>	<b>60</b>
<b>POPIS SLIKA .....</b>	<b>64</b>
<b>POPIS TABLICA.....</b>	<b>65</b>
<b>POPIS GRAFOVA .....</b>	<b>65</b>



# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet i cilj rada**

Cilj rada je prikazati i analizirati proces preuzimanja, istražiti sinergije do koji može doći kroz proces preuzimanja kako bi se moglo utvrditi stvara li se nova vrijednost bilo za kupca ili prodavatelja posljedicom takvih transakcija. Kroz rad su prikazani oblici transakcija spajanja i preuzimanja, razlozi zbog kojih se takve transakcije događaju, proces preuzimanja poduzeća, njegovo vrednovanje te oblici sinergija koje je moguće postići. Uz to, prikazani su primjeri iz prakse u kojima je prikazano kako dolazi do ostvarivanja sinergija. Doprinos rada očituje se kroz identifikaciju načina na koji dolazi do stvaranja vrijednosti te razloga zbog kojih dolazi do uništavanja vrijednosti.

## **1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja**

Prilikom izrade ovog diplomskog rada koristili su se sekundarni izvori podataka, relevantna stručna i znanstvena literatura, knjige, članci, publikacije, financijska izvješća i internet izvori. U okviru istraživanja koristiti će se brojne metode: metoda analize, metoda sinteze, metoda indukcije i dedukcije, metoda klasifikacije i metoda komparacije.

## **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Rad je podijeljen u pet povezanih poglavlja. Prvu cjelinu čini uvod u kojem će se objasniti područje i ciljevi rada, metode prikupljanja podataka te kratko pojašnjenje strukture rada. U drugome poglavlju bit će prikazano općenito o poslovnim kombinacijama, gdje se uklapaju spajanja i stjecanja poduzeća, njihovi oblici, razlozi zbog kojih se događaju takve transakcije, te cijeli proces preuzimanja poduzeća i njegovog vrednovanja. U trećem poglavlju opisane su sinergije i glavni oblici sinergija koje je moguće ostvariti prilikom takvih poslovnih kombinacija. Četvrto poglavlje odnosi se na primjere iz prakse u kojima su analizirana poduzeća koja su već ostvarili sinergije putem preuzimanja poduzeća. U petom poglavlju, ujedno i posljednji dio rada, odnosi se na zaključak o tome stvaraju li transakcije spajanja, stjecanja i preuzimanja novu vrijednost za kupca i prodavača.

## 2. RAST PODUZEĆA KROZ PREUZIMANJE

Sintagmom poslovne kombinacije označava se svako spajanje više poslovnih subjekata u jednu poslovnu jedinku.<sup>1</sup> Poslovne kombinacije predstavljaju oblik eksternog proširenja poslovanja, tj. proširenje putem dovođenja dvaju ili više subjekata pod zajedničku kontrolu, za što postoji niz opravdanih razloga. Ti razlozi obuhvaćaju:<sup>2</sup>

- a) stjecanje izvora novih materijala, proizvodnih mogućnosti, proizvodnog know-how marketinških organizacija i već osvojenog tržišnog udjela
- b) stjecanje financijskih izvora
- c) stjecanje stručnog posloводства
- d) ušteda vremena ulaženjem na novo tržište putem pripajanja društva koje već djeluje na tržištu, umjesto razvijanja vlastitih izvora potrebnih za osvajanje tržišta
- e) postizanje ekonomije razmjera
- f) stjecanje poreznih oslobođenja ili smanjenja, kao kod društava koja prenose gubitak.

Postoje tri tipa poslovnih kombinacija koja su usmjerena na združivanje poslovnih aktivnosti poduzeća, odnosno na eksterni rast poduzeća koja se kombiniraju:<sup>3</sup>

1. Alijanse poduzeća
2. Akvizicije
3. Holding poduzeća

Sintagmom **alijanse poduzeća** označavaju se kooperativni ugovori između poduzeća kao i razni interkorporativni poslovni aranžmani.<sup>4</sup> Takvi aranžmani su informalne naravi, jer ne rezultiraju formalnim kombiniranjem poslovnih jedinki u jedno poduzeće, nego samo podrazumijevaju poslovne sporazume između poduzeća. **Holding poduzeća** označavaju one poduzeća koje posjeduju dionice druge poduzeća u onoj kvantiteti i onog tipa oje im omogućavaju kontrolu poslovanja takve poduzeća tako da se ona može označiti podređenom.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Orsag S., Gulin D. (1996) Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika Zagreb, str. 17

<sup>2</sup> Fluroit M., (2008) Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry, McGraw-Hill Finance & Investing, str. 220

<sup>3</sup> Orsag S., Gulin D. (1996) Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika Zagreb, str. 20

<sup>4</sup> Brigham E.F., Gapenski L.C. (1991) Financial Management, šesto izdanje, The Dryden Press, Chicago, str.982

<sup>5</sup> Orsag S., Gulin D. (1996) Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika Zagreb, str. 30

**Akvizicija** predstavlja situaciju u kojoj jedno poduzeće stječe drugo ili njezin dio. Sa stajališta poslovnih kombinacija akvizicija je usmjerena na stjecanje nekog poduzeća, odnosno dijela nekog poduzeća ili pak podređivanje određenog poduzeća stjecanjem većinskog udjela u njegovom vlasništvu. Postoje četiri temeljne procedure u koje jedna poduzeće može koristiti kako bi preuzela drugu:<sup>6</sup>

1. Stjecanje samo imovine ciljanog društva
2. Stjecanje dionica ciljanog društva kako bi se ostvarila kontrola i upravljanje nad društvom
3. Spajanje između preuzimatelja i ciljanog društva, s time da ciljano društvo postaje dio preuzimatelja
4. Spajanje u novu poslovnu jedinku, gdje se formira novoosnovana zajednička poduzeće

Preuzimanje poduzeća putem financijske poluge spada u poslovne kombinacije putem akvizicija, odnosno u one kojima je cilj preuzeti poduzeće prvenstveno putem zaduživanja i stjeći kontrolu nad njime.

Spajanja i stjecanja (M&A) općenito se koristi za opisivanje konsolidacije poduzeća ili imovine putem različitih vrsta financijskih transakcija, uključujući spajanja, akvizicije, ponude za nadmetanje, kupovinu imovine te akvizicije menadžmenta.

Izrazi "spajanja", "stjecanja" i "preuzimanja" često se upotrebljavaju naizmjenično, iako u stvarnosti imaju različita značenja. Pravno gledano, spajanje zahtijeva da se dvije poduzeća konsolidiraju u novi entitet s novom vlasničkom i upravljačkom strukturom. Često razlikovanje transakcija jest je li kupnja prijateljska (spajanje) ili neprijateljska (stjecanje). U stjecanju se ne pojavljuje nova poduzeće. Umjesto toga, manje se društvo često pripoji i prestaje postojati s njegovom imovinom koja postaje dio veće poduzeća. Akvizicije, ponekad nazvane preuzimanja, općenito nose više negativne konotacije od spajanja. Iz tog razloga, mnoge poduzeća akviziciju navode kao spajanje čak i kad to očito nije. Akvizicija se događa kada jedna poduzeće preuzme sve odluke operativnog upravljanja druge poduzeća.

Prodaja poduzeća, poslovanja ili ciljane imovine je glavni događaj za njene vlasnike (dioničare), menadžment, zaposlenike i ostale dionike. To je intenzivan, dugotrajan proces s velikim ulozima, koji obično traje nekoliko mjeseci do godinu dana. Slijedom toga, prodavatelj

---

<sup>6</sup> Fluroit M., (2008) Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry, McGraw-Hill Finance & Investing, str. 222

obično angažira investicijsku banku i tim obučenih stručnjaka ("savjetnik za prodaju") kako bi se osiguralo ispunjenje ključnih ciljeva i postizanje povoljnog rezultata. U mnogim slučajevima prodavač se obraća investicijskim bankarima i financijskim savjetnicima radi opsežne financijske analize različitih strateških alternativa koje su dostupne.

## 2.1. Oblici poslovnih kombinacija

Spajanja se često kategoriziraju kao horizontalna, vertikalna. Horizontalno spajanje se događa kada se dva konkurenta spoje. Na primjer, 1998. dvije naftne poduzeća, Exxon i Mobil, spojile su se u transakciji vrijednosti od 78,9 milijardi dolara.<sup>7</sup> Ako horizontalno spajanje uzrokuje porast kombinirane, odnosno novostvorene poduzeća u tržišnoj moći koja će imati za posljedicu negativne učinke, spajanju se može suprotstaviti regulatorna agencija.

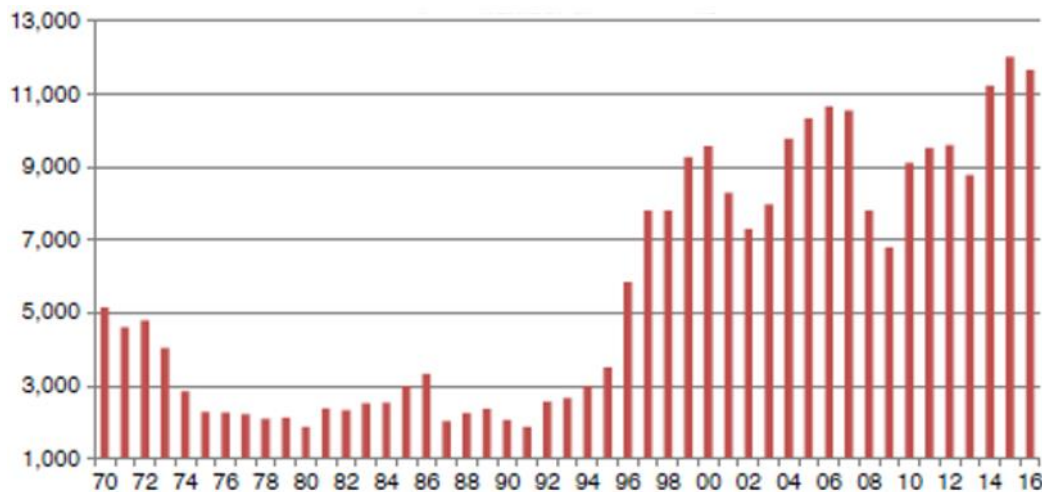
Slika 1 Oblici spajanja i preuzimanja



Izvor: *Diversification Acquisition, Investopedia (online). Obrada autora.*

<sup>7</sup> Brooks, N. (1998). Exxon and Mobil Agree to Biggest Merger Ever, Los Angeles Times [online]. Dostupno na: <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1998-dec-02-mn-49856-story.html> [20.03.2020.]

**Slika 2 Ukupan broj objavljenih M&A transakcija u SAD-u u razdoblju 1970. - 2016.**



Izvor: Mergerstat Review (2017)

Vertikalna spajanja su kombinacija tvrtki koje imaju odnos kupca i prodavača, odnosno to je spajanje u kojoj poduzeće preuzima svog dobavljača ili distributera. Prema ovom, vertikalno spajanje se događa kada se dvije poduzeća, koje rade u različitim segmentima proizvodnje istog dobra, kombiniraju.<sup>8</sup> Dobar primjer je američka industrija naočala. Talijanski proizvođač, Luxottica, proširio se na američko tržište kroz niz akvizicija. Preuzela je poduzeća kao što su LensCrafters i Sunčane naočale Hut, kao i neke od glavnih brendova kao što su Ray-Ban i Oakley.<sup>9</sup> Godine 2017. Luxottica je najavila da planira spajanje s francuskom tvrtkom Essilor za leće, stvarajući tako 49 milijardi dolara vrijednu tvrtku u smislu tržišne vrijednosti.

Spajanje konglomerata događa se kada poduzeća nisu konkurenti i nemaju odnos kupca i prodavača. Jedan od primjera bio je Philip Morris, poduzeće koja se bavi proizvodnjom cigareta i duhana, koja je kupila General Foods 1985. godine za 5,6 milijardi dolara<sup>10</sup>, Kraft 1988. godine za 13,44 milijardi dolara te Nabisco 2000. godine za 18,9 milijardi dolara. Philip Morris, koja je kasnije promijenila ime glavne poduzeća matice u Altria, koristila novčane tokove za spomenute akvizicije iz svog segmenta duhana kako bi se preusmjerila na segment hrane. Razlog tome je što je američka duhanska industrija bila u padu, iako međunarodna

<sup>8</sup> Pignataro P. (2013) Leveraged Buyouts: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 4

<sup>9</sup> Luxottica: About us [online]. Dostupno na: <http://www.luxottica.com/en/about-us/our-history> [20.03.2020.]

<sup>10</sup> Cole, R. (1985) Phillip Morris to buy General Foods for \$5,8 billion, New York Times (online). Dostupno na: <https://www.nytimes.com/1985/09/28/business/philip-morris-to-buy-general-foods-for-5.8-billion.html> [20.03.2020.]

duhanska industrija nije doživjela takav pad. Posljednjih godina pojave konglomerata su se promijenile, a danas su poznati konglomerati "nove ekonomije", poput Alphabet, matične poduzeća Google-a, Amazon, te Facebook. Ta su poduzeća prerasla u konglomerate prvenstveno putem akvizicija omogućujući im zadržavanje tržišnih lidera u svojim branšama.

### **2.1.1. Preuzimanje poduzeća putem financijske poluge**

Preuzimanje poduzeća putem financijske poluge (*Leveraged buy-out*: dalje u tekstu: LBO) podrazumijeva se transakcija u kojoj se stjecanje dionica ciljnog društva financira zaduživanjem.<sup>11</sup> Preostali dio kupovne cijene financira se s doprinosom vlastitog kapitala financijskog sponzora. Sponzori upotrebljavaju LBO pri stjecanju širokog raspona tvrtki, uključujući i javne i privatne poduzeća, kao i njihove dijelove i podružnice. Krajnji je cilj sponzora ostvariti prihvatljiv prinos na vlastitu investiciju nakon izlaska, obično putem prodaje ili IPO (inicijalne javne ponude) preuzete poduzeća.<sup>12</sup>

U tradicionalnom LBO-u, dug obično iznosi 60% do 70% kupovne cijene, dok kapital iznosi preostalih 30% do 40%.<sup>13</sup> Nerazmjerno visoku razinu duga koju preuzima ciljana poduzeće podržava njen projicirani slobodni novčani tok i imovina, što sponzoru omogućuje doprinos malog vlasničkog ulaganja u odnosu na kupovnu cijenu.

S obzirom na to da preuzeto poduzeće treba servisirati isplate dugova, one su obično generatori gotovine i relativno zrele koje mogu podržati takvu strukturu. Budući da kupac unapređuje rast poduzeća, najčešće putem spajanja s drugom, te ju čini učinkovitijom, kroz 5 godina očekuje prodaju poduzeća strateškom investitoru ili prodaju putem inicijalne javne ponude dionica. Prinos na uloženi kapital će biti znatno veći jer je početna investicija manja.

Korištenje duga, koji ima niži trošak kapitala od vlasničkog kapitala, služi smanjenju ukupnih troškova financiranja preuzimanja. Trošak duga je manji jer plaćanje kamata smanjuje obvezu poreza na dobit, dok isplata dividende ne. Taj smanjeni trošak financiranja omogućava povećanje prinosa na kapital, a kao rezultat toga dug služi kao poluga za povećanje prinosa na ukupni kapital.

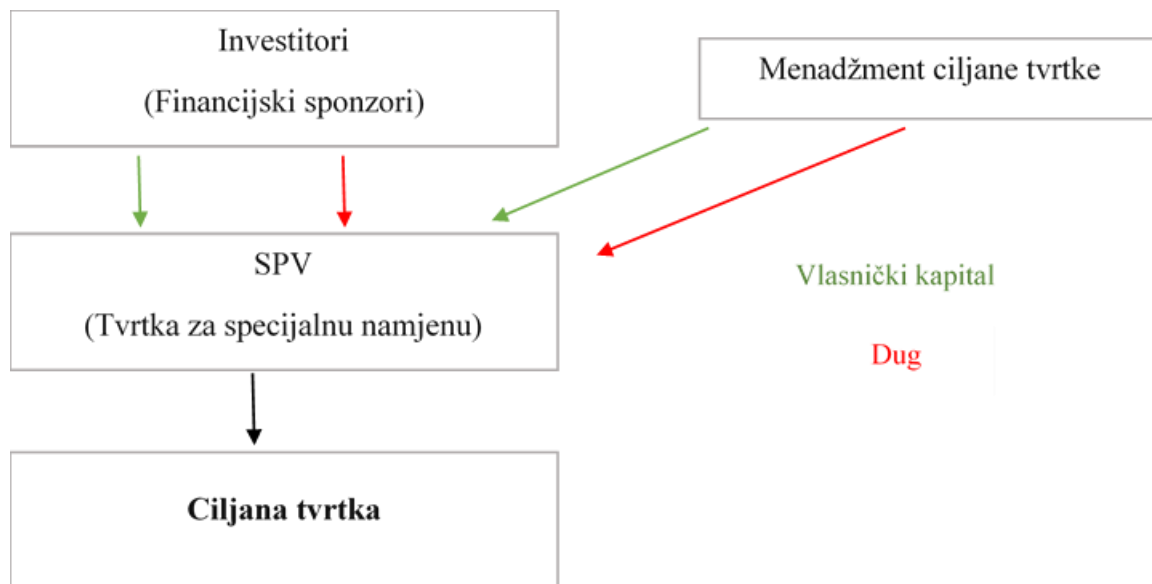
---

<sup>11</sup> Prelič, S., Zubović, A. (2018). Pravno uređenje kupnje dionica ciljnog društva zaduživanjem (LBO Transakcije). Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, str. 302.

<sup>12</sup> Izvor: Izrada autora prema: LBO structuring by Fabien Boloch (Summer 2018)

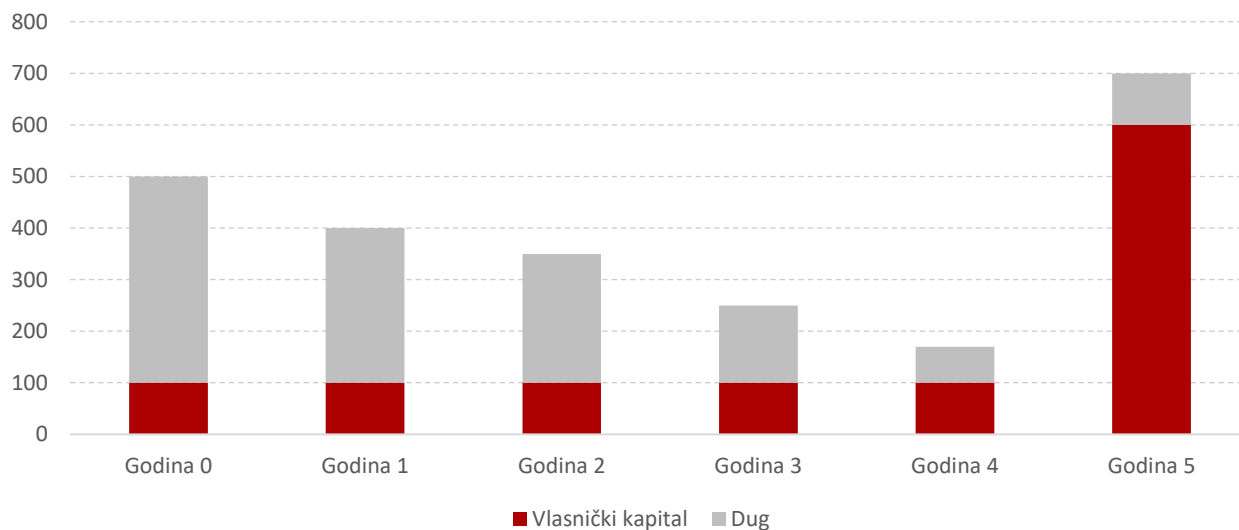
<sup>13</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, str. 161

Slika 3 Organizacija LBO-a



Izvor: *LBO structuring by Fabien Boloch (2018). Obrada autora*

Graf 1 Standardna otplata duga u LBO-u s povećanjem vrijednosti biznisa



Izvor: *How to Build the Debt Schedule for Leveraged Buyout 2018. (online). Obrada autora*

**Tablica 1 10 najvećih LBO transakcija u SAD-u**

Datum	Ime target-a	Ime preuzimatelja	Vrijednost transakcije (mil \$)
19.11.2006	Equity Office Properties Trust	Blackstone Group LP	40.656,91
24.7.2006	HCA Inc	Hercules Acquisition Corp	32.918,95
26.2.2007	TXU Corp	TXU Corp SPV	32.105,38
24.10.1988	RJR Nabisco Inc	Kohlberg Kravis Roberts & Co	30.598,78
2.10.2006	Harrah's Entertainment Inc	Investor Group	27.888,11
16.11.2006	Clear Channel Commun Inc	BT Triple Crown Co Inc	25.874,01
2.4.2007	First Data Corp	Kohlberg Kravis Roberts & Co	25.669,69
20.5.2007	Alltel Corp	Atlantis Holdings LLC	25.101,71
14.2.2013	HJ Heinz Co	HJ Heinz Co SPV	23.478,52
24.10.1988	Kinder Morgan Inc	Kingh Hodco LLC	21.609,72

Izvor: Thomson Financial securites data (2017.) Obrada autora

**Tablica 2 10 najvećih LBO transakcija u Europi**

Datum	Ime target-a	Ime preuzimatelja	Vrijednost transakcije (mil \$)
8.2.2006	BAA PLC	Airport Dvlp & Invest Ltd	21.810,57
9.3.2007	Alliance Boots PLC	AB Acquisitions Ltd	19.604,19
16.10.2006	Thames Water PLC	Kemble Water Ltd	14.888,80
26.5.2005	Wind Telecomunicazioni SpA	Weather Investment Srl	12.799,34
30.11.2005	TDC A/S	Nordic Telephone Co Hldg ApS	10.618,38
16.1.2006	VNU NV	Valcon Acquisiton BV	9.624,50
3.8.2006	Philips Semiconductors	Investor Group	9.475,76
17.5.2005	Viterra AG	Deutsche Annington Immobilien	8.974,36
30.6.2011	Polkomtel SA	Spartan Capital Hldgs Sp. Z.o.o.	6.610,66
16.1.2006	TDF SA	TDF SPV	6.367,00

Izvor: Thomson Financial securites data (2017.) Obrada autora



### 2.1.2. Preuzimanje poduzeća od strane menadžmenta

Ciljano poduzeće može biti preuzeto od strane menadžmenta što se naziva preuzimanje poduzeća od strane menadžmenta (eng. *Managemnt buy out, dalje u tekstu MBO*).<sup>14</sup> MBO se najčešće provodi uz pomoć vlasničkog kapitala financijskog sponzora kao što su fondovi rizičnog kapitala koji pružaju kapital te pristup financiranju putem duga kroz uspostavljene odnose s investicijskim bankarima.<sup>15</sup> Također menadžeri mogu uložiti dio svojih sredstava, ali najčešće vlasnički kapital dolazi od investitora dok se najveći dio kupovne cijene financira putem zaduživanja. Osnovna premisa zašto se MBO provodi je da trenutni menadžment vjeruje da može stvoriti više vrijednosti tako što će voditi kompaniju pod svojim vlasništvom nego pod trenutnim. MBO struktura također služi da bi uklonila konflikt između vlasnika i menadžmenta jer su menadžeri ujedno i vlasnici te mogu provoditi odluke na način na koji oni misle da stvaraju najviše vrijednosti za sve dionike.

Preuzimanje poduzeća od strane menadžmenta (MBO) razlikuje se od preuzimanja poduzeća od vanjskog menadžerskog tima (*managment buy-in; MBI*), u kojem vanjski menadžerski tim koji nije dio poduzeća, otkupljuje tvrtku i zamjenjuje trenutni menadžerski tim.<sup>16</sup> Prednost MBO-a nad MBI-em je u tome da trenutni menadžerski tim koji otkupljuje tvrtku, već poznaje cjelokupni biznis. MBO su realizirani od one strane menadžmenta koji žele ostvariti veću nagradu za buduće ostvarene rezultate nego što bi to ostvarili kao zaposlenici iste poduzeća.

U financijskom okruženju, MBO-ovi su viđeni kao dobre investicijske mogućnosti od strane *hedge* fondova i velikih investitora, koji najčešće potiču tvrtku da pređe iz javne u privatnu kako bi mogla drugačije usmjeriti poslovanje i poboljšati profitabilnost, te je zatim ponovno prenamijeniti u javnu uz mnogo veću tržišnu vrijednost.

---

<sup>14</sup> Pignataro P. (2013) *Leveraged Buyouts: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 4

<sup>15</sup> Piso S. (2014): *MBO – Management Buyout Guide*, ebook, str. 6

<sup>16</sup> Hargrave, M. (2020) *Management Buyout*, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp> [20.02.2020.]

**Tablica 3 Vodeći fondovi rizičnog kapitala prema prikupljenim sredstvima**

#	Ime poduzeća	Vrijednost sredstava (mil \$)	HQ
1.	The BlackstoneGroup	82.851	New York
2.	The Carlyle Groupe	63.802	Washington DC
3.	Kholberg Kravis Roberts	47.977	New York
4.	CVC Capital Partners	47.413	London
5.	Warburg Pincus	36.557	New York
6.	Bain Capital	35.554	Boston
7.	EQT Partners	30.054	Stockholm
8.	Thoma Bravo	21.128	Chicago
9.	Apollo Global Management	29.001	New York
10.	Neuberger Berman Group	28.884	New York

Izvor: *Private Equity International 2019. Obrada autora*

### 2.1.3. Neprijateljsko preuzimanje

Neprijateljsko preuzimanje predstavlja stjecanje jednog poduzeća (koje se naziva ciljano društvo) od drugog (stjecatelja) tako da ponuda ide direktno prema vlasnicima društva, izbjegavajući menadžment ciljanog društva zbog činjenice da menadžment ciljanog društva ne odobrava ponudu stjecatelja. Neprijateljsko preuzimanje se odvija ili putem natječajne ponude (*tender offer*) ili putem posredničke borbe (*proxy fight*).<sup>17</sup>

Kroz ponudu (*tender offer*), preuzimatelj pokušava preuzeti dionice uz premiju o odnosu na trenutnu tržišnu vrijednost.<sup>18</sup> Ponuda uobičajeno ima vremenski rok, način plaćanja i ostale uvjete koje vlasnici ciljanog poduzeća moraju prihvatiti. Premija nad tržišnom cijenom je poticaj za prodaju vlasničkih udjela. Prodaja dionica događa se samo ako dovoljan broj dioničara, obično većina, pristane na ponudu.

<sup>17</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 804

<sup>18</sup> Hostile Takeover: A proposed acquisition without the approval or consent of the target company, Corporate finance institute [online]. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/hostile-takeover/> [25.03.2020.]

U posredničkoj borbi, protivničke skupine dioničara uvjeravaju ostale dioničare da im omoguće korištenje opunomoćenih glasova njihovih dionica. Ako poduzeće koja napravi neprijateljsku ponudu za preuzimanje stekne dovoljno glasova, može ih koristiti za glasovanje za prihvaćanje ponude.<sup>19</sup>

Kad je poduzeće cilj neprijateljskog preuzimanja, menadžeri se ponekad suočavaju s nelagodnim izborom. Dopuštanje neprijateljskog preuzimanja omogućit će novim dioničarima znatnu financijsku dobit, te menadžeri mogu rezultirati gubitkom posla. Nije iznenađujuće da menadžeri često djeluju radi zaštite vlastitih interesa na štetu postojećih dioničara. Instaliranje različitih preventivnih obrana kao što su zelena pošta, zlatni padobran ili otrovne pilule od neprijateljskog preuzimanja neće jamčiti sigurnost i neovisnost ciljane poduzeća, ali može otežati cjelokupan proces preuzimanja. Prethodno spomenuti načini obrane od neprijateljskog preuzimanja detaljnije su opisane u nastavku.

**Tablica 4 Najveća neprijateljska preuzimanja u povijesti**

#	Kupac	Ciljano društvo	Godina	Vrijednost transakcije
1.	Vodafone	Mannesmann	2000.	\$200 mlrd.
2.	AOL	Time Warner	2000.	\$164 mlrd.
3.	InBev	Anheuser-Busch	2008.	\$52 mlrd.
4.	Sanofi-Aventis	Genzyme Corp	2010.	\$24,5 mlrd.
5.	Kraft Foods	Cadbury	2010.	\$19,6 mlrd.
6.	Nasdaq	NYSE Euronext	2011.	\$13,4 mlrd.
7.	Icahn Enterprises	Clorox	2011.	\$11,7 mlrd.
8.	Air Products & Chemicals	Airgas	2010.	\$7,94 mlrd.

*Izvor: The top 5 hostile takeovers of all time, World Finance. Obrada autora.*

<sup>19</sup> Hostile Takeover: A proposed acquisition without the approval or consent of the target company, Corporate finance institute [online]. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/hostile-takeover/> [25.03.2020.]

### **a) Zelena pošta**

Tijekom 1980-ih nije bilo neuobičajeno da stjecatelj prikupi manjinski udio u ciljanom poduzeću u nadi da bi ciljano poduzeće otkupilo natrag dionice uz premiju.<sup>20</sup> Menadžeri nekih tvrtki koje su 1980-ih bile ciljane zbog neprijateljskih preuzimanja mogli su izbjeći preuzimanje kupovinom postojećeg udjela stjecatelja, uglavnom po cijeni većoj od cijene koju je platio kupac.<sup>21</sup> Ovaj postupak, nazvan zelenom poštom (eng. *greenmail*), obično uzrokuje pad cijena dionica, ali on štiti pozicije sadašnjih menadžera. Zelena pošta definira se kao plaćena naknada svima koji daju ponudu za preuzimanje javnog poduzeća. Kako bi se plaćanje smatralo zelenom špštom, ponuda ne smije biti dostupna svim dioničarima. U sadašnjim okolnostima, poduzeća su usvojile izmjene i dopune protiv zelene pošte kako bi ograničile sposobnost menadžera da plate istu.

### **b) Zlatni padobran**

Drugi široko korišten način protiv neprijateljskog preuzimanja je zlatni padobran, odnosno odredba ugovora o radu koja omogućuje plaćanje paušalnog iznosa ili određenog iznosa tijekom određenog razdoblja, ako menadžer obuhvaćen ugovorom izgubi posao tijekom neprijateljskog preuzimanja.<sup>22</sup> Iako postoje ekonomisti koji su opravdavali postojanje zlatnog padobrana kao način smanjenja sukoba dioničara i menadžmenta, i dalje postoje oni koji vjeruju da menadžeri ne bi trebali dobivati dodatna plaćanja da bi radili ono za što su angažirani – stvaranje i maksimiziranje vrijednosti za dioničare.

Zlatni padobrani omogućuju menadžerima ciljanih poduzeća izdašne otpremnine ukoliko budu otpušteni od strane poduzeća koja je preuzela kontrolu nad ciljanim poduzećem. Zlatni padobrani su izglasani od strane upravnog odbora, te ne traže odobrenje od strane dioničara. Mogu biti izglasani prije neprijateljske ponude tako da bi ciljano poduzeće izgledalo manje atraktivno, te isto tako mogu biti korišteni tijekom bitke za preuzimanje. Pozitivni motivi zlatnih padobrana uključuju zadržavanje zaposlenika tijekom borbe za preuzimanje, motiviranje zaposlenika da se fokusiraju na interese dioničara, a ne na osobne interese, i poboljšanje sposobnosti poduzeća da zapošljava nove iskusne menadžere s obzirom na

---

<sup>20</sup> DePamphilis D. (2015) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (eight edition), Academic Press, str. 116

<sup>21</sup> Damodaran Aswath (2014): *Applied Corporate Finance* (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley, str. 18

<sup>22</sup> Damodaran Aswath (2014): *Applied Corporate Finance* (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley, str. 18

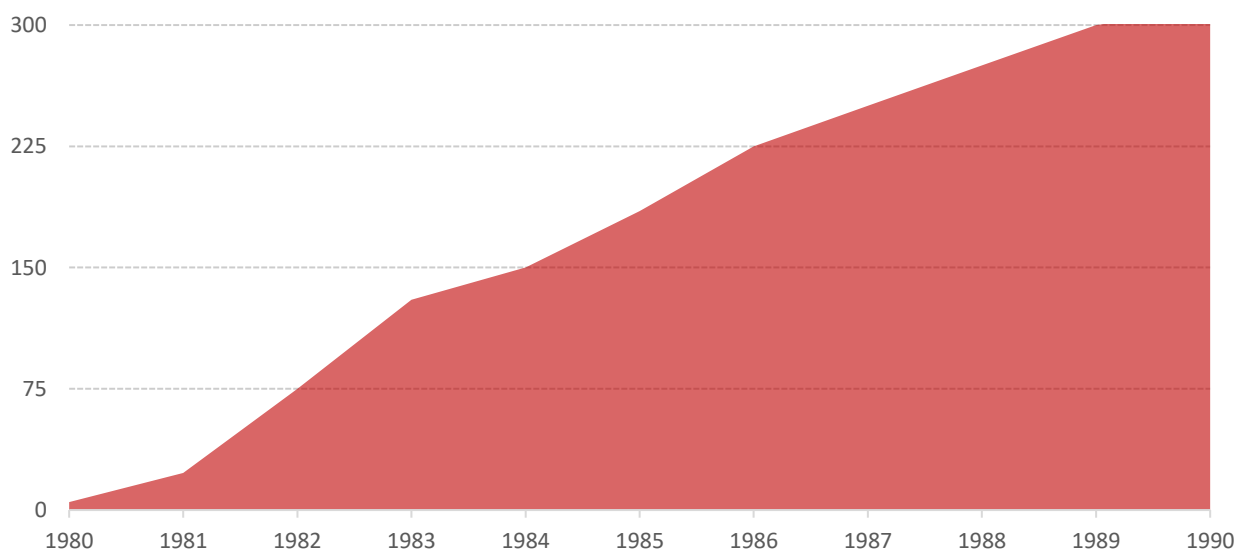
činjenicu da je voljna osigurati zlatne padobrane za top menadžment.<sup>23</sup> Kritičari zlatnog padobrana naglašavaju da bi prevelike otpremnine kao posljedica smanjile neto dobit, te da unatoč velikim iznosima ne bi pridonijeli sprečavanju neprijateljskih preuzimanja zbog male vrijednosti troška u ukupnom trošku cijelog procesa.

**Tablica 5 Top 10 menadžera s najvećim zlatnim padobranima u svojim ugovorima**

#	Ime menadžera	Poduzeće	Vrijednost zlatnog padobrana (\$)
1	Jack Welch	General Electric	417.361.902
2	Lee Raymond	Exxon	320.599.861
3	Bill McGuire	UnitedHealth	285.996.009
4	Ed Whitacre	AT&T	230.048.463
5	Bob Nardelli	Home Depot	223.290.123
6	John Kanas	North Fork Bank	214.300.000
7	Lou Gerstner	IBM	189.005.929
8	Hank McKinnel	Pfizer	188.329.553
9	Tom Ryan	CVS	185.415.435
10	Tom Freston	Summer Redston	100.839.772

*Izvor: Largest golden parachutes ever, Moneyinc. Obrada autora*

**Graf 2 Kumulativni broj ugovora sa zlatnim padobranom u Fortune 500 poduzećima u razdoblju od 1980. - 1990.**



*Izvor: A Short History of Golden Parachutes, Harvard Business Review. Obrada autora.*

<sup>23</sup> Golden parachute (online). Dostupno na: <https://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/For-Gol/Golden-Parachute.html> [5.5.2020.]

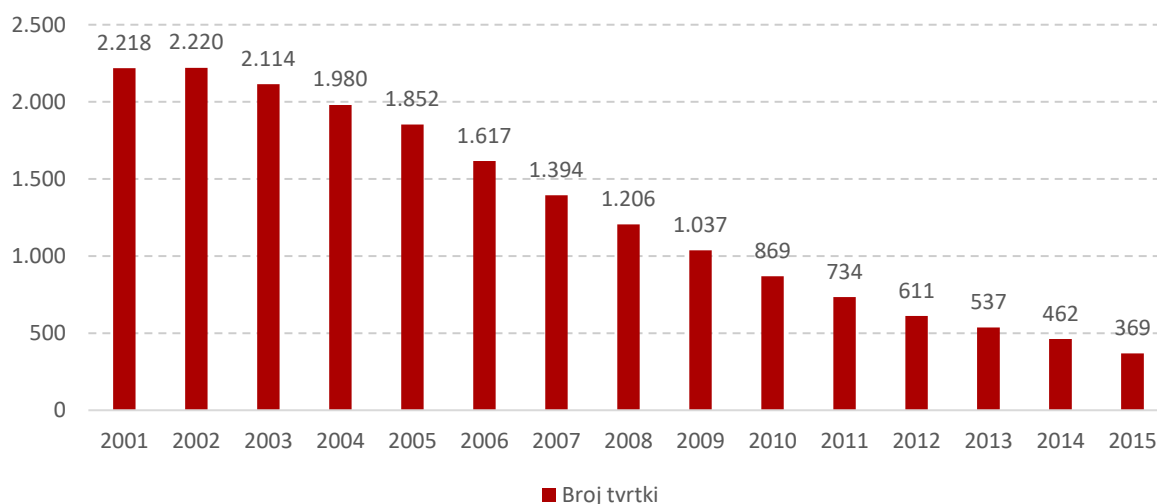
### c) Otrovnne pilule

Otrovna pilula je jedna od najznačajnijih inovacija prošlog stoljeća te jedna od najučinkovitijih obrana od neprijateljskog preuzimanja. Prividna nezamjenjivost otrovnih pilula proizlazi iz činjenice da od 1982. godine (kad je prva pilula stavljena), nijedan neprijateljski stjecatelj nije pokrenuo pilulu. S obzirom na tu činjenicu, većina obrana putem otrovnih pilula usvojena je s ciljem neiskorištavanja, odnosno kao element zastrašivanja.<sup>24</sup>

Otrovna pilula, nadimak za ono što se tehnički naziva dioničarskim planom prava, uključuje izdavanje dioničarima prava na stjecanje vrijednosnih papira.<sup>25</sup> Ta se prava mogu provoditi samo pod određenim okolnostima kao što su neprijateljska preuzimanja i poduzeće ih do tog događaja može otkupiti po nominaloj cijeni. Primarni cilj otrovnih pilula je otežati i poskupjeti bilo koji pokušaj neprijateljskog preuzimanja te isto tako osigurati menadžmentu prednost pri pregovaranju o cijeni kako bi izbjegli nepošteno postupanje s dioničarima. Tipičan događaj za pokretanje suvremenih otrovnih pilula je jedan od sljedećih:<sup>26</sup>

- Preuzimanje određenog postotka, obično 10% ili 20% od strane fizičke osobe ili druge poduzeća
- Ponuda za preuzimanje više od 30% dionica ciljanog poduzeća

**Graf 3 Broj tvrtki s ugrađenim otrovnim pilulama na kraju godine u SAD-u**



<sup>24</sup> Hayes, M. (2020) Poison Pill, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/p/poisonpill.asp> [5.5.2020.]

<sup>25</sup> Reed S., Lajoux A., Nesvold P., (2007): The Art of M&A, A mergers and acquisitions buyout guide (fourth edition), McGraw-Hill, str. 856

<sup>26</sup> Gaughan A. Patrick (2018): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 188

#### **d) Amandmani protiv preuzimanja**

Amandmani protiv neprijateljskog preuzimanja imaju isti cilj kao i *greenmail* i otrovne pilule, a to je da odvrte neprijateljska preuzimanja, ali se razlikuju po jednom vrlo važnom pitanju. Oni zahtijevaju pristanak dioničara. Postoji nekoliko vrsta izmjena i dopuna, koje su sve dizajnirane s ciljem smanjenja vjerojatnosti neprijateljskog preuzimanja.

- Amandman super većine:<sup>27</sup> Ovaj amandman određuje da spajanja moraju biti odobrena natpolovičnom većinom glasova (npr. 85% ili 67% u odnosu na jednostavnu većinu od 51%). Namjera ove izmjene je dati manjini dioničara jači glas kojim se mogu zaštititi njihovi interesi tijekom neprijateljskog preuzimanja. U najmanju ruku to za učinak ima odgađanja ponude ponuditelja - tj. potrebno je više vremena da bi se skupilo više od 50% glasova).
- Poštena cijena:<sup>28</sup> Amandman poštene cijene zahtjeva da svi dioničari koji prodaju svoje dionice prime istu cijenu od kupca. Time se sprječava diskriminacija ponuda kupca koja nastoji usmjeriti ciljne dioničare na prodaju (npr., ponuda u kojoj je kontrolni paket dionica kupljen uz premiju, a preostali dio uz popust).
- Dualni set dionica:<sup>29</sup> Ovim amandmanom stvaraju se dvije klase dionica s različitim glasačkim pravima te se takvo restrukturiranje može dogoditi samo uz pristanak dioničara. Primjerice, niža klasa (klasa B) imat će jedan glas po dionici, a viša klasa 10 glasova po dionici (klasa A). Nadređene dionice s pravom glasa obično posjeduju menadžeri i dioničari koji su bliži trenutnoj upravi koja na taj način zadržava snažnu glasačku moć i može blokirati prijedloge na sastancima dioničara koji su neprijateljski nastrojeni prema trenutnoj upravi. Istraživanje dokapitalizacije dvostruke klase pokazuje statistički značajan negativan utjecaj na bogatstvo dioničara zbog gubitka glasačkih prava. Dioničari koji imaju dionice s većim glasačkim pravima mogu ih zamijeniti za obične dionice. Većina dioničara odluči zamijeniti dionice s većim glasačkim pravima za obične zbog toga što dionicama s većim glasačkim pravima obično nedostaje likvidnosti, odnosno brza mogućnost prodaje te isplaćuju manju

---

<sup>27</sup> Supermajority amendment (online). Dostupno na: <https://capital.com/supermajority-amendment-definition> [5.5.2020.]

<sup>28</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 835

<sup>29</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 836

dividendu. Međutim, menadžeri koji su ujedno i vlasnici ne mogu zamijeniti svoje dionice s pravom glasa za obične dionice. Ovo rezultira time da menadžment povećava kontrolu nad korporacijom.

## 2.2. Razlozi preuzimanja poduzeća

Jedan od najvažnijih motiva zašto se poduzeća upuštaju u preuzimanja je ostvarivanje rasta. Poduzeća koje se žele proširiti suočene su s izborom između unutarnjeg ili organskog rasta i eksternog ili rasta putem spajanja i stjecanja. Unutarnji rast može često biti spor i nesiguran proces. Rast kroz preuzimanja mnogo je brži, iako sa sobom donosi i svoje nesigurnosti.<sup>30</sup> Poduzeća mogu rasti unutar svoje industrije ili se mogu širiti izvan svoje industrije. Širenje izvan svoje industrije označava diverzifikaciju.

Ako se poduzeće želi proširiti unutar vlastite industrije, unutarnji rast često nije prihvatljivo sredstvo. Na primjer, ako poduzeće ima niz mogućnosti koje će biti otvorene samo ograničeno vrijeme, spor unutarnji rast možda neće biti dovoljan. Kako poduzeće polako raste internom ekspanzijom, konkurenti mogu brzo reagirati i zauzeti udio na tržištu. Prednosti koje poduzeće može imati mogu se izgubiti s vremenom ili putem djelovanja konkurencije. Jedino rješenje može biti stjecanje druge poduzeća koja već ima osnovane uredne i pogone, menadžment i druge resurse. Drugi primjer korištenja preuzimanja za olakšavanje rasta jest kada se poduzeće želi proširiti na drugu geografsku regiju.

Menadžeri u poduzećima su pod stalnim pritiskom kako bi demonstrirali uspješan rast. Ovo se posebno odnosi na to kada su poduzeća i industrija u prošlosti postigli rast. Međutim, kada potražnja za proizvodima i uslugama u industriji usporava, postaje znatno teže nastaviti rast. Kada se to dogodi, menadžeri često gledaju prema preuzimanju drugih poduzeća kao rješenje da bi započeli rast. Često se nadaju da će akvizicije voditi ne samo rastu prihoda, već i poboljšanoj profitabilnosti putem sinergijskih učinaka.

Za prodavatelja, ključni motivi u prodaji poduzeća često uključuju neke od navedenih:<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 127

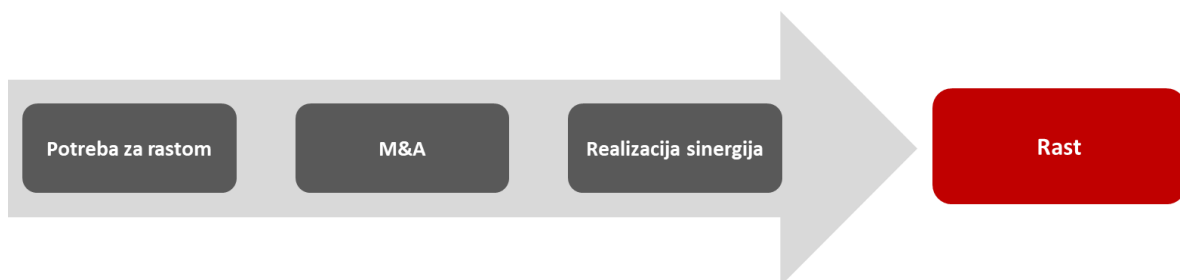
<sup>31</sup> Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) *Mergers and Acquisitions from A to Z* (second edition), AMACOM, New York, str. 20



- Vlasnici su blizu mirovine ili su spremni na izlazak iz poduzeća
- Nemogućnost natjecanja s konkurencijom
- Pristup većim resursima kupca
- Potreba ili želja za uštedama na troškovima kroz ekonomiju razmjera

Za kupca, ključni motivi u preuzimanju drugog poduzeća su često neki od navedenih:<sup>32</sup>

- Rast prihoda
- Smanjenje troškova
- Vertikalne i/ili horizontalne operativne sinergije te ekonomija razmjera
- Smanjivanje broja konkurencije te povećanje tržišnog udjela
- Širenje na novo geografsko područje
- Pritisak od strane investitora za većim rastom
- Porezne olakšice
- Preuzimanje proizvodnog portfolia od konkurencije



Najvažniji razlozi preuzimanja poduzeća mogu se svrstati u nekoliko skupina koje su prikazane u nastavku.

#### a) Ekonomija razmjera i operativne ekonomije

Ekonomija razmjera važan je koncept za bilo koju tvrtku u bilo kojoj industriji i predstavlja uštedu na troškovima i konkurentsku prednost većih poduzeća u odnosu na manja.

Ekonomije razmjera su troškovne prednosti koje imaju poduzeća kada proizvodnja postane učinkovita. Poduzeća mogu postići ekonomiju razmjera povećanjem proizvodnje i smanjenjem troškova. To se događa jer se troškovi raspoređuju na veći broj proizvoda. Nekoliko je razloga zbog kojih ekonomija razmjera smanjuje troškove po jedinici. Prvo, specijalizacija rada i integrirana tehnologija povećavaju količinu proizvodnje. Drugo, niži troškovi po jedinici mogu

<sup>32</sup> Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) Mergers and Acquisitions from A to Z (second edition), AMACOM, New York, str. 43

doći od velikih narudžbi od dobavljača ili nižih troškova kapitala.<sup>33</sup> Treće, širenje internih troškova na više proizvedenih i prodanih jedinica pomaže u smanjenju troškova.

Spojena poduzeće imat će više resursa u vlasništvu u odnosu na pojedinačne poduzeća. To će pomoći u povećanju opsega poslovanja te će poduzeće lakše postići ekonomije razmjera. Primarni dijelovi poduzeća gdje se najviše očituje ekonomija razmjera su proizvodnja, distribucijska mreža, istraživački i razvojni pogoni.

Ekonomija razmjera razlikuje se od ekonomije opsega po tome što se ekonomija opsega odnosi na koristi dobivene proizvodnjom više proizvoda koji koriste iste operacije učinkovito. Ekonomije opsega, nije ništa drugo nego ušteda u troškovima koji se dobivaju proizvodnjom dvaju ili više različitih proizvoda, kada je trošak proizvodnje tako, relativno manji od proizvodnje zasebno.

Mnoge operativne ekonomije će biti dostupne nakon spajanja dvije ili više tvrtki. Duple organizacijske jedinice kao što su računovodstvo, nabava, marketing će biti uklonjene. Operativne neučinkovitosti pojedinih područja bit će uklonjene zbog jačeg menadžmenta sa širi aspektom znanja koji proizlazi iz spajanja. Spojene poduzeća bit će u boljem položaju od pojedinačnih.

## **b) Sinergije**

Sinergija se odnosi na veću kombiniranu vrijednost pripojenih tvrtki od zbroja vrijednosti pojedinih jedinica.<sup>34</sup> Sinergije proizlaze iz koristi koje nisu povezane s ekonomijom razmjera. Prethodno spomenute operativne ekonomije jedan su od primjera sinergija koje proizlaze spajanjem ili konsolidacijom. Jedan od glavnih primjera sinergija očituje se u snažnom istraživanju i razvoju, gdje jedna spojena poduzeće ima bolju organizaciju proizvodnih i istraživačkih kapaciteta za razliku od jedne firme. Isto tako sinergije se vide u boljim upravljačkim sposobnostima zajedničkog menadžmenta te u znatnim financijskim sredstvima koja su omogućena konsolidiranoj tvrtki.

---

<sup>33</sup> Kenton, M. (2020) Economies of scale, Investopedia [online] What are economies of scale? Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/e/economiesofscale.asp> [9.5.2020.]

<sup>34</sup> Fluroit M., (2008) Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry, McGraw-Hill Finance & Investing, New York, str. 241

### **c) Međunarodni rast i diverzifikacija**

Poduzeća koje imaju uspješne proizvode na jednom nacionalnom tržištu mogu prekogranične akvizicije vidjeti kao način za postizanje većih prihoda i profita. Umjesto da se traže potencijalno niskih prinosa sljedeći daljnji rast unutar vlastite države, prekogranične akvizicije mogu koristiti kao povoljan način iskorištavanja drugog tržišta.<sup>35</sup> Prekogranične akvizicije mogu omogućiti stjecatelju da iskoristi specifičan *know-how* ciljanog poduzeća u toj zemlji, uključujući svoje autohtono osoblje i distribucijsku mrežu.

Dvije ili više tvrtki koje posluju u različitim industrijama mogu diverzificirati svoje djelatnosti kroz spajanje. Budući da različite poduzeća već posluju u svojim linijama, manje će biti rizika od neuspjeha diverzifikacije. Kada poduzeće pokušava ući u nove vrste aktivnosti, tada se može suočiti s brojnim problemima u proizvodnji, marketingu itd. Spajanje će objediniti iskustva različitih osoba u različitim aktivnostima te će biti izuzetno koristan način diverzifikacije.<sup>36</sup>

### **d) Iskorištavanje poreznih štitova**

Kad se društvo s akumuliranim gubicima spaja s tvrtkom koja posluje profitabilno, sposobna je koristiti porezni zaklon.<sup>37</sup> Poduzeće koja ima gubitke neće moći nadoknaditi gubitke prema budućoj dobiti, jer se pretpostavlja da će i u budućnosti jednako poslovati. S obzirom na to, nova spojena poduzeće će plaćati manje poreza zbog neprofitabilnosti ciljane poduzeća.

### **e) Povećanje vrijednosti spojenog poduzeća**

Jedan od glavnih razloga spajanja ili spajanja je povećanje vrijednosti spojenog poduzeća. Vrijednost spojenog poduzeća veća je od zbroja neovisnih vrijednosti pripojenih društava. Na primjer, ako se poduzeće A i poduzeće B spajaju i formiraju poduzeće C, očekuje se da će vrijednost poduzeća C biti veća od zbroja neovisnih vrijednosti poduzeća A i B.

---

<sup>35</sup> Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 133

<sup>36</sup> Sudarsanam S. (2003): *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Prentice Hall, str. 51

<sup>37</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 328

#### **f) Eliminacija konkurencije**

Spajanjem dviju ili više tvrtki eliminirat će se konkurencija među njima.<sup>38</sup> Poduzeća će moći uštedjeti svoje troškove na oglašavanju i ostalim različitim djelatnostima te na taj način omogućiti smanjenje cijena. Potrošači će imati koristi i u obliku jeftinijih proizvoda koji su im na raspolaganju.

#### **g) Poticaji za menadžere**

Ponekad su spajanja motivirana ponajprije osobnim interesima i ciljevima najvišeg menadžmenta poduzeća. Na primjer, poduzeće nastala kao rezultat spajanja jamči više snage i prestiža koji menadžeri mogu gledati povoljno. Takav motiv može pojačati i ego menadžera, kao i njegovu namjeru da po veličini izgradi najveću kompaniju u industriji. Takav se fenomen može nazvati "izgradnjom carstva", što se događa kada menadžeri poduzeća počinju favorizirati veličinu poduzeća više od stvarnog učinka.<sup>39</sup> Osim toga, menadžeri mogu preferirati spajanja jer empirijski dokazi sugeriraju da su veličina poduzeća i naknade menadžera u korelaciji.

#### **h) Povećanje snage pregovaranja u nabavnom lancu**

Kupnjom jednog od njegovih dobavljača ili distributera, poduzeće može eliminirati čitav niz troškova. Konkretno, kupnja dobavljača, poznata kao vertikalno spajanje, omogućuje tvrtki uštedu na maržama koju je dobavljač prethodno povećao na svojim troškovima. Kupnjom distributera poduzeće često dobiva mogućnost plasiranja proizvoda po nižim troškovima.

### **2.3. Koraci u procesu preuzimanja**

Svaki kupac mora sastaviti interni radni tim, kao i skup iskusnih vanjskih savjetnika, poput pravnika, investicijskih bankara, stručnjaka za procjenu vrijednosti. Tim sastavljen od strane kupca nebi trebao biti samo kreativan i agresivan, već bi trebao biti usmjeren k temeljnim osnovama koje pokreću strategiju stjecanja, kao što su kombinacija proizvoda, distribucija, integracija i proširenje baze kupaca.

---

<sup>38</sup> Palmer, B. (2019) Why do companies merge with or acquire other companies? Investopedia (online). Dostupno na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/why-do-companies-merge-or-acquire-other-companies/> [09.07.2020.]

<sup>39</sup> Schweiger D., Very P. (2003): Creating Value Through Merger and Acquisition Integration, Advances in Mergers and Acquisitions, Elsevier Science, str. 5

Jedna ključna odluka koja se odnosi na sastavljanje tima jest hoće li se investicijski bankar koristiti za pronalaženje i procjenu vrijednosti ciljanog poduzeća ili će se sve odvijati interno pod krovom kupca. U mnogim slučajevima prodavači zapošljavaju posrednike, odnosno investicijske bankare koji ih savjetuju u procesu prodaje. Korištenje investicijskog bankara od strane kupca može uštedjeti dragocjeno vrijeme i novac te se može lakše uskladiti s predstavništvom prodavatelja. Pored toga, investicijska banka vjerojatno će imati resurse i pristup informacijama koje nisu dostupne kompaniji kupca i prodavatelja. Konačno, investicijska banka može pružiti neprocjenjivo savjetovanje u vezi s vrednovanjem i pregovaranjem.

Proces preuzimanja odvaja se u nekoliko koraka:

#### **a) Izrada akvizicijskog plana**

Rastuća poduzeće koja razmišlja o kupnji uvijek bi trebala započeti planom akvizicije koji identificira specifične ciljeve transakcije i kriterije koje treba primijeniti u analizi potencijalnih ciljanih tvrtki.<sup>40</sup> Plan akvizicije također identificira učinkovitost dodane vrijednosti i uštedu troškova koji će proizaći iz predložene transakcije i daje odgovor na temeljno pitanje: Kako će profesionalno upravljanje od strane kupca povećati profitabilnost prodavateljeve poduzeća? Mogući odgovori mogu biti različiti, ali općenito uključuju želju za ubrzanim rastom prihoda i dobiti, jačanjem konkurentne pozicije kupca, proširivanjem postojećih proizvodnih linija ili probijanjem na nova geografska tržišta ili tržišna segmenta kao dio strategije diverzifikacije.<sup>41</sup>

#### **b) Izbor potencijalnih ciljanih poduzeća i inicijalni kontakt**

Tim savjetnika igra važnu ulogu u identificiranju specifičnih ciljanih poduzeća akvizicije koristeći svoje baze podataka, mreže vanjskih savjetnika i mreže s drugim poduzećima, procjenu dostupnosti ciljanog poduzeća i ranjivost ciljanog poduzeća na neprijateljsku ponudu.<sup>42</sup> Također može procijeniti potencijal stvaranja vrijednosti za predloženu akviziciju uzimajući u obzir stratešku logiku, opseg troškovne učinkovitosti, povećanje prihoda, sinergije, probleme integracije nakon stjecanja i rizik od neostvarenja očekivanih koristi. Isto tako treba

---

<sup>40</sup> Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) *Mergers and Acquisitions from A to Z* (second edition), AMACOM, New York, str. 38

<sup>41</sup> DePamphilis D. (2015) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (eight edition), Academic Press, str.139

<sup>42</sup> Sudarsanam S. (2003): *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Prentice Hall, str. 317

procijeniti na koji način akvizicija doprinosi učinkovitijim internim poslovnim procesima - inovacijama, operacijama i usluzi nakon prodaje.<sup>43</sup>

Predstavljanje početnog prijedloga (ili „pitch“) akvizicije mora biti uvjerljiv razlog za kombinaciju dviju tvrtki koje govori o potrebama dioničara i uprave ciljanog poduzeća. Ako je ciljano poduzeće značajno veće u odnosu na kupca, prezentaciju može izvršiti izvršni direktor kupca.

### **c) Izrada potrebne dokumentacije**

Kratki ugovori obično se pregovaraju između kupca i ciljanog poduzeća koji opisuju ponašanje dviju strana u ranoj fazi procesa oblikovanja transakcije. Ti se sporazumi odnose na poštivanje povjerljivosti podataka (ugovor o povjerljivosti), ekskluzivnost rasprave (ekskluzivni ugovor), zastoj u kupnji dionica ciljanog poduzeća i uvjete za prekid transakcije (sporazum o raskidu).<sup>44</sup>

Kad dvije strane postignu dovoljan stupanj usklađenosti s općim uvjetima ugovora, svoje razumijevanje mogu sastaviti pisanim putem u objavi i / ili pismu namjere. Pismo namjere služi za potvrđivanje rastuće razine posvećenosti transakcije i upućivanje odvjetnika u sastavljanje konačnog sporazuma.

Na temelju dobivenih podataka iz informacijskog memoranduma, eventualno dobivenih odgovora na dodatna pitanja te rezultata indikativne procjene vrijednosti, kupac će u slučaju daljnjeg interesa zajedno s pravnim i financijskim savjetnikom sastaviti i prodavatelju dostaviti indikativnu (neobvezujuću) ponudu.<sup>45</sup> U ponudi će se obrazložiti bitne pretpostavke napravljene u procjeni vrijednosti predmeta transakcije, opisati izvore financiranja za kompletiranje transakcije te listu uvjeta ili preduvjeta za zaključenje transakcije koje kupac namjerava uključiti u obvezujućoj ponudi.

---

<sup>43</sup> Filippel M. (2010) Mergers and Acquisitions Playbook: Lessons from the Middle-Market Trenches, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 125

<sup>44</sup> DePamphilis D. (2015) Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities (eight edition), Academic Press, str. 176-178

<sup>45</sup> What is a Non-Binding Offer, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/non-binding-offer/> [09.07.2020.]

#### **d) Dubinsko snimanje ciljanog poduzeća**

Sljedeća faza podrazumijeva izradu konačnog sporazuma koji će ovisiti o dubinskom snimanju ciljanog poduzeća. Kupcu bi se u sklopu dubinskog snimanja u data room-u na raspolaganje trebala staviti sva relevantna dokumentacija bitna za procjenu vrijednosti predmeta transakcije. Kupčevi savjetnici i interni stručnjaci će analizirati financijski, pravni, komercijalni i tehnički aspekt poslovanja predmeta transakcije.<sup>46</sup>

#### **e) Odobrenje od strane uprave kupca i prodavatelja te od regulatora**

Za konačni sporazum potrebno je pozitivno glasovanje upravnog odbora ciljanog poduzeća, a može zahtijevati i odobrenje odbora kupca. Ako je potrebno glasovanje dioničara, odbor može samo preporučiti da odobre transakciju. U ovoj fazi pregovori o spajanju obično se objavljuju javnosti i regulatorima s obzirom da objavljivanje transakcije podrazumijeva i objavu da je regulator odobrio zatvaranje transakcije.

#### **f) Zatvaranje transakcije**

Sporazum o M&A obvezuje dvije poduzeća da zaključe transakciju pod raznim uvjetima, poput stjecanja glasova dioničara i regulatornih odobrenja. Na završetku dvije strane dokumentiraju da su ispunile pretpostavke, jamstva i sporazume navedene u sporazumu. Plaćanje se vrši, a vlasništvo preuzima kupac te se dalje nastavlja s procesom integracije preuzetog poduzeća.<sup>47</sup>

### **2.4. Vrednovanje ciljanog poduzeća**

Cijena je najvažnije pitanje u transakcijama spajanja, preuzimanja i stjecanja. Procjena vrijednosti, osim svega ostalog, određuje iznos vrijednosti koji dobiva prodavač u zamjenu za vlasništvo nad njegovom tvrtkom. Postoji nekoliko utvrđenih metoda vrednovanja koje se koriste za procjenu vrijednosti, jer je važno utvrditi raspon cijene unutar kojeg će se neko poduzeće prodavati. Stvarna cijena, međutim, određuje samo ono što su kupci zapravo spremni platiti, tržišnu cijenu.

---

<sup>46</sup> Howson P. (2003) Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions, Gower Publishing Company, UK, str. 9

<sup>47</sup> Whitake S. (2012) Mergers & Acquisitions Integration Handbook, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 9

Objekti poduzeća uključene na suprotnim stranama M&A transakcije će drukčije vrednovati ciljano poduzeće. Prodavač će očito procijeniti vrijednost poduzeća po najvišoj mogućoj cijeni, dok će je kupac pokušati kupiti po najnižoj mogućoj cijeni.

Iako je formalno vrednovanje ciljanog poduzeća vitalna komponenta transakcije, važno je shvatiti da postoje brojne prihvatljive metode procjene i u većini situacija svaka će dati drugačiji rezultat.

Važna polazišna točka u svim analizama vrednovanja poduzeća je definiranje vrijednosti poduzeća, odnosno što se točno odnosi na pojam vrijednost poduzeća. Analitičari imaju brojne referentne točke, poput knjigovodstvene, likvidacijske, zamjenske, sadašnje i multiple vrijednosti.<sup>48</sup> Svrha svih analiza vrednovanja je procijeniti istinsku ili intrinzičnu vrijednost imovine. Sve ovdje navedene „vrijednosti“ su samo polazne točke pomoću kojih se može procijeniti intrinzična vrijednost.

Kada se govori o vrijednosti, mora se znati što se točno procjenjuje. Konkretno u procjeni vrijednosti, postoje dvije vrste vrijednosti:<sup>49</sup>

- Vrijednost poduzeća: Ovo je vrijednost cijele poduzeća odnosno njena intrinzična vrijednost. To je sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova, odnosno to je vrijednost poduzeća koja pripada svim vlasnicima, dioničarima i kreditorima.
- Vrijednost vlasničkog kapitala: Predstavlja vrijednost preostalog potraživanja prema imovini poduzeća od strane njenih dioničara nakon što su se svi kreditori naplatili. Vrijednost vlasničkog kapitala se dobije nakon što se od ukupne vrijednosti poduzeća oduzme dug, odnosno to je vrijednost poduzeća koja pripada dioničarima.

Postoje tri glavna pristupa vrednovanja poduzeća:<sup>50</sup> multiplikator usporedivih poduzeća, multiplikatori usporedivih transakcije i vrednovanje poduzeća pomoću diskontiranog novčanog toka (DCF). Prvi pristup promatra poduzeća koja su usporediva s onim koje se promatra i uspoređuje njihove indikatore profitabilnosti (npr. vrijednost poduzeća kao omjer

---

<sup>48</sup> Orsag S. (2011) Vrijednosni papiri: investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, str. 104

<sup>49</sup> Bruner F. Robert (2004) Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 254

<sup>50</sup> Pignataro P. (2013) Leveraged Buyouts: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 14



prihoda) kao smjernice za vrednovanje isto poduzeća.<sup>51</sup> Drugi pristup promatra transakcije koje su se dogodile u prošlosti u istoj industriji kao što je promatrano poduzeće te na temelju njih pomoću multiplikatora procjenjuje vrijednost poduzeća. Treći pristup promatra novčane tokove koje će poduzeće generirati svake godine unaprijed i diskontira te buduće novčane tokove u sadašnju vrijednost. Od tri glavne metode procjene, nijedna metoda neće osigurati cijenu po kojoj će se kupiti ili prodati poduzeće. Metode su korisne jer nude točke od kojih se mogu započeti i dostaviti niz razumnih vrijednosti utemeljenih na razumnim pretpostavkama i stvarnim činjenicama.

#### **2.4.1. Metoda diskontiranih novčanih tokova**

Metoda koja se najčešće koristi za određivanje vrijednosti poduzeća je metoda diskontiranog novčanog toka (eng. *discounted cash flow* - DCF). Temelji se na načelu da se vrijednost poduzeća, segmenta ili nekog tipa imovine može izvesti iz sadašnje vrijednosti projiciranog slobodnog novčanog toka koje će ta imovina ostvariti.<sup>52</sup> U DCF metodi procjene vrijednosti, projekcije budućeg slobodnog novčanog toka ciljane poduzeća je diskontiran uz odgovarajuću diskontnu stopu na sadašnju vrijednost te takav je zbrojen kako bi se odredila konačna vrijednost poduzeća. Projicirani slobodni novčani tok proizlazi iz različitih pretpostavki o očekivanim financijskim rezultatima, uključujući stope rasta prihoda od prodaje, profitnih marži, kapitalnih ulaganja i ulaganja u neto obrtni kapital. DCF metoda ima širok raspon primjene, uključujući procjenu vrijednosti za različite M&A transakcije, inicijalne javne ponude dionica, restrukturiranja i ostalih investicijskih odluka.<sup>53</sup>

Postoje dva načina na koji se može vrednovati diskontirani novčani tok:<sup>54</sup> Prvi je da se vrednuje samo vlasnički kapital u ciljanom poduzeću, a drugi je da se procjenjuje vrijednost cijele poduzeća uključujući i sva ostala potraživanja koje imaju kreditori, preferirani dioničari itd. Iako oba pristupa diskontiraju očekivane novčane tokove, odgovarajući novčani tokovi i diskontne stope su različiti za svaki.

---

<sup>51</sup> Valuation methods, Corporate finance institute (online). Dostupno na:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/valuation-methods/> [5.5.2020.]

<sup>52</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 109

<sup>53</sup> Baker Kent H. (2011) The Art of Capital Restructuring: Creating Shareholder Value through Mergers and Acquisitions (first edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 127-128

<sup>54</sup> Damodaran Aswath (2014): Applied Corporate Finance (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley, str. 516

Vrijednost vlasničkog kapitala dobiva se diskontiranjem slobodnih novčanih tokova (eng. *free cash flow to equity – FCFE*) koji su raspoloživi svim dioničarima tj. preostalih novčanih tokova nakon podmirivanja svih operativnih troškova i poreznih obveza bez kamata i glavnica.<sup>55</sup> Isti novčani tokovi su diskontirani po stopi prinosa koje zahtijevaju investitori u vlasnički kapital poduzeća.

Postoji nekoliko načina izračuna slobodnih novčanih tokova raspoloživih dioničarima:

### Izračun FCFE iz neto dobiti

**FCFE** = *Neto dobit – (Investicije u fiksnu imovinu - Amortizacija) – Promjene u neto nenovčanom radnom kapitalu + (Uzeti novi zajmovi – Otplaćena glavnica dosadašnjih zajmova)*

### Izračun FCFE iz FCFF-a

**FCFE** = *FCFF – Plaćene kamate (1 – porezna stopa) + Neto povećanje glavnice duga*

$$\text{Vrijednost vlasničkog kapitala}^{56} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}$$

$FCFE_t$  – Slobodni novčani tok raspoloživ dioničarima u periodu  $t$

$k_e$  – trošak kapitala

Vrijednost cijelog poduzeća dobiva se diskontiranjem slobodnog novčanog toka koji je raspoloživ svim dionicima poduzeća (eng. *free cash flow to firm – FCFF*), odnosno svima onima koji financiraju poduzeće, a to su vlasnici i kreditori. Računa se na način da se od operativne dobiti oduzme porez, investiranja u radni kapital i dugotrajnu imovinu. Tako dobiven slobodni novčani tok diskontira se s prosječnim ponderiranim troškom kapitala (eng. *weighted average cost of capital – WACC*), odnosno po stopi prinosa koju zahtijevaju svi investitori u poduzeće.

<sup>55</sup> Damodaran Aswath (2014): Applied Corporate Finance (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley, str. 517

<sup>56</sup> Damodaran Aswath (2014): Applied Corporate Finance (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley, str. 516

Postoji nekoliko načina izračuna slobodnih novčanih tokova raspoloživih poduzeću:

**Izračun FCFF iz neto dobiti:**

$$\text{FCFF} = \text{Neto dobit} + \text{Nenovčani troškovi} + \text{Troškovi kamata} * (1 - \text{porezna stopa}) - \text{Investicije u fiksnu imovinu} - \text{Promjene radnog kapitala}$$

**Izračun FCFF iz EBIT-a**

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} * (1 - \text{porezna stopa}) + \text{Amortizacija} - \text{Investicije u fiksnu imovinu} - \text{Promjene radnog kapitala}$$

**Izračun FCFF iz EBITDA-e**

$$\text{FCFF} = \text{EBITDA} * (1 - \text{porezna stopa}) + \text{Amortizacija} * \text{Porezna stopa} - \text{Investicije u fiksnu imovinu} - \text{Promjene radnog kapitala}$$

$$\text{Vrijednost cijelog poduzeća}^{57} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

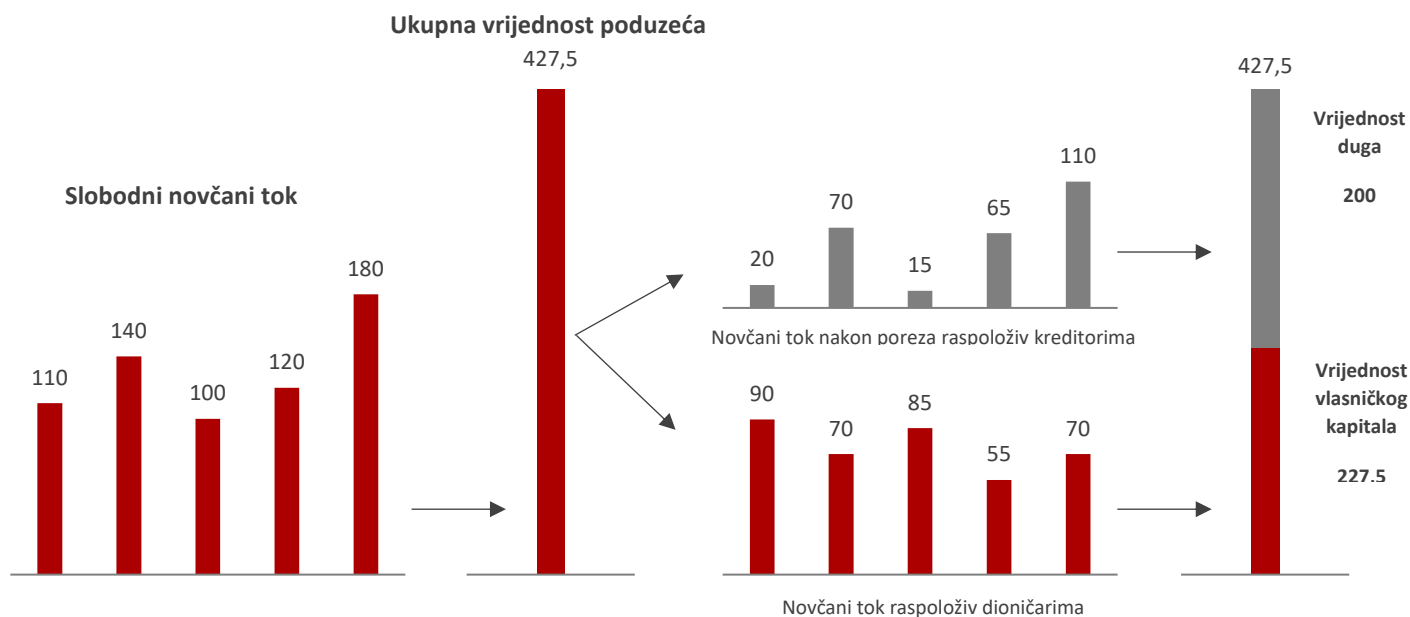
$\text{FCFF}_t$  – Slobodni novčani tok raspoloživ dioničarima u periodu  $t$

WACC – Prosječni ponderirani trošak kapitala

---

<sup>57</sup> Damodaran, A. (2002) Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (second edition), John Wiley & Sons, Inc, New York, str. 3

Graf 4 Primjer izračuna ukupne vrijednosti (EV) poduzeća



Izvor: Koller M., Goedhart M., Wessels D. (2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (sixth edition), McKinsey & Company, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 139

#### 2.4.1.1. Projekcija financijskih rezultata

Prvi korak u izvođenju DCF-a, kao i kod svake procjene, jest proučavanje i istraživanje što više o ciljanom poduzeću i njegovom sektoru. Sljedeći je korak izrada projekcija financijskih izvještaja ciljane poduzeća. Opsežno znanje operativne aktivnosti ciljane poduzeća, povijesni financijski rezultati i brojne pretpostavke o impliciranoj stopi rasta poduzeća i njene industrije ključni su elementi financijskih projekcija. Projekcije RDG-a i bilance se temelje na pretpostavkama vezanim uz budući razvoj prihoda, marži, operativnih troškova, poreza, razdoblja naplate, obrtaja zaliha, razdoblja plaćanja obveza, načinu financiranja, trošku i uvjetima kreditiranja, iznosu i dinamici investicija, stopama amortizacije, itd.<sup>58</sup> Sve to dobrim dijelom ovisi o razvoju situacije na tržištu, konkurenciji, preferencijama potrošača i drugim elementima specifičnim za određenu industriju. Pored toga, potrebno je odrediti razuman vremenski horizont, koji u prosjeku iznosi od 5 do 10 godina. Razdoblje projekcije, međutim, može biti duže ovisno o industriji poduzeća, fazi razvoja i temeljnoj predvidivosti njezinog

<sup>58</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) *Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 111

financijskog poslovanja.<sup>59</sup> Međutim, pet do deset godina je obično dovoljno za obuhvaćanje barem jednog poslovno-ekonomskog ciklusa i omogućava uspješnu realizaciju procjene vrijednosti.

#### **2.4.1.2. Projekcija slobodnog novčanog toka**

Sljedeći korak procjene vrijednosti je projiciranje slobodnih novčanih tokova ciljane poduzeća. Najosnovnija definicija slobodnih novčanih tokova kao što je već prethodno napomenuto je da su to novčani tokovi koji su preostali nakon što su obračunati svi troškovi (uključujući troškove prodane robe, operativni i porezni troškove, te kapitalni izdaci); to je novčani tok koji je generiralo poduzeće i koji je u skladu s tim dostupan dioničarima i kreditorima bez narušavanja budućeg poslovanja. Izuzetno je važno u određivanju slobodnih novčanih tokova poduzeća imati i opće znanje o financijskim izvještajima i temeljito razumijevanje računovodstvenih praksi ciljanog poduzeća, jer projekcije često snažno utječu na podatke povijesnih financijskih izvještaja. Cilj je projicirati slobodni novčani tok u točku u budućnosti kada se smatra da je financijski rezultat cilja dostigao "ustaljeno stanje" koje može poslužiti kao osnova za izračun terminalne vrijednosti.<sup>60</sup>

#### **2.4.1.3. Diskontna stopa**

Možda najvažniji dio metode procjene diskontiranog novčanog toka je izračun diskontne stope. S obzirom na to da se procjenjuju budući slobodni novčani tokovi, a ciljano poduzeće se vrednuje danas, potrebno je sve buduće novčane tokove svesti na sadašnju vrijednost uz odgovarajuću diskontnu stopu. Diskontna stopa je stopa uz koju se očekivani novčani tokovi svode na sadašnju vrijednost. Ponderirani prosječni trošak kapitala (eng. *weighted average cost of capital – WACC*) je diskontna stopa koja se koristi pri diskontiranju projiciranih slobodnih novčanih tokova i konačne vrijednosti. Kao što joj ime govori, *WACC* predstavlja ponderirani prosječni prosjek zahtijevanog prinosa na ulaganje svih investitora (vlasnika i kreditora) u ciljano poduzeće. On ovisi o troškovima pojedinačnih komponenti kapitala (trošak vlasničkog kapitala i trošak duga) i o vrijednosnom udjelu svake komponente kapitala u ukupnoj strukturi kapitala.

---

<sup>59</sup> Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) *Mergers and Acquisitions from A to Z* (second edition), AMACOM, New York, str. 138

<sup>60</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) *Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 111

Trošak duga kao jedna od komponenti kapitala odnosi se na trošak duga odnosno kamatnu stopu koju poduzeće plaća na svoje dugove (kredite ili obveznice).<sup>61</sup> Međutim, trebao bi se koristiti procijenjeni prosječni trošak duga (kamatna stopa) koju bi poduzeće imalo od danas pa ubuduće. Ovo je bitna pretpostavka jer se radi o diskontiranju budućih novčanih tokova za koje je potrebno koristiti budući trošak kapitala, što sugerira da povijesne ili postojeće kamatne stope nisu relevantne za procjenu vrijednosti osim ukoliko se procijeni da povijesni ili trenutni trošak duga predstavlja adekvatnu aproksimaciju budućeg troška duga. Za izračun konačnog troška duga potrebno ga je pomnožiti s  $1 - \text{porezna stopa}$  kako bi se dobio trošak duga nakon poreza koji se koristi u izračunu ponderiranog prosječnog troška kapitala.

Trošak kapitala odnosi se na prinos koji zahtijevaju vlasnici na svoje ulaganje, odnosno to je minimalna očekivana profitabilnost investicije. Postoje tri glavna načina izračuna troška kapitala:<sup>62</sup> (1) pristup modela sadašnje vrijednosti dividendi (Gordonov model), (2) Pristup teorija tržišta kapitala (CAPM model), (3) Pristup trošak duga + premija rizika. Najčešće korišten model je CAPM (eng. Capital Asset Pricing Model) koji opisuje odnos između sistemskog rizika i očekivanog prinosa dionice. CAPM model govori da je očekivana stopa prinosa bilo koje vrijednosnice jednaka nerizičnoj kamatnoj stopi plusa beta koeficijent dionice puta tržišna premija.<sup>63</sup>

$$\text{WACC}^{64} = \frac{D}{V} * k_d * (1 - T_m) + \frac{E}{V} * k_e$$

**$D/V$  = udio duga u ukupnom kapitalu ciljanog poduzeća**

**$E/V$  = udio vlasničkog kapitala u ukupnom kapitalu ciljanog poduzeća**

**$k_d$  = trošak duga**

**$k_e$  = trošak vlasničkog kapitala**

<sup>61</sup> Chen, J. (2020) Cost od debt, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp> [5.5.2020.]

<sup>62</sup> Damodaran, A. (2002) Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (second edition), New York, John Wiley & Sons, Inc, str. 21-24

<sup>63</sup> Koller M., Goedhart M., Wessels D. (2015) Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (sixth edition), McKinsey & Company, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 293

<sup>64</sup> Koller M., Goedhart M., Wessels D. (2015) Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (sixth edition), McKinsey & Company, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 284

**$T_m$  = porezna stopa**

#### **2.4.1.4. Konačna vrijednost**

Nakon određivanja slobodnih novčanih tokova za ciljano poduzeće tijekom određenog predviđenog razdoblja (obično pet do deset godina), za sve ostale buduće novčane tokove nakon petogodišnjeg razdoblja određuje se konačna vrijednost koja predstavlja vrijednost ciljanog poduzeća nakon razdoblja projekcija. Konačna vrijednost bi trebala biti u skladu sa stopama rasta industrije i predviđanjima inflacije. Za određivanje terminalne vrijednosti koriste se dvije primarne metode:<sup>65</sup> (1) stalni rast, koji pretpostavlja da će slobodni novčani tok neograničeno rasti određenom stopom, i (2) izlazni multiplikatori koji podrazumijeva usporedive multiplikatore uz koje se trguju slična poduzeća. Konstantna stopa rasta se može procijeniti na temelju modela rasta zadržavanjem dobiti. Pri tome se oslanja na pretpostavku da stopa rasta ovisi o iznosu zadržane dobiti i stopi povrata na taj zadržani iznos.<sup>66</sup>

Projicirani slobodni novčani tok i konačna vrijednost ciljanog poduzeća diskontiraju se uz WACC na sadašnju vrijednost i zbrajaju da bi se izračunala konačna vrijednost poduzeća. Pretpostavke koje utječu na DCF su njegova snaga i slabost u odnosu na tržišne metode vrednovanja. Upotreba obranjivih pretpostavki u vezi s financijskim projekcijama, WACC-om i terminalnom vrijednošću pomaže u zaštiti vrijednosti ciljanog poduzeća od tržišnih poremećaja koji se periodično pojavljuju. Osim toga, DCF pruža fleksibilnost za analizu procjene vrijednosti ciljanog poduzeća u različitim scenarijima mijenjanjem temeljnih inputa i ispitivanjem rezultiranog ishoda. S negativne strane, DCF ima svoje nedostatke - od kojih je najistaknutija ona utemeljena na pretpostavkama i financijskim projekcijama koje su sklone ljudskim pogreškama.

---

<sup>65</sup> Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) Mergers and Acquisitions from A to Z (second edition), AMACOM, New York, str. 139

<sup>66</sup> Miloš Sprčić, D. (2012) Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, str. 119-120.

## 2.4.2. Multiplikator usporedivih poduzeća

Usporedna analiza poduzeća jedna je od metoda koja se koristi za vrednovanje određenog poduzeća, segmenta, poslovanja ili imovine. Pruža tržišnu vrijednost javnog poduzeća prema kojoj analitičar može procijeniti vrijednost privatnog poduzeća. Pojam usporedive vrijednosti odnosi se na upotrebu podataka o performansama i cijenama javnih poduzeća kako bi se procijenila vrijednost sličnog poslovanja. Isto kao i kod DCF metode, metoda usporedivih poduzeća ima široku primjenu u preuzimanjima i spajanjima, inicijalnim javnim ponudama, restrukturiranjima i ostalim investicijskim odlukama.<sup>67</sup>

Metoda usporedivih poduzeća temelji se na pretpostavci da slične poduzeća daju vrlo relevantnu referentnu točku za vrednovanje određenog ciljanog poduzeća zbog činjenice da dijele ključne poslovne i financijske karakteristike, pokretače i rezultate.<sup>68</sup> Stoga analitičar može utvrditi parametre vrednovanja za ciljno poduzeće određivanjem njegovog relativnog položaja među sličnim (eng. *peer*) poduzećima. Ta se slična poduzeća međusobno uspoređuju s ciljanim poduzećem na temelju različitih financijskih statistika i omjera. Zatim se izračunava prosječni multiplikator trgovanja za sva poduzeće koji služe kao osnova za ekstrapoliranje raspona procjene vrijednosti za ciljano poduzeće. Ovaj raspon procjene izračunava se primjenom odabranih multiplikatora na odgovarajuće stavke financijskih izvještaja ciljanog poduzeća. Budući da se na tržištu navodi da se dionice kojima se trguje javno vrednuju „pošteno“ s obzirom na sve dostupne podatke, tada bi se svaka javna poduzeće slična ciljanom poduzeću vrednovala korištenjem sličnih mjernih podataka.<sup>69</sup> Opravdanje za ovu metodu leži u pretpostavci da potencijalni kupci neće platiti više za ciljano poduzeće nego što bi platili za sličnu tvrtku koja se trguje javno. Izazov ovog pristupa je u tome što je usporedba dobra samo u mjeri u kojoj su poduzeća odabrane za analizu doista usporedive s ciljanim poduzećem. Očito je da bi poduzeća trebale biti što sličnije ciljanom poduzeću, posebno u pogledu ponude proizvoda, veličine prihoda i stope rasta.

Usporedna analiza poduzeća dizajnirana je tako da odražava trenutnu procjenu vrijednosti temeljenu na prevladavajućim tržišnim uvjetima. Kao takva, u mnogim je slučajevima važnija

---

<sup>67</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 11

<sup>68</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 11

<sup>69</sup> Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) Mergers and Acquisitions from A to Z (second edition), AMACOM, New York, str. 135



od intrinzične analize procjene vrijednosti, poput analize diskontiranog novčanog toka. Istodobno, razine trgovanja na tržištu mogu biti podložne razdobljima iracionalnog raspoloženja investitora koji procjenjuju procjenu ili previsoko ili prenisko. Kao rezultat toga, trgovinski multiplikatori bi se trebali koristiti u kombinaciji s ostalim metodama vrednovanja. Postoje tri koraka pri izračunu trgovinskih multiplikatora:<sup>70</sup> (1) izbor sličnih poduzeća, (2) izračun trgovinskih multiplikatora, (3) primjena trgovinskih multiplikatora na ciljano poduzeće

#### **a) Izbor sličnih poduzeća s kojima će se uspoređivati ciljano poduzeće**

Prvi korak u procjeni vrijednosti poduzeća pomoću trgovinskih multiplikatora je odabir usporedivih poduzeća. Za prepoznavanje poduzeća sa sličnim poslovnim i financijskim karakteristikama, prvo je potrebno steći dobro razumijevanje ciljanog poduzeća. Usporediva poduzeće je ona koja se nalazi u istoj ili sličnoj industriji te sa sličnim novčanim tokovima, potencijalom rasta i rizikom.<sup>71</sup> Iako ovaj korak može biti prilično jednostavan i intuitivan za poduzeća u određenim sektorima, može se pokazati izazovnim za druge čiji *peer-ovi* nisu lako uočljivi.

#### **b) Izračun potrebnih financijskih pokazatelja**

Nakon što se utvrde početna usporediva poduzeća, analitičar locira financijske informacije potrebne za analizu odabranih usporedivih tvrtki i izračunavanje ključne financijske omjere i trgovačke multiplikatore. Primarni podaci za izračunavanje ovih mjernih podataka prikupljaju se iz različitih izvora, uključujući financijske izvještaje tvrtki, S&P, Bloomberg, različita istraživanja itd. U ovom koraku računaju se ukupna tržišna vrijednost poduzeća (eng. Enterprise value – EV) i vrijednost vlasničkog kapitala (eng. Equity value – EQ) kao i ključne stavke računa dobiti u gubitka kao što su EBITDA, EBIT, neto dobit itd. Nakon toga vrijednost ukupnog poduzeća (EV) se stavlja u omjer s određenom stavkom kao što su prihodi, EBITDA ili neto dobit kako bi se dobili multiplikatori. Isti proces je napravljen za sva usporediva poduzeća te se na kraju radi prosjek svih multiplikatora usporedivih poduzeća kako bi se dobio

---

<sup>70</sup> Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 574

<sup>71</sup> Damodaran Aswath (2014): *Applied Corporate Finance* (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley, str. 565

multiplikator koji će se uspoređivati s ciljanim poduzećem. Neki od najpoznatijih multiplikatora su:<sup>72</sup>

- Vrijednost poduzeća (EV) / prihodi od prodaje
- Vrijednost poduzeća (EV) / dobit prije kamata, poreza i amortizacije: (EV/EBITDA)
- Vrijednost poduzeća (EV) / dobit prije kamata i poreza: (EV/EBIT)
- Cijena dionice / neto dobit po dionici: (P/E)
- Cijena dionice / knjigovodstvena vrijednost vlasničkog kapitala: (P/B)

### c) Primjena trgovinskih multiplikatora na ciljano poduzeće

Trgovinski multiplikatori usporedivih poduzeća služe kao podloga za izračun konačne vrijednosti ciljanog poduzeća. Prosjek i medijan svih multiplikatora izabranih usporedivih poduzeća, kao naprimjer EV/EBITDA se množi s EBITA-om ciljanog poduzeća kako bi se dobila konačna vrijednost ciljanog poduzeća (EV). Isto tako se radi s prihodima, gdje se prosječni ili medijalni multiplikatore EV/prihodi od prodaje svih usporedivih poduzeća množi s prihodima od prodaje ciljanog poduzeća kako bi se došlo do konačne vrijednosti ciljanog poduzeća.<sup>73</sup>

Neki od razloga zašto su trgovinski multiplikatori usporedivih poduzeća široko prihvaćeni su:<sup>74</sup>

- 1) Upotreba trgovinskih multiplikatora zahtijeva manje vremena i resursa nego što zahtijeva vrednovanje putem diskontiranog novčanog toka. Procjena slobodnog novčanog toka zahtijeva znatno više informacija od relativne procjene. Za analitičare koji su suočeni s vremenskim ograničenjima i ograničenim pristupom informacijama, relativno vrednovanje nudi manje vremenski intenzivnu alternativu.
- 2) U mnogim slučajevima analitičari, posebno primjerice brokeri, koriste procjene kako bi prodali dionice investitorima i upraviteljima portfelja. Daleko je lakše prodati

---

<sup>72</sup> Damodaran A. (2006): Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (second edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 447

<sup>73</sup> Damodaran, A. (2010) The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses (second edition), Pearson Education, Inc., New Jersey, str. 90

<sup>74</sup> Damodaran A. (2006): Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance (second edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 449

vrijednost poduzeća putem relativnih procjena od diskontiranog vrednovanja novčanog toka. Analitičarima je puno teže objasniti DCF metodu klijentima od trgovinskih multiplikatora, pogotovo ako rade pod vremenskim ograničenjem – mnoge prodajne prezentacije obavljaju se putem telefona investitorima koji imaju samo nekoliko minuta vremena.

- 3) Često se analitičari pozivaju da brane svoje pretpostavke koje su napravili u metodi diskontiranih novčanih tokova pred nadređenima, kolegama i klijentima. DCF procjena vrijednosti, sa svim njenim različitim pretpostavkama, mnogo je teže braniti od relativnih procjena, gdje vrijednost koja se procjenjuje kroz multiplikatore dolazi od tržišnih informacija. S obzirom na to, može se reći da najveći dio odgovornosti u relativnom vrednovanju snose financijska tržišta.
- 4) Relativno vrednovanje mnogo je vjerojatnije da će odražavati trenutno stanje na tržištu, jer pokušava mjeriti relativnu, a ne intrinzičnu vrijednost. Dakle, na tržištu na kojem se vide cijene svih dionica, relativna procjena vjerojatno će donijeti veću vrijednost od DCF metode.

### **2.4.3. Multiplikator usporedivih transakcija**

Analiza usporedivih transakcija poput analize usporedivih poduzeća, koristi relativni pristup da bi se dobio podrazumijevani raspon procjene za određeno poduzeće. Baziran je na multiplikatorima po kojim su plaćene usporedive poduzeća u prethodnim M&A transakcijama. Usporedive transakcije imaju širok spektar primjena, ponajviše u M&A transakcijama ili restrukturiranju. Slično kao i kod trgovinskih multiplikatora, radi se o metodi kod koje se traže relativne vrijednosti tvrtki. Konkretno, zanima nas po kojim su se multiplikatorima prihoda, EBITDA-e i sl. izvršavale transakcije preuzimanja u industriji u kojoj posluje poduzeće predmet procjene vrijednost.<sup>75</sup>

Odabir odgovarajućih usporedivih akvizicija temelj je za obavljanje procjene vrijednosti putem usporedivih transakcija. Ovaj postupak uključuje sličan pristup kao u određivanju usporedivih tvrtki. Najbolje usporedive akvizicije obično uključuju poduzeća slične ciljanom poduzeću u pogledu industrije u kojoj se nalaze, geografskom području, visine prihoda, EBITDA-e itd.

---

<sup>75</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 71

Kao i kod izbora usporedivih poduzeća, često je izazovno dobiti relevantne akvizicije. Nije neuobičajeno da se razmatraju transakcije koje uključuju poduzeća u različitim, ali srodnim sektorima koji mogu dijeliti slična krajnja tržišta, kanale distribucije ili financijske rezultate. Kao opće pravilo, najnovije transakcije (one koje su se dogodile u prethodne dvije do tri godine) su najrelevantnije jer su se vjerojatno odvijale pod sličnim tržišnim uvjetima kao i trenutna transakcija koja je predmet procjene vrijednosti. U nekim slučajevima, međutim, starije transakcije mogu biti prikladne za procjenu jer su se dogodile tijekom slične točke u poslovnom ciklusu kao što je i ciljano poduzeću ili makroekonomskom okruženju.<sup>76</sup>

U normalnim tržišnim uvjetima, vrednovanje putem usporedivih transakcija ima tendenciju pružanja većih multiplikatora od usporedivih poduzeća iz dva glavna razloga.<sup>77</sup> Prvo, kupci uglavnom plaćaju kontrolnu premiju kada kupuju drugu tvrtku. U zamjenu za tu premiju, stjecatelj dobiva pravo kontrolirati odluke u vezi s ciljanim poduzećem i njegovim financijskim rezultatima. Drugo, strateški kupci često imaju priliku realizirati sinergije, što podržava mogućnost plaćanja viših cijena. Sinergija se odnosi na očekivanu uštedu troškova, mogućnosti rasta i druge financijske koristi koje nastaju kao rezultat kombinacije dvaju poduzeća.

---

<sup>76</sup> Precedent Transaction Analysis, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/precedent-transaction-analysis/> [5.5.2020.]

<sup>77</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 71

### 3. STVARANJE SINERGIJA

Kod poslovnih kombinacija u kojima se dva poduzeća spajaju, stječu ili preuzimaju radi postizanja određenih strateških i poslovnih ciljeva su transakcije od velikog značaja, ne samo za same poduzeća, već i za mnoge druge dionike, kao što su radnici, menadžeri, konkurenti, zajednice i gospodarstvo. Njihov uspjeh ili neuspjeh ima ogromne posljedice za dioničare i kreditore.

#### 3.1. Proces ostvarivanja sinergija

Riječ sinergija potječe od starogrčke riječi koja znači surađivati ili raditi zajedno. Odnosi se na vrstu reakcije koja nastaje kada se dvije tvari ili faktori kombiniraju kako bi postigli veći učinak zajedno od onog kad bi pojedinačno djelovali. Jednostavno rečeno, sinergija se odnosi na formulu  $2 + 2 = 5$ .<sup>78</sup>

Sinergija se odnosi na očekivanu uštedu troškova, mogućnosti rasta i druge financijske koristi koje nastaju kao rezultat spajanja dvaju poduzeća. Stoga je procjena sinergije najrelevantnija za transakcije u kojima strateški kupac kupuje ciljano poduzeće u povezanoj industriji. Sinergije predstavljaju opipljivu vrijednost za stjecatelja u obliku budućeg novčanog toka i zarade iznad i izvan onoga što se pojedinačnim ciljanim rezultatom može postići. Stoga, veličina i stupanj vjerojatnosti za realizaciju potencijalnih sinergija igraju važnu ulogu za stjecatelja u određivanju kupovne cijene za određeno ciljano poduzeće. Teoretski, veće sinergije znače višu potencijalnu cijenu koju stjecatelj bio spreman platiti. Analizirajući određenu transakciju, količina najavljenih sinergija pruža važnu perspektivu o kupoprodajnoj cijeni i multiplikatoru po kojim će se poduzeće kupiti.<sup>79</sup>

---

<sup>78</sup> Elson C., Reed Lajoux A. (2010) *The Art of M&A Due Diligence, Second Edition: Navigating Critical Steps and Uncovering Crucial Data*, McGraw Hill, New York, str. 27

<sup>79</sup> Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) *Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 91

Procjena sinergije trebala bi biti središnje mjesto *M&A* analize iz četiri razloga:<sup>80</sup>

- 1) Prvo, stvaranje vrijednosti trebalo bi biti temeljni cilj spajanja i stjecanja. Menadžeri kao agenti investitora trebali bi razmišljati poput investitora. Iako nema jamstva da će čak i najbolje dizajnirani ugovor na kraju stvoriti vrijednost, šanse su da će ugovor koji nema predvidljive sinergije pri zatvaranju dugoročno uništiti vrijednost nove poduzeća.
- 2) Drugo, procjena sinergije rješava izuzetno važan problem: predviđanje vjerojatne reakcije investitora na najavu transakcije. Ako se smatra da je kupac preplatio ciljano poduzeće, cijena dionica kupca pada najavom transakcije.

Cijena dionica kupca će:<sup>81</sup>

- a) Rasti ukoliko  $\rightarrow$  Cijena<sup>82</sup> < Cijena ciljanog poduzeća + Sinergije
  - b) Pasti ukoliko  $\rightarrow$  Cijena > Cijena ciljanog poduzeća + Sinergije
  - c) Ostati ista ukoliko  $\rightarrow$  Cijena = Cijena ciljanog poduzeća + Sinergije
- 3) Vrednovanje sinergija u transakciji može pomoći analitičaru da razvije strategiju za otkrivanjem tih sinergija investitorima i oblikovanjem njihovog razumijevanja istih. Ulagači će htjeti znati o mogućim izvorima sinergijske vrijednosti, njihovoj relativnoj sigurnosti u realizaciji, njihovom trajanju i njihovoj veličini. Neki menadžeri odlučuju otkriti samo najvjerojatnije sinergije, dok ostatak odlučuje ponuditi smjernice analitičarima i investitorima o manje vjerojatnim sinergijama.
  - 4) Konačno, vrednovanje sinergija trebalo bi biti temelj za izradu strategije za integraciju nakon spajanja. Menadžeri bi trebali prilagoditi planove integracije kako bi se bavili stvarima od najvećeg utjecaja u realizaciji sinergijske vrijednosti.

Očekivano postojanje sinergijskih koristi omogućuje poduzećima da pokriju troškove procesa preuzimanja te da si uz to još uvijek mogu priuštiti isplatu premije za dionice ciljanog poduzeća. Sinergije omogućuju da spojeno poduzeće ima pozitivnu neto vrijednost stjecanja (NVS).<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 325

<sup>81</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 326

<sup>82</sup> Cijena se odnosi na kupoprodajnu cijenu ciljanog poduzeća

<sup>83</sup> Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 136

$$NVS = VAB - [VA + VB] - P - T$$

VAB = vrijednost spojenih poduzeća A i B

VA = vrijednost poduzeća A

VB = vrijednost poduzeća B

P = premija plaćena za poduzeće B

T = troškovi procesa preuzimanja

Reorganiziranjem gore navedene jednadžbe dobijemo:

$$NVS = [VAB - (VA + VB)] - (P + T)$$

Termin u prvoj zagradi odnosi se na sinergijski učinak. Taj efekt mora biti veći od zbroja P+T kako bi opravdao inicijalno zamišljeno spajanje i omogućio nastavak procesa. Ako je termin u prvoj zagradi manji od zbroja P+T, stjecatelj će preplatiti ciljano poduzeće.

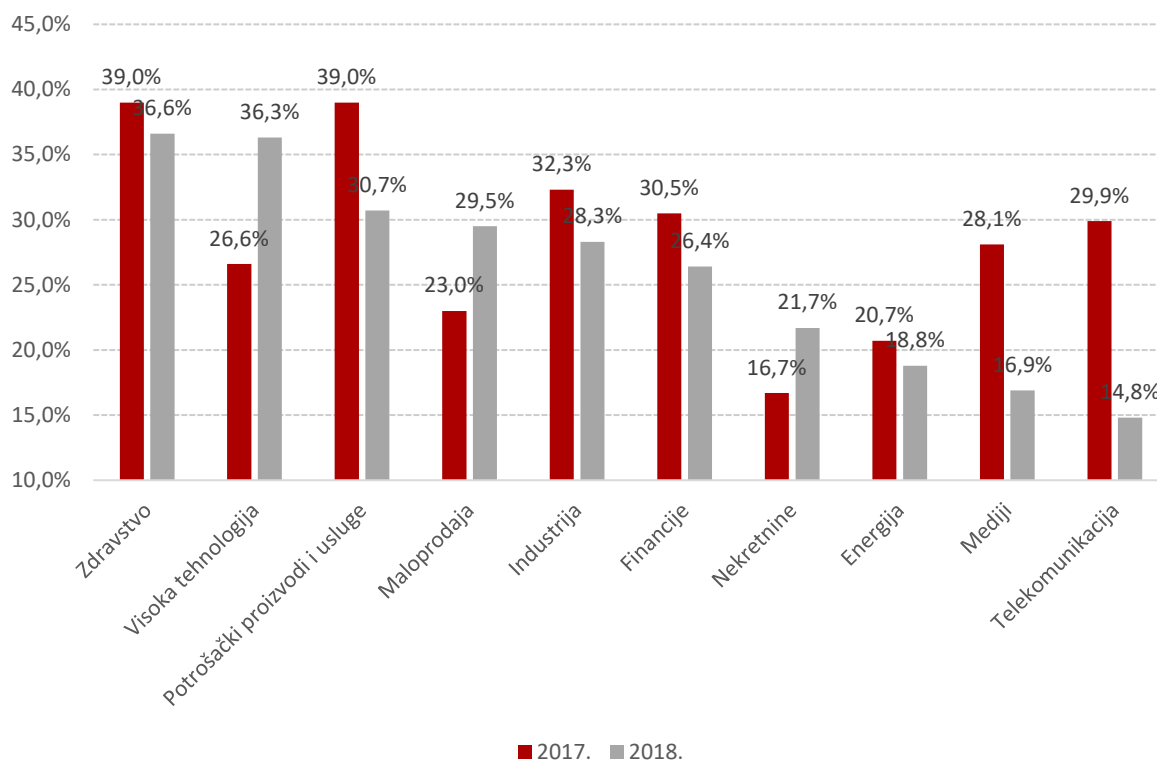
Akvizijska premija ima važne učinke na rezultate spajanja i stjecanja. Poduzeća su često spremna platiti značajnu cijenu koja znatno prelazi tržišnu vrijednost kako bi stekli dionice ciljane poduzeća u nadi da će realizirati sinergije koje mogu biti u spojenoj kompaniji. Akvizijska premija je cijena plaćena za ciljano poduzeće koja premašuje tržišnu vrijednost prije preuzimanja. U proteklih 20 godina prosječna plaćena premija kretala se u rasponu između 40 i 50%.<sup>84</sup> Iako je stvaranje sinergije navedeni motiv za plaćanje velikih premija, postoje dodatni razlozi zbog kojih poduzeća koje preuzimaju plaćaju značajne premije. Ti razlozi uključuju agencijske čimbenike, menadžerske "hirovitosti", prisutnost drugih konkurentskih ponuda, investicijske savjetnike, trendove konsolidacije u industriji i želju za stjecanjem tehnoloških firmi. U teoriji se poduzeća nadaju stvaranju sinergije kapitalizacijom komplementarne imovine u preuzetim firmama za<sup>85</sup>: proizvodnju vrijednih i jedinstvenih proizvoda ili usluga, stvaranjem ekonomije razmjera i opsega konsolidacijom imovine, kako bi se uklonile neučinkovitosti i viškovi u nabavnim lancima poduzeća kombiniranjem prodajnih snaga i proizvodnih pogona, dijeljenja zaštitnih znakova, marki ili distribucijskih kanala, za preusmjeravanje imovine u profitabilnije svrhe i postizanje tržišne snage kroz povećanu pregovaračku moć.

---

<sup>84</sup> Kengelbach J., Keinburg G., Gell J., Nielsen J. (2019): The 2019 M&A Report, BCG, str. 2

<sup>85</sup> Hitt M., King D., Krishnan H. (2012): Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities, The Handbook of Mergers and Acquisitions, Oxford University Press, Oxford, str. 7

**Graf 5 Akvizicijske premije u odnosu na četverotjedne cijene dionica u SAD-u po sektorima**



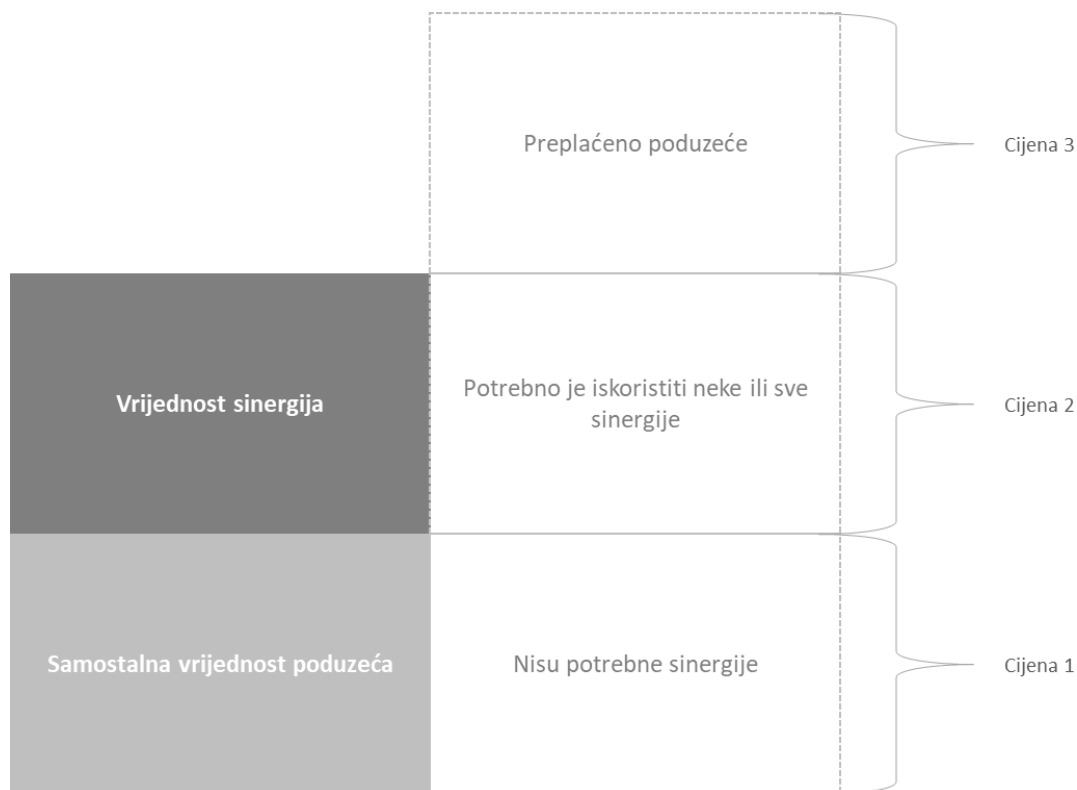
Izvor: Average merger and acquisition (M&A) premiums to four week stock price in the United States (US) in 2017 and 2018, by industry, Statista. Obrada autora

Ciljano poduzeće ima svoju intrinzičnu vrijednost koja se temelji na vrijednosti poduzeća kao samostalnog entiteta. Ta vrijednost proizlazi iz sadašnje vrijednosti očekivanih budućih novčanih tokova koje ciljano poduzeće može proizvesti na temelju neprekinutog poslovanja, kao što je prikazano u DCF metodi u poglavlju 2.4.1 ovog rada. Ako preuzimatelj plaća više od ove vrijednosti koja je na slici 4 prikazana kao samostalna vrijednost ciljanog poduzeća, odnosno cijena 1, vrijednost će vrlo vjerojatno biti uništena ukoliko ne dođe do ostvarivanja sinergija. Analizirajući sliku 4 vrijednost bez sinergija se može ostvariti samo u slučaju ako kupac plaća ciljano poduzeće u rasponu cijene 1, odnosno ispod njene samostalne vrijednosti. Kada cijena plaćena za ciljano poduzeće premašuje cijenu 1 te dođe u raspon cijene 2, moraju se ostvariti sinergije kako bi se stvorila vrijednost. U ovom slučaju, moraju se izvršiti promjene bilo u ciljanom poduzeću, stjecatelju ili obje poduzeća kako bi se novčani tokovi poboljšali. Kada cijena plaćena za ciljano poduzeće premaši cijenu 2 i dođe u raspon cijene 3, tada je



nemoguće ostvariti vrijednost. Ukoliko i postoje sinergije koje bi kupac mogao ostvariti s ciljanim poduzećem, integracija ih vrlo često ne može realizirati.

**Slika 4 Stvaranje vrijednosti kroz sinergije**



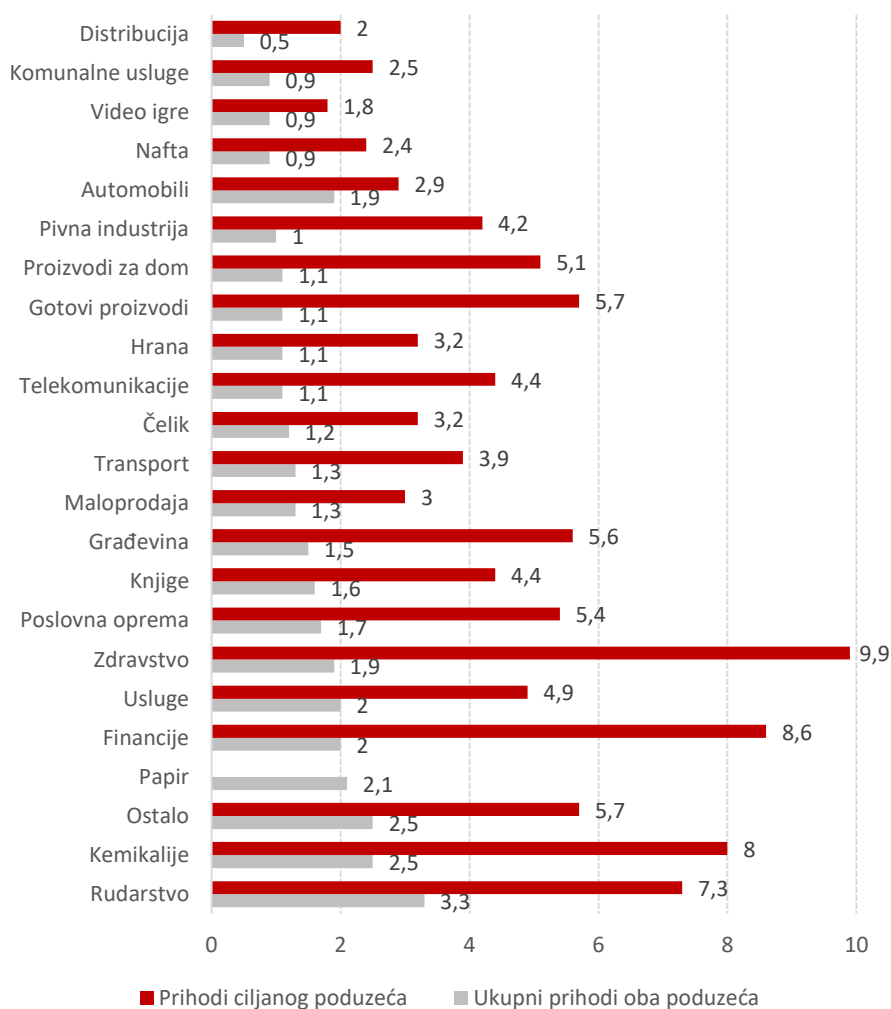
*Izvor: Schweiger D., Very P. (2003): Creating Value Through Merger and Acquisition Integration, Advances in Mergers and Acquisitions, Elsevier Science, str. 3*

Potencijalne sinergije mogu uključivati zatvaranje suvišnih postrojenja ili proizvodnih linija, ostvarivanje ekonomije razmjera u nabavi, centraliziranje administrativnih funkcija, smanjenje broja zaposlenih ili poticanje drugih oblika pojednostavljenja. Međutim, nema svaka akvizicija potencijala za ostvarivanje sinergija. Na primjer, u reguliranim industrijama kao što su transport, komunalije i telekomunikacije, ponekad je malo sinergija - iako one često djeluju kao dio prirodnih monopola koji, u teoriji, imaju veliki potencijal za sinergiju. Na poduzeća u takvim industrijama obično utječu i ograničavaju ih nacionalni regulatorne agencije koje im uglavnom zabranjuju da realiziraju sve raspoložive sinergije u korist krajnjeg potrošača, pa je neto vrijednost bilo koje sinergije objavljene u trenutku najave o spajanju relativno niska.<sup>86</sup>

<sup>86</sup> Kengelbach J., Utzerath D., Kaserer C., Schatt S. (2013): How Successful M&A Deals Split the Synergies, BCG, str 1.

S druge strane, industrije s visokom stalnom međunarodnom konsolidacijom mogu stvoriti značajne sinergije, u rasponu od 2 do 10 posto najnovije godišnje prodaje ciljne poduzeća (medijan od 4,8 posto), ili 1 do 3 posto kombinirane prodaje cilja i stjecatelja (medijan od 1,5 posto). Među industrijama koje imaju puno mogućnosti za ostvarivanje sinergije su rudarstvo i kemikalije, koji su posljednjih godina doživjeli val globalne konsolidacije, i zdravstvena zaštita, posebno farmaceutske poduzeća u ranom stadiju koji udruživanjem snaga mogu dramatično povećati vrijednost s velikim organizacijama koje su potrebne za prevladavanje velikih prepreka ulaska na međunarodno tržište.<sup>87</sup>

**Graf 6 Objavljene sinergije po industrijama u odnosu na prihod od prodaje ciljanog poduzeća te na prihod od prodaje spojenog poduzeća**



Izvor: Kengelbach J., Utzerath D., Kaserer C., Schatt S. (2013): *How Successful M&A Deals Split the Synergies*, BCG, str 2.

<sup>87</sup> Kengelbach J., Utzerath D., Kaserer C., Schatt S. (2013): *How Successful M&A Deals Split the Synergies*, BCG, str 2.

Dvije glavne vrste sinergija odnose se na poboljšanje prihoda i smanjenje troškova. Poboljšanje prihoda i povećanje učinkovitosti mogu rezultirati tijekom horizontalnog ili vertikalno spajanja.<sup>88</sup> Uobičajeno su prihodovne sinergije puno teže za ostvariti, iako se najčešće spominju tijekom pregovaranja. Financijske sinergije odnose se na mogućnost snižavanja troška kapitala kao posljedica spajanja dvaju poduzeća.

## 3.2. Operativne i financijske sinergije

Operativne sinergije pod kojima se podrazumijevaju prihodovne i troškovne uz financijske sinergije predstavljaju tri glavne kategorije sinergija koja poduzeća ostvaruju pri kupnji drugih ili spajanju s drugima.

### 3.2.1. Prihodovne sinergije

Sinergije za povećanje prihoda mogu doći iz sljedećih izvora:<sup>89</sup>

- Povećana tržišna (cjenovna) snaga
- *Cross-selling*
- Rastuća ili nova tržišta

Horizontalno spajanje dviju tvrtki koje prodaju na istom tržištu povećava tržišni udio tih tvrtki, dajući povećanu tržišnu snagu da diktira cijenu ili da se učinkovitije natječe pod ne-cjenovnim uvjetima. Rast prihoda može se postići snižavanjem cijena proizvoda koji su vrlo osjetljivi na cijene. S druge strane, ako spajanje rezultira povećanom koncentracijom, spajanje možda neće biti odobreno od regulatornih agencija.

Poduzeća mogu postići rast prihoda uvođenjem komplementata u igru. U kontekstu preuzimanja poduzeće može percipirati proizvode druge poduzeća kao komplementarne, ali komplementarnost proizvoda dviju tvrtki možda je nedovoljno iskorištena. Akvizicija može omogućiti poduzeću da iskoristi svoje kompetencije kako bi poboljšao i učinio vidljivijom latentnu komplementarnost.

---

<sup>88</sup> Karenfort S. (2011) Synergy in Mergers & Acquisitions, The role of business relatedness, Eul Verlag, Koln, str. 19

<sup>89</sup> Schweiger D., Very P. (2003): Creating Value Through Merger and Acquisition Integration, Advances in Mergers and Acquisitions, Elsevier Science, str. 4

Drugi potencijalni izvor povećanja prihoda od spajanja može biti kombinacija funkcionalnih snaga.<sup>90</sup> Možda jedna poduzeće ima jake istraživačko-razvojne ili proizvodne sposobnosti, dok druga ima sjajan marketing i distribuciju. Kanali distribucije koje je svaka poduzeće već uspostavila mogu se koristiti za prodaju proizvoda druge poduzeća, čime se povećava ukupna propusnost proizvoda obje poduzeća. Tako se distribucijski kapacitet svake poduzeća efikasnije koristi za povećanje prihoda. Svaki partner za spajanje mogao bi na stol donijeti važne sposobnosti - one koje nedostaju drugom.

### 3.2.2. Troškovne sinergije

Jedan od čestih argumenata ponuditelja za preuzimanje koji opravdava ponudu je očekivano stvaranje vrijednosti koja će proizaći iz uštede troškova koja proizlazi iz preuzimanja. Ušteda troškova nastaje kombiniranjem aktivnosti preuzimatelja i aktivnosti ciljanog poduzeća u brojnim funkcionalnim područjima, kao što su proizvodnja, marketing, prodaja i distribucija, istraživanje i razvoj te ostvaruju uštedu na učinkovitosti. Iste aktivnosti mogu se provoditi s nižim troškovima nego što bi to bilo koja poduzeće mogla sama ostvariti. Tako se smanjuje jedinični trošak proizvodnje i, s obzirom na nepromijenjenu jediničnu cijenu, povećava se dobit kombiniranog poduzeća, stvarajući vrijednost.<sup>91</sup>

Smanjenje troškova jedan je od jednostavnijih načina povećanja novčanih tokova. Povijesno je to bio najčešći oblik sinergije i često najlakši tip za ostvarivanje istih. Postoje dvije vrste sinergije troškova:<sup>92</sup> (1) fiksno smanjenje troškova; (2) varijabilno smanjenje troškova. Fiksno smanjenje troškova često je povezano s ekonomijom opsega, razmjera i produktivnosti. Također je povezano sa smanjenjem općih, administrativnih i prodajnih troškova konsolidacijom sjedišta i potporne funkcije, stjecanjem ekonomije razmjera poslovanja, optimizacijom prodajne snage i distribucije te smanjenjem transakcijskih troškova u lancu opskrbe. Varijabilno smanjenje troškova povezano je s povećanjem kupovne moći i produktivnosti. Oba oblika smanjenja troškova često dolaze s fizičkom konsolidacijom aktivnosti između tvrtki koje se spajaju. Sinergije koje se ovdje mogu steći uvelike ovise o

---

<sup>90</sup> Reed S., Lajoux A., Nesvold P., (2007): *The Art of M&A, A mergers and acquisitions buyout guide* (fourth edition), McGraw-Hill, New York, str. 659

<sup>91</sup> Kenton, W. (2020) *Cost Synergies*, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/c/costsynergy.asp> [5.5.2020.]

<sup>92</sup> Schweiger D., Very P. (2003): *Creating Value Through Merger and Acquisition Integration*, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Elsevier Science, str. 4

prirodi strukture troškova poslovnog modela koji koristi stjecatelj. Ovaj izvor sinergije vjerojatno će biti prisutan u gotovo svim M&A transakcijama.

Proizvodna poduzeća, posebno kapitalno intenzivna, obično rade s visokim troškovima po jedinici za nisku razinu proizvodnje. Razlog tome je što se fiksni troškovi njihovih proizvodnih pogona raspoređuju na relativno niskim razinama proizvodnje.<sup>93</sup> Kako raste razina proizvodnje, troškovi po jedinici opadaju. Neki drugi izvori tih dobitaka proizlaze iz povećane specijalizacije rada i upravljanja i učinkovitijeg korištenja kapitalne opreme, što na niskim razinama proizvodnje možda neće biti moguće. To se nastavlja i za određeni raspon proizvodnje, nakon čega troškovi po jedinici mogu rasti, budući da poduzeće doživljava ekonomiju razmjera. Usredotočujući se na ekonomiju razmjera, poduzeća bi također trebale biti svjesne diseconomije razmjera, koja proizlazi iz difuzije kontrole, složenosti nadzora, neučinkovitosti komunikacije i višestrukih slojeva upravljanja. Diseconomije mogu biti rezultat spajanja dvije vrlo različite organizacije.

Ekonomija učenja nastaje kada menadžeri i radnici s vremenom postaju iskusniji i učinkovitiji u korištenju raspoloživih resursa poduzeća i pomažu u smanjenju troškova proizvodnje. Povećavanje kumulativne proizvodnje povećava priliku menadžerima i radnicima da nauče učinkovitije načine proizvodnje svake jedinice proizvodnje.<sup>94</sup> Radnici uče ne samo iz vlastitog iskustva, već i od kolega. Međutim, postoji ograničenje učenja i njegov utjecaj na smanjenje troškova.

### **3.2.3. Financijske sinergije**

Financijske sinergije odnose se na mogućnost utjecaja na trošak kapitala kupca ili kombinirane poduzeća<sup>95</sup>. Ovisno o stupnju financijske sinergije u spojenim poduzećima, troškovi ukupnog kapitala mogu se smanjiti značajno. Spajanjem dviju firmi može se smanjiti volatilnost novčani tok ukoliko novčani tokovi nisu u korelaciji, odnosno u direktnoj vezi. Ako preuzimanje ili spajanje smanjuje rizik, tj. volatilnost novčanih tokova, kreditori ili drugi investitori mogu smatrati novu tvrtku manje rizičnijom od prethodne.

---

<sup>93</sup> Karenfort S. (2011) Synergy in Mergers & Acquisitions, The role of business relatedness, Eul Verlag, Koln, str. 20

<sup>94</sup> Karenfort S. (2011) Synergy in Mergers & Acquisitions, The role of business relatedness, Eul Verlag, Koln, str. 21

<sup>95</sup> Bruner F. Robert (2004) Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 328

Kao što je prethodno napomenuto, poduzeće može steći ekonomiju razmjera kroz akvizicije. Ekonomije razmjera obično su posljedica smanjenja troškova proizvodnje, postignutih radom na višim razinama kapaciteta ili smanjenom prodajnom snagom ili zajedničkim distribucijskim sustavom. Kao rezultat stjecanja, financijska ekonomija razmjera može biti moguća u obliku nižih flotacijskih i transakcijskih troškova.<sup>96</sup> Na financijskim tržištima, veće poduzeće ima određene prednosti koje mogu sniziti troškove kapitala. Uživa u boljem pristupu financijskim tržištima i ima tendenciju nižih troškova prikupljanja kapitala, zato što se smatra manje rizičnim od manjeg poduzeća. Stoga su troškovi zaduživanja izdavanjem obveznica ili putem kredita niži, jer je veća poduzeće u mogućnosti izdati obveznice s nižom kamatnom stopom od manjeg poduzeća. Dugi niz godina to je bila jedna od prednosti koje je GE prenosio mnogim svojim preuzetim poduzećima.<sup>97</sup> S obzirom na to, veće poduzeća mogu osigurati ciljanim poduzećima bolji pristup kapitalnom tržištu. To je poduprto istraživanjem koje pokazuje da diverzificirane poduzeća, koje su obično veće od nediverzificiranih tvrtki, imaju bolji kreditni *rating* i bolji pristup tržištima kapitala.

### **3.3. Ostale sinergije**

#### **3.3.1. Smanjenje imovine**

Spajanjem dviju tvrtki može rezultirati prodajom viška imovine kao što su prazne i neiskorištene nekretnine, *HQ* zgrade, neiskorišteni proizvodni kapaciteti, strojevi, oprema, višak zaliha i slično.<sup>98</sup> Smanjenje ovakve imovine predstavlja stvarne ekonomske koristi, međutim iste koristi od prodaje imovine su jednokratne naravi te spojeno poduzeće neće imati koristi od njih u budućnosti.

#### **3.3.2. Diverzifikacija**

Jedan od razloga zašto se menadžment može odlučiti za širenje jest želja za ulaskom u industrije koje su profitabilnije od trenutne industrije u kojoj se nalaze. Može se dogoditi da je industrija matične poduzeća dospjela u zreli stadij ili da konkurentski pritisci unutar te

---

<sup>96</sup> Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey, str. 143

<sup>97</sup> Brigham E., Houston J. (2016): *Fundamentals of Financial Management*, Brigham Houston, str. 727

<sup>98</sup> Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 328

industrije onemogućavaju podizanja cijena do razine u kojoj se može ostvarivati željeni profit.<sup>99</sup> Jedan problem s kojim se neke poduzeća mogu susresti kad pokušaju proširiti ulaskom u industrije koje nude bolje mogućnosti profita je nedostatak sigurnosti da će takve razine profita postojati i u budućnosti. Industrije koje su sada profitabilne možda neće biti tako profitabilne u budućnosti. Konkurentski pritisci služe za kretanje ka dugoročnom izjednačavanju stope prinosa među industrijama iako to ne znači da su stope prinosa u svim industrijama u bilo kojem trenutku jednake. Ekonomska teorija implicira da će dugoročno samo one industrije koje imaju visoke barijere ulaska imati natprosječne prinose. To podrazumijeva da motiv diverzifikacije za ulazak u profitabilnije industrije dugoročno neće biti uspješan. Poduzeće koja se širi možda neće moći ući u one industrije koje imaju trajno iznadprosječne prinose zbog barijera koje sprečavaju ulazak te će posljedično moći ući samo u industrije s niskim barijerama. Kada uđu u industriju s niskim barijerama, poduzeće koja se širi vjerojatno će biti prisiljen natjecati se protiv drugih sudionika koje su privukli privremeno iznadprosječni prinosi i niske barijera. Povećani broj konkurenata smanjit će prinose i prouzrokovati neuspjeh strategije diverzifikacije.<sup>100</sup>

### 3.3.3. Menadžment

Bez obzira na pitanje, glavni je cilj menadžmenta i uprave poduzeća postići rast. Međutim, menadžeri moraju biti sigurni da će taj rast donijeti prihvatljive prinose dioničarima. Prečesto je uprava možda sposobna nastaviti stvarati prihvatljive prinose zadržavajući tvrtku u istoj veličini, ali umjesto toga odlučuje se baviti agresivnim rastom. Odbori trebaju kritički ispitati očekivanu profitabilnost prihoda od rasta i utvrditi jeli rast vrijedan troškova.

Neka preuzimanja motivirana su uvjerenjem da menadžment poduzeća kupca koja je preuzela ciljano poduzeće može bolje upravljati njenim resursima.<sup>101</sup> Kupac može vjerovati da su njegove upravljačke vještine takve da bi vrijednost ciljanog poduzeća porasla značajno pod njegovom kontrolom. Argument poboljšanog upravljanja može imati posebnu valjanost u slučajevima kada velike poduzeća daju ponude za manje, rastuće poduzeća. Manje poduzeća, često predvođene poduzetnicima, mogu ponuditi jedinstveni proizvod ili uslugu koji su dobro plasirani na tržište te ostvaruju značajnu prodaju i olakšavaju brži rast. Rastuće poduzeće može

---

<sup>99</sup> Frensch, F. (2006) *The Social Side of Mergers and Acquisitions*, Gabler edition Wissenschaft, str. 47

<sup>100</sup> Salter, M., Weinhold, W. (1978) *Diversification via Acquisition: Creating Value*, Harvard Business Review. Dostupno na: <https://hbr.org/1978/07/diversification-via-acquisition-creating-value> [5.5.2020.]

<sup>101</sup> Hitt M., King D., Krishnan H. (2012): *Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities*, The Handbook of Mergers and Acquisitions, Oxford University Press, Oxford, str. 25

otkriti da treba nadgledati mnogo veću distribucijsku mrežu i možda će morati usvojiti vrlo drugačiju marketinšku filozofiju. Mnoge odluke koje veća poduzeća mora donijeti zahtijevaju drugačiji skup menadžerskih vještina od onih koji su rezultirali rastom manjeg poduzeća predvođenih poduzetnikom koji nerijetko nema dovoljno menadžerskih znanja. Manjak menadžerske stručnosti može predstavljati problem u rastućoj tvrtki i može ograničiti njezinu sposobnost da se natječe na širem tržištu. Takvi menadžerski resursi su imovina koju veća poduzeća može ponuditi cilju.

### 3.3.4. Istraživanje i razvoj

Istraživanje i razvoj od presudnog je značaja za budući rast mnogih poduzeća, posebno farmaceutskih. To je bio jedan od razloga konsolidacije koja se dogodila u farmaceutskoj industriji u petom valu spajanja u SAD-u. Na primjer, spajanje od 73 milijarde dolara između Glaxo Wellcome i SmithKline Beecham 1999. godine, koji je stvorio najveću kompaniju u toj industriji u to vrijeme, spojio je proračun za istraživanje i razvoj dviju poduzeća.<sup>102</sup> Procjenjuje se da godišnje iznosi 4 milijarde dolara, što je u to vrijeme bilo više nego dvostruko u odnosu na proračune za istraživanje i razvoj nekih njihovih većih rivala, kao što su Pfizer i Merck. Kao odgovor, druge su poduzeća počele tražiti vlastite mete za preuzimanje kako bi ostale konkurentne u farmaceutskom istraživanju i razvoju. Ovo objašnjava uspješnu akviziciju poduzeća Pfizer poduzeća Warner-Lambert iz 2000. godine. Ne samo da je ovaj posao Pfizeru pružio poboljšane istraživanje i razvoj, već je napunio i cjevovod za droge, uključujući dodavanje najveće prodane droge na svijetu - Lipitor.<sup>103</sup> Pfizer je također mogao kombinirati odjele za istraživanje i razvoj dviju poduzeća. Proces razvoja i istraživanja lijekova je spor, a često traje više od 10 godina. Također je prilično skupo, a droga blockbuster (lijek s godišnjom prodajom većom od milijardu dolara) koštala je čak milijardu dolara. Federalna uprava za lijekove odobrava relativno malo lijekova godišnje, što problematiku lijekova koji dolaze od patentne zaštite čini još. Proces otkrivanja lijekova s vremenom se razvijao, a uloga biotehnoških istraživanja bila je vrlo važna. Pfizer je 2009. godine kupio Wyeth koji je imao niz droga koje su plasirale na tržište. Pored toga, imao je obećavajući „biološki“ istraživački

---

<sup>102</sup> Abbott, A. (2000) Merger of Glaxo Wellcome and SmithKline Beecham creates pharmaceutical giant, Nature [online]. Dostupno na: <https://www.nature.com/articles/35002148> [10.07.2020.]

<sup>103</sup> McCullagh, M. (2000) Emerging from the Merger: Warner-Lambert and Pfizer, Pharmaceutical Online [online]. Dostupno na: <https://www.pharmaceuticalonline.com/doc/emerging-from-the-merger-warner-lambert-and-p-0001> [10.07.2020.]



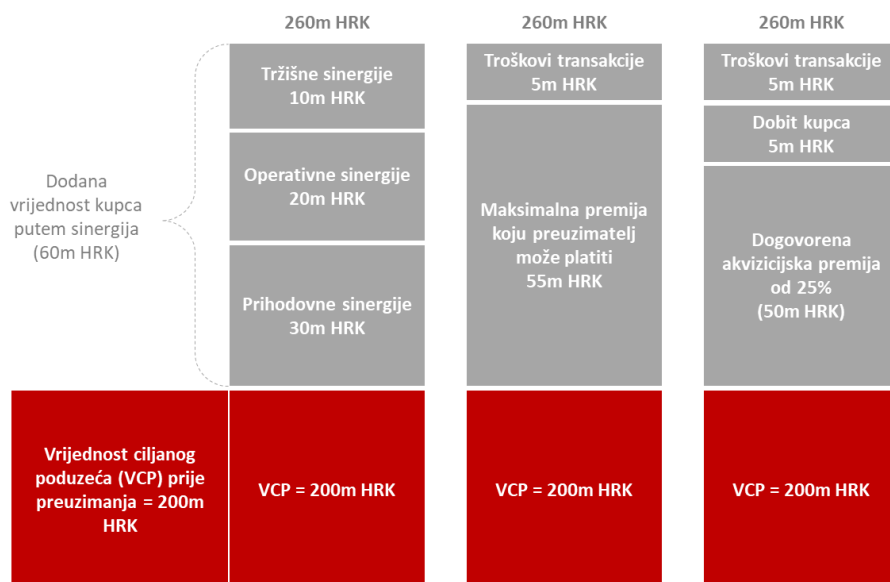
program koji je proučavao liječenje važnih bolesti, poput Alzheimerove bolesti, shizofrenije i bakterijskih infekcija otpornih na antibiotike.

### 3.3.5. Distribucija i porez

Poduzeća koje proizvode, ali nemaju izravan pristup potrošačima, trebaju razviti kanale kojima će osigurati da njihov proizvod na profitabilan način dosegne krajnjeg potrošača. Vertikalna spajanja proizvođača i distributera ili prodavača često stvaraju konkurenciju proizvođačima, jer se brinu zbog toga što će biti odsječeni od distribucijskih kanala. Zaključavanje pouzdanih distribucijskih kanala može biti presudno za uspjeh poduzeća.<sup>104</sup>

Akvizicije mogu otključati dvije vrste sinergija smanjenja poreza koje investitori ne bi uspjeli samostalno postići. Prvi je iskorištavanje povećanja zaštite amortizacijskih poreza koji proizlaze iz povećanja imovine temeljem transakcije. Drugi je de facto prijenos neto operativnih gubitaka s ciljanog poduzeća na kupca putem preuzimanja.<sup>105</sup> Prijenos operativnih gubitaka koji se primjenjuju protiv buduće zarade obično ima ograničen vijek trajanja. Kombinacijom s profitabilnom tvrtkom moguće je da se operativni gubitci ciljanog poduzeća u potpunosti iskoriste ili koriste brže nego samostalno.

Slika 5 Primjer izvora sinergija



Izvor: Izrada autora

<sup>104</sup> Synergistic, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/synergistic/> [5.5.2020.]

<sup>105</sup> Bruner F. Robert (2004) Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 328

## 4. PRIMJERI IZ PRAKSE

Sljedeći primjeri pokazuju na koji se način sinergije ostvaruju u praksi. Prikazani su primjeri poduzeća Johnson & Johnson, Mittal Steel, LVMH i jedno od najzanimljivijih preuzimanja poduzeća putem financijske poluge RJR Nabisco.

### 4.1. Stvaranje operativnih sinergija kroz akvizicije na primjeru Johnson & Johnson i Mittal Steel

Kao što je već napomenuto u prethodnom tekstu, jedan od glavnih razloga zbog kojeg poduzeća ulaze u akvizicije je ostvarivanje rasta i zauzimanje tržišnog udjela kroz preuzimanje sličnih poduzeća ili čak konkurenata koji imaju izvrstan proizvod.

#### 4.1.1. Strategija rasta kroz akvizicije poduzeća Johnson & Johnson

Johnson & Johnson je američka multinacionalna korporacija osnovana 1886. godine koja razvija medicinske uređaje, farmaceutske proizvode i proizvode široke potrošnje. Tijekom razdoblja 1995.-2016. poduzeće je ostvarilo preko 70 značajnih akvizicija kao dio svog rasta kroz strategiju stjecanja. Poduzeće je skup višestrukih akvizicija koje su dovele do korporativne strukture koja uključuje više od 250 podružnica.

Tablica 6 Povijest akvizicija izabranih transakcija u periodu 1994. – 2017.

Preuzeta poduzeće	Primarna djelatnost	Godina	Vrijednost transakcije (\$ mlrd.)
Actelion	Rijetke bolesti	2017	30,0
Synthes	Uređaji za traumu	2011	21,3
Pfizer Healthcare	Consumer Potrošački proizvodi	2006	16,6
Alza	Lijekovi	2001	12,3
Centocor	Imunološke bolesti	1999	6,3
Abbott Medical Optics	Zdravlje očiju	2016	4,3
Depuy	Ortopedski proizvodi	1998	3,6
Vouge Intl.	Osobna njega	2016	3,3
Scios	Kardiovaskularne bolesti	2003	2,4
Crucell	Biotehnologija	2011	2,3
Cordis	Vaskularne bolesti	1996	1,8
Alios BioPharma	Virusna terapija	2014	1,8
Inverness Med. Tech.	Diabetes	2001	1,4
Mentor Corporation	Medicinski proizvodi	2008	1,1
Aragon Pharmaceuticals	Rak prostate	2013	1,0

Cougar Biotechnology	Lijekovi protiv raka	2009	1,0
Neutrogena	Njega kože i kose	1994	0,9
Acclarent	Medicinski proizvodi	2009	0,8
Micrus	Proizvodi za srčani udar	2010	0,5

Izvor: Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (seventh edition)*, John Wiley & Sons, New Jersey, str. 128

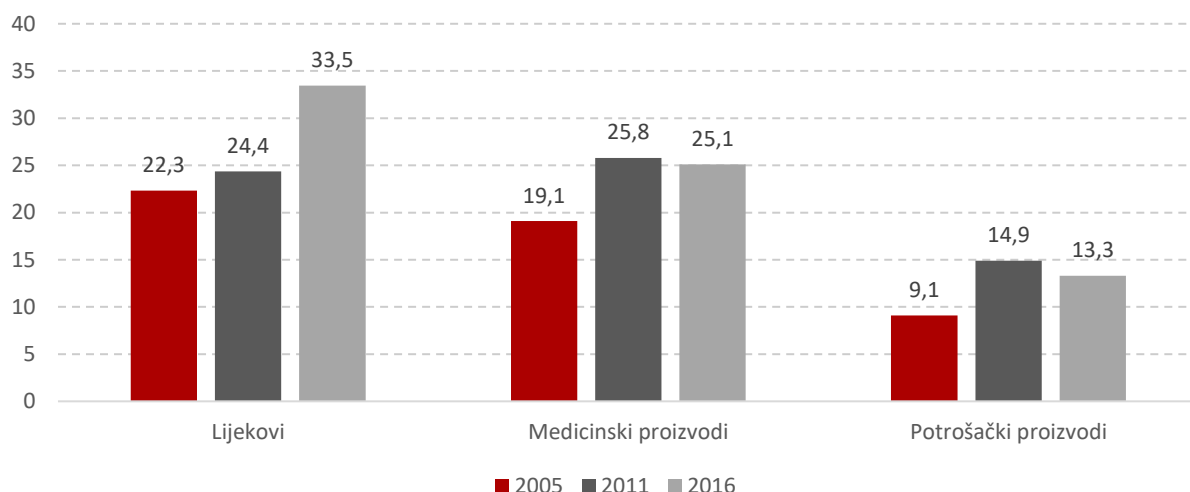
Ova je strategija slična je onoj koju slijede poduzeća u drugim brzorastućim industrijama, poput industrije računalnog softvera. Umjesto da se organskim rastom trudi biti na čelu svakog segmenta poslovanja, Johnson & Johnson, poduzeće koja je u 2016. ostvarila 72 milijarde dolara prihoda, nastojala je kupovati one poduzeća koje su razvile uspješne proizvode. Pri tome nastojalo se ne gubiti vrijeme s neuspješnim pokušajima unutarnjeg razvoja i pratile su se samo oni proizvodi i poduzeća koji su pokazali uspjeh. Na primjer, 1996. godine preuzela je Cordis u poslu s vaskularnim bolestima za 1,8 milijardi dolara.<sup>106</sup> Kada se Cordis nije uspio pozicionirati na prvo mjesto u ovom tržišnom segmentu, Johnson & Johnson ponovno se upustio u M&A sa svojih 25,4 milijarde dolara (početna) ponude za lidera na tržištu Guidant. Ova kupovina bila bi najveća transakcija tada u Johnson & Johnsonovoj dugoj povijesti M&A. Međutim, spustila je svoju ponudu kada su Guidantove parnične obveze postale poznate.<sup>107</sup> 2006. godine, nakon propasti sporazuma s Guidantom, Johnson & Johnson kupio je Pfizerov odjel za potrošačke proizvode za 16 milijardi USD.<sup>108</sup> Akvizicija Pfizerovih proizvoda za potrošačke proizvode proširila je J & J-ovo prisustvo u segmentu proizvoda široke potrošnje. Prihodi od potrošača J & J-a porasli su s 9 milijardi USD prije akvizicije na 15,8 milijardi USD do 2009.

<sup>106</sup> Johnson & Johnson Announces Binding Offer from Cardinal Health to Acquire Cordis (online). Dostupno na: <https://www.jnj.com/media-center/press-releases/johnson-johnson-announces-binding-offer-from-cardinal-health-to-acquire-cordis> [14.05.2020.]

<sup>107</sup> Johnson & Johnson And Guidant Corporation Announce Revised Acquisition Agreement With Net Value Of \$19 Billion (online). Dostupno na: <https://www.biospace.com/article/releases/johnson-and-johnson-and-guidant-corporation-announce-revised-acquisition-agreement-with-net-value-of-19-billion/> [14.05.2020.]

<sup>108</sup> Johnson & Johnson Completes Acquisition Of Pfizer Consumer Healthcare (online). Dostupno na: <https://www.biospace.com/article/releases/johnson-and-johnson-completes-acquisition-of-b-pfizer-consumer-healthcare-b/> [14.05.2020]

**Graf 7 Rast prihoda od prodaje J&J po segmentima**



Izvor: Johnson & Johnson godišnji financijski izvještaj. Obrada autora.

#### **4.1.2. Stvaranje troškovnih sinergija poduzeća Mittal Steel**

Kad je Mittal Steel 2006. godine pokrenuo neprijateljsku ponudu za preuzimanje suparničkog proizvođača čelika Arcelor<sup>109</sup>, izgledi da će Mittal uspjeti u početku su bili slabi. Arcelor je odbio ponudu, tvrdeći da postoji mala strateška i sinergijska vrijednost u kombiniranju dviju poduzeća i da su Mittalove dionice, precijenjene i podložne su mogućem padu. Europske vlade, zabrinute zbog mogućnosti preuzimanja vodeće industrijske poduzeća, uskočile su u Arcelorinu obranu.

Unatoč takvim prigovorima, Mittal je imao snažno obrazloženje zašto bi se transakcija trebala dogoditi. Industrija čelika, opterećena prekomjernim kapacitetom i fragmentacijom, bila je usred vala konsolidacije. Kupovinom Arcelor-a, Mittal bi učvrstio svoju poziciju vodećeg svjetskog proizvođača čelika, istovremeno ostvarujući uštedu troškova od 1,6 milijardi dolara u dvije godine. Taj je iznos bio jednak 1,9 posto prihoda od prodaje poduzeća Arcelor, što je relativno mali postotak uzimajući u obzir da su preuzimanja prerađivačke industrije u cjelini ostvarila uštedu jednaku 4,3 posto od prihoda od prodaje ciljanog poduzeća. Uštede su nastale od konsolidacije marketinških i trgovinskih operacija (530 milijuna USD), nabave (570

<sup>109</sup> Gow, D., Milner, M. (2006) Mittal makes £13bn 'hostile' bid for Arcelor, The Guardian [online]. Dostupno na: <https://www.theguardian.com/business/2006/jan/28/frontpagenews>

milijuna dolara), optimizacije proizvodnje i procesa (400 milijuna dolara) te uštede na troškovima prodaje, općih i administrativnih troškova (100 milijuna dolara).<sup>110</sup>

Mittalova najava neprijateljske ponude, koja je uključivala objavljivanje 1,6 milijardi dolara sinergija, okrenula je situaciju u Mittalovu korist. U sedam trgovinskih dana od objave, financijska tržišta su ocijenili vjerodostojnost ponude dodajući 15 posto Mittalovoj cijeni dionica. Vrijednost poduzeća Arcelor u međuvremenu je porasla 29 posto. Na kraju, dioničari poduzeća Arcelor zatražili su 40 posto od ukupne procijenjene vrijednosti sinergija (u usporedbi s 44 posto za srednji cilj proizvodnje i industrije) u obliku premije.

Dioničari Mittala, su postigli izvrstan dogovor, jer su njihove dionice u 12 mjeseci nakon objave sporazuma objavile 6,6 posto ukupnog prinosa dioničara. ArcelorMittal ne samo da je ostvario predviđene uštede, već je ostvario i dodatnu sinergiju prihoda kroz unakrsnu prodaju i ubrzavši prodaju u regijama u razvoju. Drugim riječima, ArcelorMittal je ispunio svoje obećanje dioničarima u ostvarenju sinergija te je u skladu s tim nagrađen putem rasta cijene dionica.

## **4.2. Rast kroz akvizicije i diverzifikaciju na primjeru LVMH**

LVMH (" Moët Hennessy – Louis Vuitton" ) , grupa koji stoji iza Louis Vuitton-a, Moët-a i Hennessy-a, na čelu s izvršnim direktorom (CEO), Bernardom Arnaultom, je jedan od najvećih konglomerata u luksuznim proizvodima s ukupnim приходima na razini grupe od 59 milijardi dolara u 2019. godini. Poduzeće sa sjedištem u Parizu primarno se fokusirala na preuzimanje širokog raspon tvrtki koje su plasirale luksuzne proizvode ili usluge "gornjim" kupcima. To ju je dovelo do stjecanja velikih brendova kao što su Chaumet, Dom Perignon (dio Moët-a), Fendi, Givenchy, Donna Karan, Loewe, Sephora, TAG Heuer, majice Thomas Pink i šampanjac Veuve Clicquot. Poduzeće je postala klirinška kuća luksuznih proizvoda, ali kombinacija različitih stečenih tvrtki osigurala je jako malo sinergija.

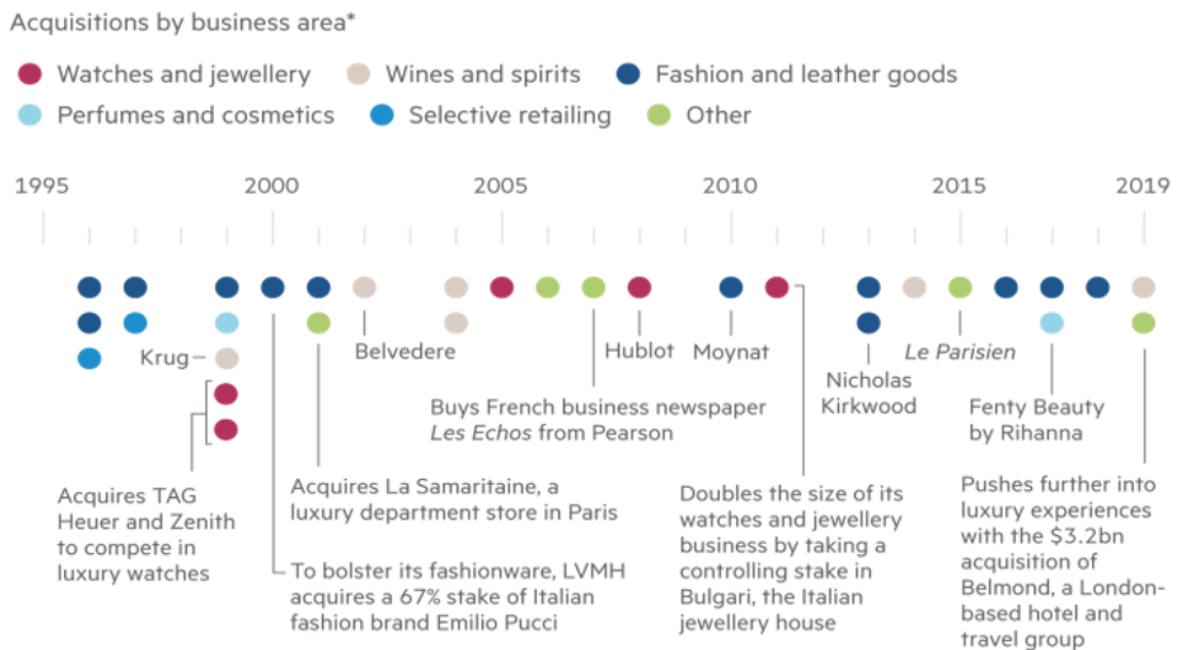
LVMH je slijedio i organski rast i rast strategijom preuzimanja. LVMH je većinu svojih nastojanja usmjerio na marke u luksuznom segmentu, međutim, ove marke obuhvaćaju više različitih segmenata proizvoda. Grupacija luksuzne robe LVMH bila je organizirana u pet različitih odjeljenja: selektivna trgovina na malo, modna i kožna roba, parfemi i kozmetika, vina i alkoholna pića te satovi i nakit. LVMH je svojim izborom za akvizicije nastojao kupiti i

---

<sup>110</sup> Kengelbach J., Utzerath D., Kaserer C., Schatt S. (2013): How Successful M&A Deals Split the Synergies, BCG, str 2.

obnoviti francuske brendove, transformirati ih u zvjezdane marke koje će naglasiti francusku baštinu te podržavati inovacije i kvalitetu. Da bi postigao svoje ciljeve organskog rasta, LVMH se fokusirao na pokretanje novih proizvoda, širenje svoje maloprodajne mreže i ulaganje u marketing.

**Slika 6 Povijest preuzimanja LVMH grupacije**



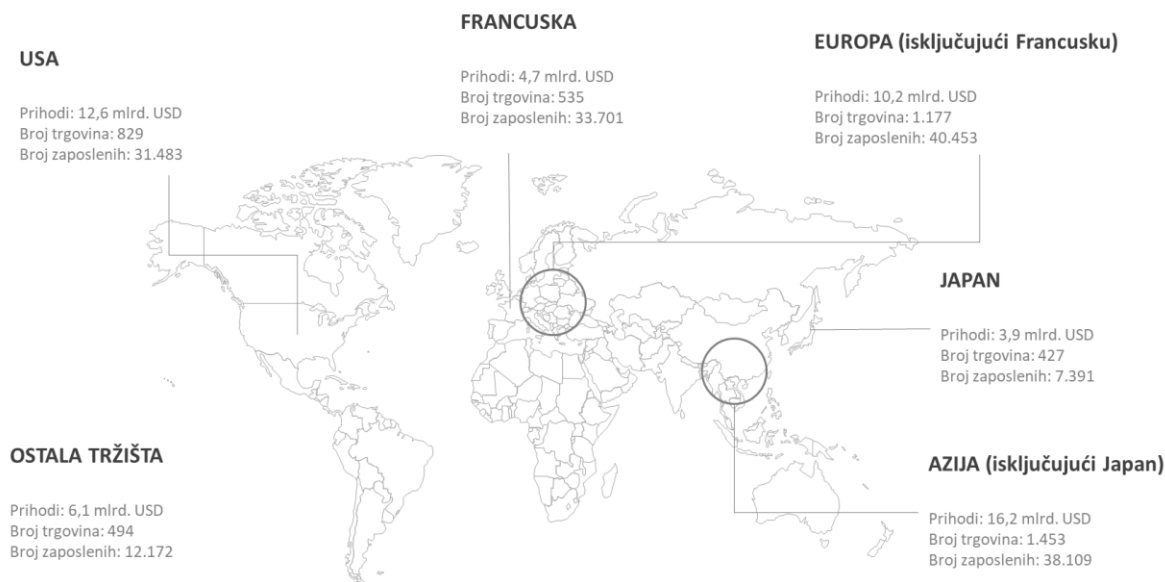
Izvor: *How one franc turned LVMH into the world's largest luxury group*, Financial times (online). Dostupno na: <https://www.ft.com/content/c79eccfc-fca1-11e9-a354-36acbbb0d9b6> [14.5.2020]

Mnoga preuzeta poduzeća, poput Fendi i Donne Karan, kao glavni međunarodni brendovi donijeli su malo zarade. U studenom 1999. godine, LVMH se proširio na sektore koji nisu bili povezani s luksuzom, kupivši aukcijsku kuću za umjetnine Phillips de Pury & Luxembourg za 115 milijuna dolara<sup>111</sup>. Međutim, čineći to, Arnault je prekršio nekoliko pravila uspjeha spajanja. Prvo, kupio je tvrtku koja nije bila tržišni lider, te se nalazila nekoliko mjesta iza prvog igrača Sotheby's and Christie's. Drugo, ušao je u biznis koji nije direktno bio povezan s nekim od grupa poduzeća koje je posjedovao te nije bilo moguće iskorištavanje sinergija. Također, poduzeće je trebala veliku novčanu infuziju s malom vjerojatnošću da će se potaknuti novi rast. Kao i kod mnogih drugih propalih transakcija, direktor Arnault-a prošao je bez

<sup>111</sup> Melikian, S. (2002) LVMH gives up major stake in auction house, New York Times [online]. Dostupno na: <https://www.nytimes.com/2002/02/20/news/lvmh-gives-up-major-stake-in-auction-house.html> [14.5.2020.]

nadzora svojih direktora, a dioničari su platili cijenu kroz pad cijene dionica. LVMH je na kraju priznao ovaj neuspjeh i s gubitkom prodao kompaniju za aukciju umjetnina.

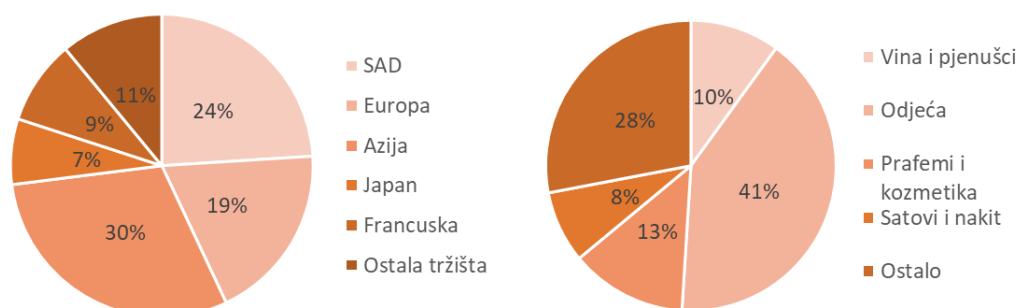
**Slika 7 Geografska prisutnost LVMH grupacije**



*Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima LVMH grupacije za 2019. Dostupno na: [https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/04/lvmh\\_rapport-annuel\\_gb\\_2019.pdf](https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/04/lvmh_rapport-annuel_gb_2019.pdf)*

Unatoč neuspješnom primjeru akvizicije kojih je bilo dosta, cjelokupan uspjeh LVMH-a mogao bi se pripisati načinu na koji je upravljao neovisnošću i kreativnošću branda. Bernard Arnault dao je svojim dizajnerima slobodu dizajniranja i upravljanja. Međutim, ovaj skupi kreativni proces uravnotežen je snažnim mjerama kontrole troškova u drugim područjima, kao što su proizvodnja, marketing, iznajmljivanje maloprodajnog prostora, logistika, nabava i kontrola zaliha i druge pozadinske operacije. Drugi ključni faktor uspjeha LVMH bilo je njegovo strogo pridržavanje proizvoda visoke kvalitete. LVMH je bio u mogućnosti staviti toliko stroge kontrole kvalitete jer proizvodi s obzirom da su sami proizvodili većinu svojih proizvoda, s određenim ograničenim outsourcingom. Ovaj snažni nadzor nad brandom također se vidi u strogoj kontroli nad njenom distribucijskom mrežom. U stvari, Louis Vuitton jedna je od rijetkih tvrtki za luksuznu robu koja posjeduje i upravlja 100 posto svojim maloprodajnim trgovinama.

**Graf 8 Prihodi po regijama i vrsti proizvoda 2019.**



Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima LVMH grupacije za 2019. Dostupno na: [https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/04/lvmh\\_rapport-annuel\\_gb\\_2019.pdf](https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/04/lvmh_rapport-annuel_gb_2019.pdf)

### **4.3. Preuzimanje putem financijske poluge na primjeru RJR Nabisco**

Do 2006. godine otkup RJR-a Nabisco bio je najveći LBO svih vremena i prikazivan je u igranom filmu - Barbari na vratima - koji se, pak, temeljio na najprodavanijoj knjizi istog imena. Poduzeće je bila proizvod spajanja duhanske poduzeća RJ Reynolds i prehrambene poduzeća Nabisco.

Nekoliko je financijskih karakteristika zbog kojih je RJR Nabisco bio atraktivan kandidat za LBO. Njegovi novčani tokovi, posebno oni iz duhanskog poslovanja, bili su stabilni i predvidljivi. Novčani tokovi iz oba poduzeća nisu se značajno razlikovali u usponima i padovima poslovnih ciklusa gospodarstva. Osim toga, niti jedno poduzeće nije zahtijevalo velike kapitalne izdatke, omogućavajući tako da se novčani tokovi usmjere na trošak kamata. RJR je također imao još jednu karakteristiku koja ga je učinila privlačnim LBO trgovcima - imao je nisku razinu duga.

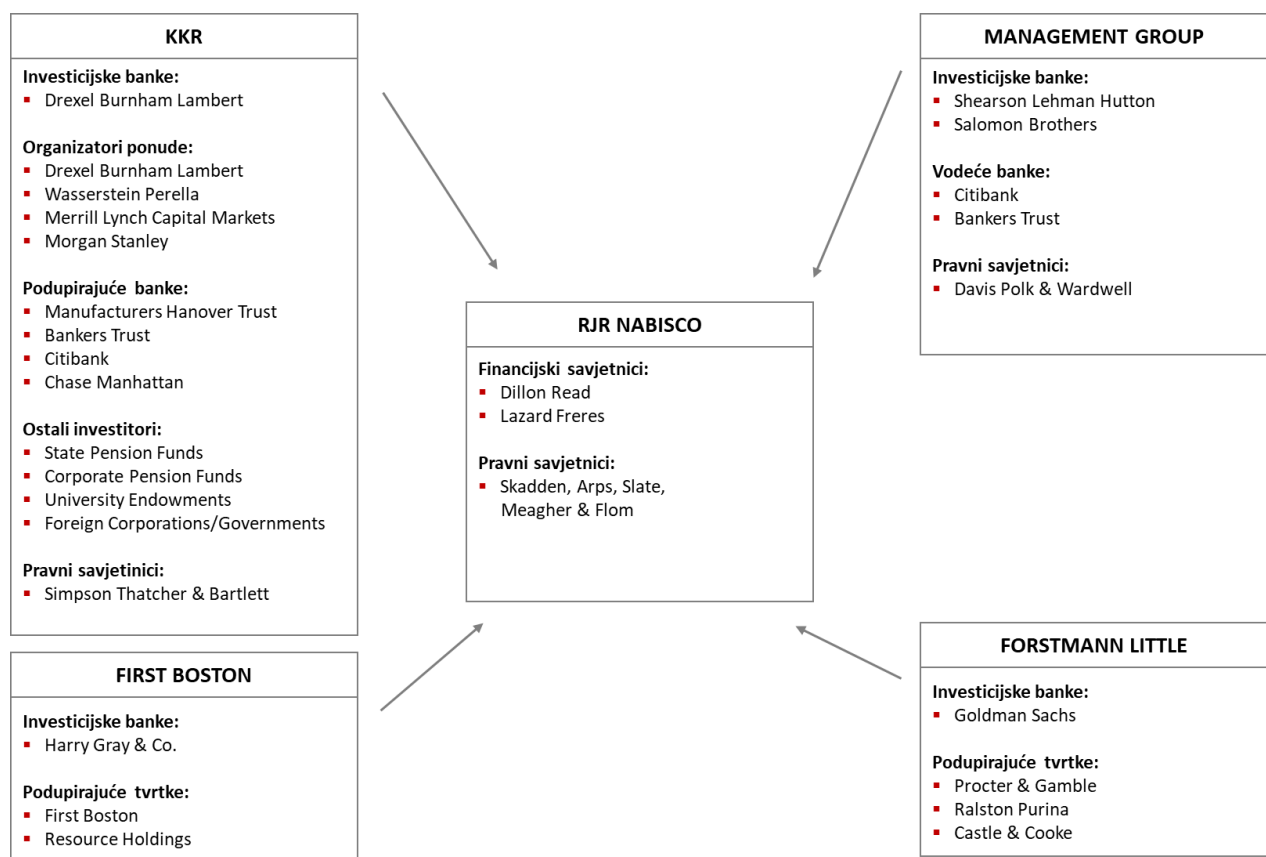
RJR Nabisco nije bio uspješan prije preuzimanja. Njegov prinos na imovinu (ROA) opadao je te je njegova sposobnost obrtaja zaliha također bila u opadanju. Međutim, njegova duhanska i prehrambena poduzeća istaknula su se kao izuzetno poznate robne marke. Linija proizvoda za proizvodnju duhana obuhvaćala je marke Camel i Winston.

Početna ponuda za tvrtku stigla je od menadžerske grupe koju je vodio izvršni direktor Ross Johnson. Nakon niza rundi podnošenja ponuda, upravni odbor odabrao je Kohlberg Kravis &



Roberts-u (KKR) ponudu. Jedan neobičan aspekt procesa odlučivanja odbora je taj da je uzeo u obzir razne čimbenike koji nisu samo apsolutna cijena. Ti su čimbenici uključivali obećanje da će poduzeće ostati netaknuta i da će i dalje imati određeni dio dionica u javnom vlasništvu. Ponuda Johnson grupe obuhvaćala je planove rasprodaje imovine i iskorištenja sredstava za plaćanje duga. KKR je pobijedio na natječaju za nadmetanje, ali kupnja se nije pokazala financijskim uspjehom. Slučaj je na neki način primjer prokletstva pobjednika, jer prinosi KKR-a nisu bili impresivni.

**Slika 8 Poduzeća koje su se nadmetale u procesu preuzimanja RJR Nabisco**



*Izvor: Michel A., Shaked I. (1991) RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, Financial Analysts Journal, str. 23*

## 5. ZAKLJUČAK

Svrha većine *M&A* transakcija je postizanje sinergije i stvaranje nove vrijednosti za novo stvorenu tvrtku. Iako su glavne potencijalne sinergije prepoznate prije izvršenja transakcije, to ne garantira da će se iste sinergije na kraju realizirati. Stvaranje vrijednosti putem *M&A* transakcija zahtijeva disciplinu u procjeni, vrednovanju i izvršavanju sinergija. Gledajući povijest spajanja i stjecanja i industrije u kojim su se događale, zaključuje se da u većini slučajeva ne dolazi do stvaranja sinergija. Razlog tome prvenstveno leži u precijenjenosti sinergija koje menadžment kupca očekuje da će se ostvariti, previsokoj razini premije koja se plaća iznad tržišne cijene, nekvalitetno odrađenom dubinskom snimanju te neuspješnoj integraciji ciljane poduzeća nakon potpisanog sporazuma.

Istraživanje provedeno od strane poduzeća Bain & Company utvrdilo je da u prosjeku 70% tvrtki precjenjuje moguće sinergija kako bi dobili povoljnije uvjete financiranja od strane banaka.<sup>112</sup> Menadžeri su skloni precijeniti sinergije u svrhu prikazivanja ciljanog poduzeća kao što atraktivnije mete kako bi osigurali što veću vjerojatnost ostvarenja transakcije. Također, velika većina računa da će se sinergije ostvariti u kratkom roku nakon potpisivanja transakcije, no međutim nerijetko je potrebno dosta vremena kako bi se integracija uspješno odradila. S obzirom na to, menadžeri bi trebali biti fokusirani na prikazivanje što realnije slike mogućih sinergija te također računati na pojavu takozvanih negativnih sinergija koje bi se mogle ostvariti, a odnose se na gubitak kupaca kao posljedica stvaranja nove poduzeća, gubitka fokusa menadžmenta zbog procesa integracije, loša koordinacija i slično.

Vrijednost ciljanog poduzeća za kupca predstavlja sadašnja vrijednost budućeg slobodnog novčanog toka ciljanog poduzeća plus vrijednost sinergija koje kupac može ostvariti. Ali ako kupac plati prodavaču punu vrijednost tih sinergija (u obliku premije za preuzimanje), tada transakcija nema prostora za stvaranje vrijednosti. S obzirom na to, kupac traži cijenu negdje između samostalne sadašnje vrijednosti budućih slobodnih novčanih tokova ciljanog poduzeća i pune vrijednosti sinergija plus samostalne vrijednosti ciljanog poduzeća.

Većina stjecatelja nastoji stvoriti vrijednost kroz troškovne sinergije, međutim, postoji puno više od samog procjenjivanja sinergija i razvijanja strategija kako će se te sinergije postići. Kupci ne mogu očekivati da će sami iskoristiti 100% procijenjenih sinergija; prodavači će

---

<sup>112</sup> Miles L., Brochert A., Ramanathan A. (2014): Why Some Merging Companies Become Synergy Overachievers, Bain & Company [online]. Dostupno na: <https://www.bain.com/insights/why-some-merging-companies-become-synergy-overachievers/> [16.05.2020.]

predvidjeti sinergiju kupaca i zahtijevati premiju zauzvrat, pretpostavljajući da njihovo poduzeće vrijedi više u rukama preuzimatelja nego u njihovim vlastitim što će uzrokovati prebacivanja dijela vrijednosti na prodavatelja.

Općenito, većina istraživanja otkriva negativan odnos između akvizicijske premije i uspješnosti transakcije. Iako najava skupocjene akvizicije obično koristi dioničarima ciljane poduzeća, dioničari poduzeća kupca obično gube vrijednost zbog stjecanja. Taj se gubitak često dugoročno održava, što je dokazano iz prinosa na ulaganje, a temelji se na računovodstvenim mjerama uspješnosti poput prinosa na prihod od prodaje nakon preuzimanja (eng. *return on sales after acquisition*) ili prinosa na kapital (ROE)<sup>113</sup>. Jedan od glavnih razloga ovog negativnog odnosa može se izravno pripisati veličini premije koja stavlja ogroman teret na kupca, ne samo da nadoknadi troškove stjecanja, već i da ostvari sinergije iz spojene organizacije. Oko 50-85% tvrtki ne uspije ostvariti potrebne rezultate.

Naposljetku potpisana transakcija je samo komad papira. Krucijalnu ulogu u uspjehu preuzimanja ima proces integracije koji obuhvaća kompleksan proces kombiniranja i preuređenja poduzeća radi ostvarenja potencijalne učinkovitosti i sinergija. Uobičajeni problemi koji se mogu pojaviti tijekom integracija nakon spajanja uključuju otpor prema promjenama, podijeljenu lojalnost, nejasne uloge i odgovornosti, nejasne odnose izvješćivanja, komunikacijske poteškoće te nesigurnost posla.

M&A je rizičan posao, posebno za dioničare u preuzimajućim društvima. Mnogi čimbenici koji doprinose uspjehu ili neuspjehu M&A su izvan kontrole uprave. Ali stjecatelji mogu izrazito pomaknuti izgled u svoju korist dosljedno primjenjujući disciplinu u načinu na koji procjenjuju, vrednuju i ostvaruju sinergiju iz svojih akvizicija.

---

<sup>113</sup> The number of justification for mergers might be overrated, Business Insider (online). Dostupno na: <https://www.businessinsider.com/ma-synergies-not-that-effective-2016-9> [15.05.2020.]

## POPIS LITERATURE

### Knjige:

- 1) Baker Kent H. (2011) *The Art of Capital Restructuring: Creating Shareholder Value through Mergers and Acquisitions* (first edition), John Wiley & Sons, New Jersey.
- 2) Brigham E.F., Gapenski L.C. (1991) *Financial Management* (sixth edition), The Dryden Press, Chicago.
- 3) Bruner F. Robert (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- 4) Damodaran A. (2006): *Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance* (second edition), John Wiley & Sons, New Jersey.
- 5) Damodaran Aswath (2014): *Applied Corporate Finance* (fourth edition), Stern School of Business, New York University, Wiley.
- 6) Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (second edition), New York, John Wiley & Sons, Inc.
- 7) Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses* (second edition), Pearson Education, Inc., New Jersey.
- 8) DePamphilis D. (2015) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (eight edition), Academic Press.
- 9) Elson C., Reed Lajoux A. (2010) *The Art of M&A Due Diligence, Second Edition: Navigating Critical Steps and Uncovering Crucial Data*, McGraw Hill, New York.
- 10) Filippel M. (2010) *Mergers and Acquisitions Playbook: Lessons from the Middle-Market Trenches*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- 11) Fluroit M., (2008) *Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry*, McGraw-Hill Finance & Investing, New York.
- 12) Gaughan A. Patrick (2018): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (seventh edition), John Wiley & Sons, New Jersey.
- 13) Howson P. (2003) *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing Company, UK.
- 14) Koller M., Goedhart M., Wessels D. (2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (sixth edition), McKinsey & Company, John Wiley & Sons, New Jersey.
- 15) Miloš Sprčić, D. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.

- 16) Orsag S., Gulin D. (1996) Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i finansijskih djelatnika Zagreb
- 17) Pignataro P. (2013) Leveraged Buyouts: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, John Wiley & Sons, New Jersey.
- 18) Pignataro P. (2015) Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings, John Wiley & Sons, New Jersey.
- 19) Piso S. (2014): MBO – Management Buyout Guide, ebook.
- 20) Reed S., Lajoux A., Nesvold P., (2007): The Art of M&A, A mergers and acquisitions buyout guide (fourth edition), McGraw-Hill, New York.
- 21) Rosenbaum Joshua, Pearl Joshua (2009) Investment Banking: Valuation Leveraged Buyout and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, New Jersey.
- 22) Sherman J. Andrew, Hart A. Milledge (2006) Mergers and Acquisitions from A to Z (second edition), AMACOM, New York.
- 23) Sudarsanam S. (2003): Creating Value from Mergers and Acquisitions, Prentice Hall.
- 24) Whitake S. (2012) Mergers & Acquisitions Integration Handbook, John Wiley & Sons, New Jersey.

### Članci i publikacije:

- 1) Hitt M., King D., Krishnan H. (2012): Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities, The Handbook of Mergers and Acquisitions, Oxford University Press, Oxford. Dostupno na: [https://epublications.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1123&context=mgmt\\_fac](https://epublications.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1123&context=mgmt_fac)
- 2) Kengelbach J., Keinburg G., Gell J., Nielsen J. (2019): The 2019 M&A Report, BCG. Dostupno na: <https://www.bcg.com/publications/2019/mergers-and-acquisitions-report-shows-downturns-are-a-better-time-for-deal-hunting>
- 3) Kengelbach J., Utzerath D., Kaserer C., Schatt S. (2013): How Successful M&A Deals Split the Synergies, BCG. Dostupno na: <https://www.bcg.com/publications/2013/mergers-acquisitions-postmerger-integration-divide-conquer-deals-split-synergies>
- 4) Michel A., Shaked I. (1991) RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, Financial Analysts Journal. Dostupno na: <https://homepage.univie.ac.at/youchang.wu/RJB.pdf>

- 5) Miles L., Brochert A., Ramanathan A. (2014): Why Some Merging Companies Become Synergy Overachievers, Bain & Company. Dostupno na: <https://www.bain.com/insights/why-some-merging-companies-become-synergy-overachievers/>
- 6) Prelič, S., Zubović, A. (2018). Pravno uređenje kupnje dionica ciljnog društva zaduživanjem (LBO Transakcije). Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci. Dostupno na: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=294127](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=294127)
- 7) Salter, M., Weinhold, W. (1978) Diversification via Acquisition: Creating Value, Harvard Business Review. Dostupno na: <https://hbr.org/1978/07/diversification-via-acquisition-creating-value> [5.5.2020]
- 8) Schweiger D., Very P. (2003): Creating Value Through Merger and Acquisition Integration, Advances in Mergers and Acquisitions, Elsevier Science. Dostupno na: [https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1016/S1479-361X\(03\)02002-7/full/html?skipTracking=true](https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1016/S1479-361X(03)02002-7/full/html?skipTracking=true)

#### **Financijska izvješća:**

- 1) LVMH – Godišnje financijsko izvješće za 2019. godinu [online]. Dostupno na: [https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/04/lvmh\\_rapport-annuel\\_gb\\_2019.pdf](https://r.lvmh-static.com/uploads/2020/04/lvmh_rapport-annuel_gb_2019.pdf).
- 2) Johnson & Johnson – Godišnje financijsko izvješće za 2005., 2011. i 2016. godinu [online]. Dostupno na: <https://www.jnj.com/>.

#### **Internet izvori:**

- 1) Abbott, A. (2000) Merger of Glaxo Wellcome and SmithKline Beecham creates pharmaceutical giant, Nature [online]. Dostupno na: <https://www.nature.com/articles/35002148> [10.07.2020.]
- 2) Brooks, N. (1998). Exxon and Mobil Agree to Biggest Merger Ever, Los Angeles Times [online]. Dostupno na: <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1998-dec-02-mn-49856-story.html> [20.03.2020.]
- 3) Chen, J. (2020) Cost od debt, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp> [5.5.2020.]

- 4) Cole, R. (1985) Phillip Morris to buy General Foods for \$5,8 billion, New York Times (online). Dostupno na: <https://www.nytimes.com/1985/09/28/business/philip-morris-to-buy-general-foods-for-5.8-billion.html> [20.03.2020.]
- 5) Golden parachute (online). Dostupno na: <https://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/For-Gol/Golden-Parachute.html> [5.5.2020.]
- 6) Gow, D., Milner, M. (2006) Mittal makes £13bn 'hostile' bid for Arcelor, The Guardian [online]. Dostupno na: <https://www.theguardian.com/business/2006/jan/28/frontpagenews> [5.5.2020.]
- 7) Hargrave, M. (2020) Management Buyout, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp> [20.02.2020.]
- 8) Hayes, M. (2020) Poison Pill, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/p/poisonpill.asp> [5.5.2020.]
- 9) Hostile Takeover: A proposed acquisition without the approval or consent of the target company, Corporate finance institute [online]. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/hostile-takeover/> [25.03.2020.]
- 10) Johnson & Johnson And Guidant Corporation Announce Revised Acquisition Agreement With Net Value Of \$19 Billion (online). Dostupno na: <https://www.biospace.com/article/releases/johnson-and-johnson-and-guidant-corporation-announce-revised-acquisition-agreement-with-net-value-of-19-billion/> [14.05.2020.]
- 11) Johnson & Johnson Announces Binding Offer from Cardinal Health to Acquire Cordis (online). Dostupno na: <https://www.jnj.com/media-center/press-releases/johnson-johnson-announces-binding-offer-from-cardinal-health-to-acquire-cordis> [14.05.2020.]
- 12) Johnson & Johnson Completes Acquisition Of Pfizer Consumer Healthcare (online). Dostupno na: <https://www.biospace.com/article/releases/johnson-and-johnson-completes-acquisition-of-b-pfizer-consumer-healthcare-b/> [14.05.2020.]
- 13) Kenton, M. (2020) Economies of scale, Investopedia [online] What are economies of scale? Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/e/economiesofscale.asp> [9.5.2020.]
- 14) Kenton, W. (2020) Cost Synergies, Investopedia [online]. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/c/costsynergy.asp> [5.5.2020.]

- 15) Luxottica: About us [online]. Dostupno na: <http://www.luxottica.com/en/about-us/our-history> [20.03.2020]
- 16) McCullagh, M. (2000) Emerging from the Merger: Warner-Lambert and Pfizer, Pharmaceutical Online [online]. Dostupno na: <https://www.pharmaceuticalonline.com/doc/emerging-from-the-merger-warner-lambert-and-p-0001> [10.07.2020.]
- 17) Palmer, B. (2019) Why do companies merge with or acquire other companies? Investopedia (online). Dostupno na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/why-do-companies-merge-or-acquire-other-companies/> [09.07.2020.]
- 18) Precedent Transaction Analysis, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/precedent-transaction-analysis/> [5.5.2020.]
- 19) Salter, M., Weinhold, W. (1978) Diversification via Acquisition: Creating Value, Harvard Business Review. Dostupno na: <https://hbr.org/1978/07/diversification-via-acquisition-creating-value> [5.5.2020.]
- 20) Supermajority amendment (online). Dostupno na: <https://capital.com/supermajority-amendment-definition> [5.5.2020.]
- 21) Synergistic, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/synergistic/> [5.5.2020.]
- 22) The number of justification for mergers might be overrated, Business Insider (online). Dostupno na: <https://www.businessinsider.com/ma-synergies-not-that-effective-2016-9> [15.05.2020]
- 23) Valuation methods, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/valuation-methods/> [5.5.2020.]
- 24) What is a Non-Binding Offer, Corporate finance institute (online). Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/non-binding-offer/> [09.07.2020.]

## POPIS SLIKA

Slika 1 Oblici spajanja i stjecanja .....	4
Slika 2 Ukupan broj objavljenih M&A transakcija u SAD-u u razdoblju 1970. - 2016.....	5



Slika 3 Organizacija LBO-a.....	7
Slika 4 Stvaranje vrijednosti kroz sinergije .....	41
Slika 5 Primjer izvora sinergija.....	49
Slika 6 Povijest preuzimanja LVMH grupacije .....	54
Slika 7 Geografska prisutnost LVMH grupacije .....	55
Slika 8 Poduzeća koje su se nadmetale u procesu preuzimanja RJR Nabisca.....	57

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1 10 najvećih LBO transakcija u SAD-u .....	8
Tablica 2 10 najvećih LBO transakcija u Europi.....	8
Tablica 3 Vodeći fondovi rizičnog kapitala prema prikupljenim sredstvima.....	10
Tablica 4 Najveća neprijateljska preuzimanja u povijesti .....	11
Tablica 5 Top 10 menadžera s najvećim zlatnim padobranima u svojim ugovorima .....	13
Tablica 6 Povijest akvizicija izabranih transakcija u periodu 1994. – 2017.....	50

## **POPIS GRAFOVA**

Graf 1 Standardna otplata duga u LBO-u s povećanjem vrijednosti biznisa.....	7
Graf 2 Kumulativni broj ugovora sa zlatnim padobranom u Fortune 500 poduzećima u razdoblju od 1980. - 1990. ....	13
Graf 3 Broj tvrtki s ugrađenim otrovnim pilulama na kraju godine u SAD-u .....	14
Graf 4 Primjer izračuna ukupne vrijednosti (EV) poduzeća.....	28
Graf 5 Akvizicijske premije u odnosu na četverotjedne cijene dionica u SAD-u po sektorima .....	40
Graf 6 Objavljene sinergije po industrijama u odnosu na prihod od prodaje ciljanog poduzeća te na prihod od prodaje spojenog poduzeća .....	42
Graf 7 Rast prihoda od prodaje J&J po segmentima .....	52
Graf 8 Prihodi po regijama i vrsti proizvoda 2019. ....	56

