

# Akvizicije i spajanja kao strategije rasta poduzeća

---

**Muđer, Lucia**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2024**

*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:148:461054>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-17**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Stručni studij Poslovna ekonomija**

**AKVIZICIJE I SPAJANJA KAO STRATEGIJE RASTA  
PODUZEĆA**

**Stručni završni rad**

**Lucia Muđer**

**Zagreb, ožujak 2024.**

**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Stručni studij Poslovna ekonomija**

**AKVIZICIJE I SPAJANJA KAO STRATEGIJE RASTA  
PODUZEĆA**

**ACQUISITIONS AND MERGERS AS ENTERPRISE  
GROWTH STRATEGIES**

**Stručni završni rad**

**Lucia Muder, 0066327807**

**Mentor: izv. prof. dr. sc. Mihaela Mikić**

**Zagreb, ožujak 2024.**



Sveučilište u Zagrebu  
**Ekonomski fakultet**



## **IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI**

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni/diplomski rad 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.

---

(mjesto i datum)

---

(vlastoručni potpis studenta)

## SAŽETAK

Rad proučava strategije vanjskog rasta poduzeća – akvizicije i spajanja, pružajući dublji uvid u kompleksne komponentne ovih poslovnih aktivnosti. Pojmovno određenje akvizicija i spajanja obrazloženo na početku rada, omogućava jasno razumijevanje ovih procesa, dok dubinsko snimanje omogućava poduzećima da maksimiziraju koristi i minimiziraju rizike. Motivi koji vode ka započinjanju akvizicija mogu varirati, ali većina se vodi željom za brzim rastom profita i konkurentske prednosti. Nije dovoljno samo donijeti odluku o preuzimanju ili spajanju drugog poduzeća, već je nužno osmisliti plan integracije poduzeća-mete u sustav preuzimatelja. Osim toga, interni i eksterni čimbenici, detaljno objašnjeni u samome radu, imaju značajan utjecaj na ishod postupka. Također, uspjeh uvelike ovisi o transparentnoj komunikaciji sa zaposlenima tijekom tranzicije, kao i o pravilnom financijskom planiranju i odabiru adekvatnih izvora financiranja. Na konkretnim primjerima poput Agrokorovih preuzimanja i pripajanja poduzeća u Republici Hrvatskoj te svjetski poznatih akvizicija Johnson & Johnson-a prikazana je komparativna analiza. U konačnici, ovaj rad naglašava važnost promišljenog pristupa akvizicijama i spajanjima te ističe potrebu za cjelovitom analizom i planiranjem kako bi se postigla željena sinergija.

**Ključne riječi: akvizicije, spajanja, zaposlenici, dubinsko snimanje, financiranje**

## **ABSTRACT**

The paper studies external growth strategies of an enterprise – acquisitions and mergers, presenting a deeper insight into the complex components of these business activities. The conceptual definition of acquisitions and mergers explained at the beginning of the paper provides a clear understanding of these processes, while due diligence enables enterprises to maximize benefits and minimize risks. Motives leading to the initiation of acquisitions may vary, but are mostly driven by the desire for rapid profit growth and competitive advantage. It is not enough to merely make a decision to acquire an enterprise or merge with one, but it is necessary to draw up a plan for integrating the target company into the acquirer's system. Furthermore, external and internal factors, elaborated in detail in the paper, significantly influence the outcome of the process. Moreover, success greatly depends on transparent communication with employees during the transition, as well as proper financial planning and selection of adequate funding sources. Comparative analysis is formulated through specific examples such as Agrokor's acquisitions and mergers of enterprises in the Republic of Croatia and globally renowned acquisitions by Johnson & Johnson. Ultimately, this paper highlights the importance of a thoughtful approach to acquisitions and mergers, pointing the need for comprehensive analysis and planning in order to achieve desired synergy.

**Key words: acquisitions, mergers, employees, due diligence, funding**

# SADRŽAJ

1. Uvod .....	4
1.1. Definiranje predmeta istraživanja i ciljeva rada .....	4
1.2. Metode istraživanja .....	4
1.3. Struktura rada.....	5
2. Strategija akvizicije i spajanja .....	6
2.1. Pojmovno određenje preuzimanja i spajanja poduzeća .....	6
2.2. Vrste preuzimanja i spajanja .....	12
2.3. Motivi koji vode ka preuzimanju i spajanju .....	13
3. Proces akvizicije i spajanja.....	18
3.1. Glavne faze procesa akvizicije i spajanja .....	18
3.2. Odabir i brižljiv pregled ciljanog poduzeća.....	19
3.2.1. Odabir .....	19
3.2.2. Brižljiv pregled.....	21
3.3. Utjecaj eksternih i internih varijabli u procesu preuzimanja i spajanja .....	24
3.3.1. Utjecaj eksternih varijabli na provođenje procesa akvizicije .....	24
3.3.2. Utjecaj zaposlenika na provođenje procesa akvizicije .....	26
3.4. Financiranje preuzimanja i spajanja.....	27
4. Analiza komparacijom akvizicija i spajanja na odabranim primjerima .....	30
4.1. Primjeri akvizicija i spajanja u Republici Hrvatskoj .....	30
4.2. Primjeri akvizicija i spajanja u inozemstvu .....	33
4.3. Komparativna analiza usporedbom odabranih primjera .....	36
5. Zaključak .....	39
Popis tablica.....	44
Popis slika.....	45

# **1. UVOD**

## **1.1. Definiranje predmeta istraživanja i ciljeva rada**

U suvremenom poslovnom okruženju, procesi preuzimanja i spajanja poduzeća postaju sve učestaliji i složeniji stoga predstavljaju ključne strategije za rast i razvoj poduzeća, omogućavajući im proširenje tržišnog udjela, diverzifikaciju proizvodnog programa te pristup novim tehnologijama i tržištima. Međutim, iza ovih transakcija stoje složene financijske i organizacijske strukture koje zahtijevaju pažljivo strateško planiranje, analizu i provedbu. Radi navedenoga, ovaj rad detaljno istražuje ključne aspekte procesa preuzimanja i spajanja poduzeća. Počevši od konceptualnih okvira i teorijskih osnova, proučena je i uloga dubinske analize procesa kao aduta za prepoznavanje rizika te važnost dubinske analize eksternih i internih čimbenika u procesu odlučivanja. Nadalje, ovaj rad fokusira se utjecaj ovih procesa na zaposlenike i menadžment, istražujući njihove reakcije, percepcije i posljedice koje ih zahvaćaju sudjelujući u akvizicijama. Osim toga, rad će analizirati i usporediti recentne primjere preuzimanja i spajanja ne samo u Hrvatskoj, već i u inozemstvu. Usporedba će omogućiti dublje razumijevanje različitih pristupa i posljedica ovih procesa na različitim tržištima te njihov utjecaj na globalnu ekonomsku dinamiku. Zaključno, cilj ovog rada je pružiti sveobuhvatan uvid u procese preuzimanja i spajanja poduzeća te njihovu važnost za gospodarski razvoj i konkurentnost, s posebnim naglaskom na identifikaciju najboljih praksi za postizanje uspješnih rezultata.

## **1.2. Metode istraživanja**

U ovom završnom radu, za potrebe istraživanja korišteni su različiti izvori relevantne literature, uključujući knjige, stručne članke i online izvore. Osim toga, istražene su i službene stranice koncerna Agrokor i korporacije Johnson & Johnson te javno dostupne baze statističkih podataka radi prikupljanja podataka i informacija o trendovima te broju transakcija vezanih uz preuzimanja i spajanja poduzeća u Republici Hrvatskoj. Uz to, prilikom izrade ovog rada korištene su znanstvene metode kompilacije, deskripcije i studije slučaja. Kombinacija ovih metoda istraživanja omogućila je dublje razumijevanje važnosti akvizicija i spajanja te njihovog utjecaja na gospodarski razvoj.



### **1.3. Struktura rada**

Prvenstveno, rad je strukturiran u pet poglavlja. U sklopu ovog rada, nakon prvog, uvodnog poglavlja koji definira predmet istraživanja i ciljeve te metode istraživanja, drugo poglavlje proučava strategiju preuzimanja i spajanja obuhvaćajući pojmovno određenje, vrste, i motive koji vode ka tim procesima. U trećem poglavlju, detaljno su razmotrene glavne faze procesa akvizicija i spajanja, s posebnim naglaskom na odabir i brižljiv ciljanog poduzeća, te utjecaj eksternih i internih varijabli na te procese. Potom, isto poglavlje analizira aspekte financiranja preuzimanja i spajanja. Nadalje, u četvrtom poglavlju, nakon analize procesa, uslijedila je analiza komparacijom akvizicija i spajanja na odabranim primjerima. Prvo je provedena analiza transakcija u Republici Hrvatskoj, s posebnim osvrtom na Agrokor koncern, a potom su proučeni primjeri iz inozemstva među kojima se ističe korporacija Johnson & Johnson te njeni akvizicijski poduhvati. Naposljetku, slijedi završni dio rada u kojem se donose zaključci i preporuke temeljene na analizi provedenoj u prethodnim poglavljima s ciljem davanja cjelovitog uvida u procese preuzimanja i spajanja poduzeća.

## **2. STRATEGIJA AKVIZICIJE I SPAJANJA**

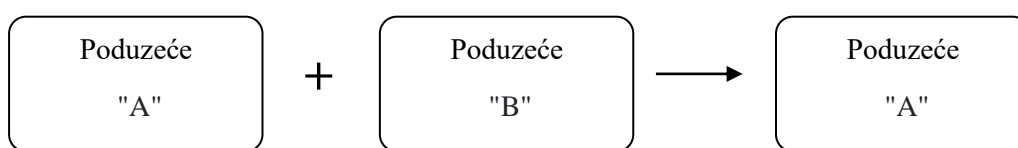
Akvizicije i spajanja, kao jedne od strategija rasta poduzeća, predstavljaju fascinantnu temu koja intrigira znanstvenike i poduzetnike još od 19. stoljeća. Iako se ovakav način eksternog rasta često percipira kao sredstvo za brzo širenje i zauzimanje tržišnog udjela, uspješnost provedbe ipak ovisi o mnogim faktorima. Izrazito je važno znalački odabrati ciljno poduzeće pa nakon procesa preuzimanja ili spajanja pravilno provesti integraciju. Osim što su sami procesi preuzimanja i pripajanja izazovni i dugotrajni, njihova realizacija vrši utjecaj na interesne skupine podrazumijevajući vlasnike, menadžere, zaposlenike, dobavljače te kupce zbog čega ove aktivnosti predstavljaju složene poslovne procese. Također, kompleksnost ovih procesa proizlazi iz težnje za usklađivanjem poslovnih kultura, procesa i sustava dvaju ili više poduzeća te integracijom različitih operativnih i strateških elemenata kako bi se postigla priželjkivana sinergija i ostvarila maksimalna vrijednost za sve prisutne članove.

### **2.1. Pojmovno određenje preuzimanja i spajanja poduzeća**

U trenutku kada trgovačko društvo odluči koristiti strategije rasta kao sredstava za povećanje tržišnog udjela i nadmoći, neophodno je donijeti odluku o primjeni unutarnje (organske) ili vanjske (eksterne) strategije rasta. Bertonsel (2006) konstatira kako organski rast podrazumijeva rast postojeće djelatnosti njezinim širenjem, naglašavajući povećanje tržišnog udjela postojećeg tržišnog segmenta, s postojećim proizvodima. Dakle, poduzeće je usredotočeno na svoju osnovnu djelatnost, koja je u vrijeme ubrzanog tehnološkog razvoja te ubrzanim promjenama potreba kupaca pod neprestanim teškim pritiscima konkurencije. S druge strane, strategija izrazitog vanjskog rasta zasnovana je na preuzimanju drugih poduzeća. Preuzimanje drugog poduzeća, kao osnovna strategija rasta ili kao nadopuna unutarnjem rastu rezultira većim troškovima tj. potrebom za većim financijskim resursima i većim rizikom. Ona na vrh ljestvice postavlja važnost rasta poduzeća, radi postizanja dugoročne tržišne nadmoći kroz ekonomiju velikog opsega (Bertonsel, 2006).

Kada govorimo o *preuzimanju* poduzeća, Filipović (2012) navodi kako se ono odnosi na kupnju kontrolnog interesa od strane poduzeća "A" u poduzeću "B", gdje kontrolni interes znači kupnju više od 50% dionica s pravom glasa poduzeća "B". U pravilu, poduzeće preuzimatelj je veće od poduzeća-mete tj. poduzeća koje se kupuje. S druge strane, Damodaran (2002) smatra da se preuzimanje odnosi na situaciju u kojoj jedno poduzeće preuzima drugo te ono prestaje postojati, što je ilustrirano na slici pod brojem 1.

**Slika 1 Preuzimanje poduzeća**



Izvor: Izrada autorice prema Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: The Value of Synergy*, New Jersey: John Wiley & Sons, str. 144

S navedenom tvrdnjom slaže se i Čolak Mihalik (2006) koja smatra kako su akvizicije vlasnička preuzimanja nedovoljno uspješnih poduzeća u cilju njihove ekonomske rehabilitacije. Uz to nadodaje kako provedbom preuzimanja slabije poduzeće prestaje postojati kao pravni subjekt.

Nakon provedenog procesa, preuzeto poduzeće postaje sastavni dio većeg i tržišno jačeg poduzeća, a može se dogoditi da uzme i njezino ime. No, ponekad preuzeto poduzeće zadržava i vlastito ime poslujući unutar nove grupe, ali gubi poslovnu samostalnost obzirom da je primorano umjesto svoje dotadašnje strategije provoditi strategiju poduzeća preuzimatelja (Tipurić i Markulin, 2002).

Engleski termini *takeover* i *acquisition* često se koriste kao istoznačnice, no može se reći kako ipak karakteriziraju malo drugačija značenja. Termin preuzimanje (*engl. takeover*) upotrebljava se kada poduzeće koristi obrambene taktike kako bi se zaštitilo od takozvanih neprijateljskih preuzimanja, dok termin akvizicija (*engl. acquisition*) označava preuzimanje s prijateljskim karakterom (Small Business, 2021).

Zbog navedenih konstatacija, važno je spomenuti da Bertoncel (2006) napominje kako sa stajališta menadžmenta ciljanog poduzeća, točnije njihovog slaganja ili neslaganja s isplaniranim procesom preuzimanja, razlikujemo dvije kategorije preuzimanja:

- prijateljska preuzimanja te
- neprijateljska preuzimanja.

Na Bertoncela (2006) se nadovezuje i Filipović (2012) te navodi da je prijateljsko preuzimanje ono u kojemu se menadžment poduzeća-mete ne opire preuzimanju i mišljenja je da je preuzimanje dobar izbor za sve vlasnike poduzeća. Kod grubog ili takozvanog neprijateljskog preuzimanja menadžment se ciljanog poduzeća (mete) ne slaže s ponuđenim priključenjem. To vodi ka sukobu poduzeća uporabom napadajućih taktika kod potencijalnog preuzimatelja ili pak obrambenih taktika kod ciljanog poduzeća (Bertoncel, 2006).

Kako bi preuzimatelji uspješno izvršili planirano preuzimanje poduzeća-mete, koriste se raznim taktikama, a tri najčešće korištene prikazane su tablicom broj 1.

**Tablica 1 Taktike pri neprijateljskom preuzimanju**

<i>Taktika</i>	<i>Definicija</i>
zagrljaj medvjeda	Koristeći se ovom taktikom, preuzimatelj stvara pritisak na menadžment poduzeća-mete dajući im do znanja kako će ukoliko odbiju njegovu ponudu o preuzimanju, uslijediti neprijateljsko preuzimanje. Ujedno, zagrljaj medvjeda jest najmanje agresivna metoda.
preuzimanje putem javne ponude	Ukoliko se preuzimatelj odluči na preuzimanje i ne informira odbor direktora ciljanog poduzeća o planiranom preuzimanju, možemo reći kako koristi taktiku preuzimanja putem javne ponude. Također, osim što odbor nije informiran, preuzimatelj dioničarima nudi izravnu ponudu o kupnji njihovih dionica.
borba na skupštini dioničara	Borba na skupštini dioničara opisuje se kao pokušaj dioničara ili skupine dioničara da preuzmu kontrolu u ciljanom poduzeću putem glasovanja na istoj. Preuzimatelj na skupštini pokušava iskoristiti svoja glasačka prava u svrhu privlačenja drugih dioničara kako bi se smijenio postojeći menadžment.

Izvor: Izrada autorice prema Filipović, D. (2012) Izazovi integracijskih procesa, Zagreb: Sinergija, str. 165-171

Dakako, poduzeća se služe obrambenim mehanizmima od neprijateljskih preuzimanja koji se mogu kategorizirati u preventivne obrane te aktivne obrane od preuzimanja. Čolak Mihalik (2006) među preventivne obrane od preuzimanja ističe mjeru simboličnog naziva "otrovna pilula." Ovaj mehanizam otežava preuzimanje obzirom da ciljano poduzeće postaje financijski manje atraktivno zbog učestalog izdavanja dionica čija je posljedica smanjenje vrijednosti istih. Ipak, ako poduzeće-meta koristeći ovaj obrambeni mehanizam pretjera u izdavanju vrijednosnih papira, može se reći kako rabi autodestruktivne mjere, dajući prednost stečaju, nego li potencijalnom spajanju. Nadalje, druga vrlo popularna mjera nosi naziv "zlatni padobran" čiji je cilj obeshrabrenje potencijalnog preuzimatelja nudeći velike otpremnine sadašnjim vrhovnim menadžerima, koji bi mogli izgubiti posao uslijed neprijateljskog preuzimanja. Ovakvim pristupom, poduzeće-meta može snositi velike troškove što predstavlja veliku prepreku za nastavak preuzimanja. Filipović (2012) nadodaje kako je u praksi poznat i "limeni padobran" koji uključuje naknadu za sve zaposlenike poduzeća, ali ona je obično prilično mala.

U aktivne obrambene mehanizme od preuzimanja podrazumijevamo one mjere koje poduzeće počne koristiti nakon saznanja o neprijateljskom preuzimanju kako bi se zaštitilo od istog i zadržalo kontrolu nad svojim poslovanjem. Prvi termin "zelena pošta" objašnjava Čolak Mihalik (2006) te tvrdi da mehanizam uključuje otkup svojih dionica od ponuđača uz premiju, odnosno otkup dionica uz isplatu visoke premije vlasnicima većeg broja dionica u zamjenu za sporazum da neće pokrenuti ponudu za preuzimanje kontrole nad ciljanim poduzećem. Potom, Calcagno i Falcionieri (2009) tumače pojam "bijelog viteza" koji označava poduzeće koje galopira kako bi dalo prijateljsku ponudu za preuzimanje ciljanome poduzeću koje se suočava s neprijateljskim preuzimanjem od drugog poduzeća, a ono se često naziva "crni vitez." Bijeli vitez ciljanome poduzeću nudi izlaz prijateljskim preuzimanjem. Primjer ovakve situacije u Republici Hrvatskoj pruža Filipović (2012) i pojašnjava kako se uz pomoć bijelog viteza (Barr Pharmaceuticals-a) obranila Pliva d.d. od neprijateljskog preuzimanja islandskog Actavis-a. Naposljetku, Filipović (2012) ističe "Pac Man." Iako je poprilično radikalna, uistinu se rijetko provodi u praksi. Mehanizam je dobio ime prema videoigri u kojoj sudionici pokušavaju pojesti jedni druge, dok u okružju

neprijateljskih preuzimanja uključuje ponudu poduzeća-mete da preuzme svog preuzimatelja, nakon što je preuzimatelj dao ponudu za preuzimanje poduzeća-mete.

Konačno, neprijateljska preuzimanja često su zaključena po znatno višoj cijeni od prijateljskih zato što mogu privući i druge kupce koji prvobitno nisu bili zainteresirani za poduzeće-metu. Iz tog razloga, kao i zbog činjenice da integracija poduzeća-mete u poslovni sustav preuzimatelja puno brža, akteri preuzimanja teže preuzimanjima koja imaju prijateljski karakter (Filipović, 2012).

Također, važno je razlikovati dva tipa preuzimatelja:

- onog koji kupuje poduzeće-metu kako bi proširio poslovanje ili zato što je poslovanje poduzeća-mete u potpunosti komplementarno postojećem poslovanju te
- onog koji preuzima poduzeće-metu radi ponovne prodaje.

Uz vrste preuzimatelja, razlikujemo i vrste preuzimanja:

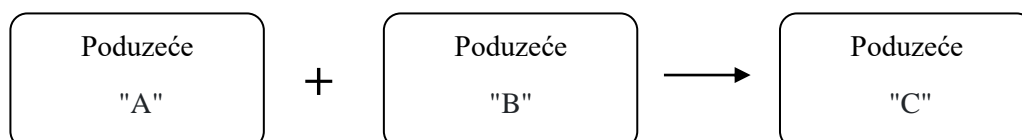
- domaće preuzimanje tj. transakcije koje se zbivaju unutar granica države te
- prekogranična preuzimanja, točnije transakcije koje uključuju poduzeća iz najmanje dvije države (Filipović, 2012).

Kategoriju u prekograničnim preuzimanjima predstavljaju i transatlantska preuzimanja koja su ostvariva kada barem jedno poduzeće iz SAD-a, Kanade ili Kariba preuzima europsko poduzeće ili obrnuto. Primjer takve akvizicije u Republici iznesen u godišnjem izvješću HANFA-e (2007), a ono se očituje u preuzimanju PLIVA-e d.d. Zagreb od strane američkog Barr Pharmaceuticals Inc., kao što sam ranije navela. Zaključno, temeljna značajka procesa preuzimanja jest promjena kontrole i posljedična reorganizacija preuzetog poduzeća, a na temelju koje poduzeće-preuzimatelj želi postići svoje ciljeve (Bertoncel, 2006).

Za razliku od preuzimanja u kojemu jedno poduzeće kupuje drugo i nastavlja poslovanje integrirajući kupljeno poduzeće u svoj poslovni sustav, *spajanja* jesu udruživanje dvaju ili više poduzeća. Pri spajanju povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu, zajedničku tvrtku, a prijašnja samostalna poduzeća prestaju postojati (Lazibat i sur., 2006). Upravo ovaj proces prikazan je slikom broj 2. Spajanja uvijek karakterizira dobrovoljnost svih sudionika takvog postupka, a uglavnom se radi o negotovinskim transakcijama u kojima

vlasnici dvaju ili čak i više poduzeća međusobno izmjenjuju svoje dionice ili poslovne udjele. U takvim slučajevima nije potrebno crpiti vlastite izvore ili pak potražiti vanjske izvore financiranja (Bertoncel, 2006). Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije (Tipurić i Markulin, 2002).

**Slika 2 Spajanje poduzeća**



Izvor: Izrada autorice prema Lazibat, T., Baković T. i Lulić, L. (2006) Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, str. 66

Također, važno je napomenuti da ime novostvorenog poslovnog subjekta najčešće preuzima imena dotada samostalna poduzeća (Lazibat i sur., 2006). Tako je udruživanjem američkih poduzeća Price Waterhousa i Coopers & Lybranda nastao novi poslovni subjekt PricewaterhouseCooper, ističe Filipović (2012). Osim ovog primjera, valja spomenuti spajanje Air France-a i KLM-a čime je nastala Air France – KLM grupa. Potom, kako navodi Poslovni dnevnik (2010), na spajanje su se odlučili i British Airways te Iberia. Novonastala korporacija posluje pod imenom International Airlines Group, a spajanje je provedeno kako bi se približili glavnim rivalima, Air France – KLM grupi.

Kada je riječ o udruživanju poduzeća koje ima sjedište u Republici Hrvatskoj i onoga koje nema, spajanje se lako provodi, ako drugo poduzeće ima sjedište u državama članica Europske unije ili onima koje su stranke Ugovora o europskom ekonomskom prostoru. Ipak, za ona poduzeća koje ne ispunjavaju navedene uvjete postoji napomena. Filipović (2012) naglašava kako se prekogranično spajanje može provesti i s poduzećem koje ima sjedište u državi koja nije članica Europske unije niti je dio Ugovora o europskom ekonomskom prostoru, ako je drugo trgovačko društvo valjano osnovano po pravu Republike Hrvatske i ima registrirano sjedište, središnje mjesto upravljanja ili središnje mjesto poslovanja u Republici Hrvatskoj.

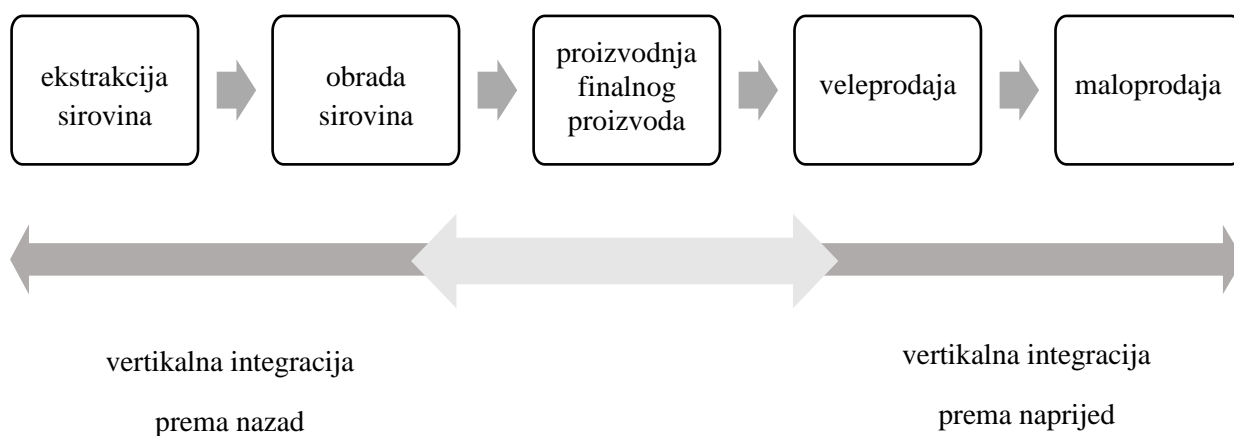
## 2.2. Vrste preuzimanja i spajanja

Kada govorimo o načinima preuzimanja i spajanja poduzeća, razlikujemo horizontalne ili vodoravne te vertikalne ili okomite akvizicije. Naime, horizontalna preuzimanja i spajanja su ona koja se događaju unutar iste industrije, dok vertikalnim spajanjima i preuzimanjima poduzeća ulaze u nove industrije uglavnom u svrhu povećanja dugoročne profitabilnosti (Filipović, 2012).

Nadalje, Bertonsel (2006) navodi da se poduzeća iz istog ili sličnog sektora povezuju kako bi opsegom poslovanja dostigli velike proizvođače ili gotovo monopoliste koji vladaju na širem prostoru. Istodobno, skoro tri četvrtine svih povezivanja spada u ovu kategoriju, a većini poduzeća glavni je cilj smanjivanje troškova po proizvedenoj jedinici. O primjeru horizontalnog preuzimanja slovenskog poduzeća od strane hrvatskog, izvjestio je Poslovni dnevnik (2010) te je naveo kako je Atlantic Grupa d.d. Zagreb postala vlasnikom Droge Kolinske. Ona se u cijelosti integrirala u sustav Atlantic Grupe, s ciljem daljnjeg razvoja svih poslovnih segmenata Droge Kolinske te ostvarenja zacrtanih sinergija unutar nove zajedničke korporacije. Preuzimanjem Droge Kolinske, Atlantic Grupa d.d. Zagreb postala je jedno od najvećih prehrambenih poduzeća u jugoistočnoj Europi (Filipović, 2012).

Prilikom vertikalne integracije poduzeća se mogu odlučiti za primjenu vertikalne integracije "prema nazad" ili "prema naprijed" što je ilustrirano slikom pod brojem 3.

**Slika 3 Vertikalna integracija prema nazad i prema naprijed**





Izvor: Izrada autorice prema Filipović, D. (2012) Izazovi integracijskih procesa, Zagreb: Sinergija, 28. str

Poduzeća koja se integriraju vertikalno prema nazad ulaze u industrije koje proizvode inpute za proizvodnju ključnih proizvoda. Za razliku od vertikalne integracije prema nazad, vertikalnu integraciju prema naprijed karakterizira ulazak u industrije koje rabe, distribuiraju ili prodaju proizvode poduzeća (Filipović, 2012).

Koristeći strategiju vertikalne integracije prema nazad, poduzeće preuzima kontrolu nad svojim dobavljačima čime osigurava stabilnost u svome lancu opskrbe. Poduzeće na ovaj način smanjuje troškove, ali što je još važnije, povećava kontrolu nad kvalitetom proizvoda. Kao sjajan primjer primjene vertikalne integracije prema nazad, Filipović (2012) ističe poduzeća prehrambene industrije koja se odlučuju za primjenu strategije integriranja unazad zbog problematike s industrijom banana. Poduzeća prehrambene industrije bore se s kvalitetom banana koje stižu u prodavaonice nezrele ili pak prezrele. Kako bi se problem riješio, poduzeća su odlučila iskoristiti strategiju vertikalne integracije i preuzeti kontrolu nad plantažama banana. Na taj način, banane su stizale pravovremeno i odgovarajuće kvalitete na police prodavaonica, a poduzeća su došla u poziciju u kojoj proizvode mogu naplaćivati više, obzirom da je zadovoljan kupac uvijek spreman platiti više za kvalitetan proizvod.

S druge strane, vertikalna integracija prema naprijed omogućuje poduzeću da proširi svoj utjecaj na tržištu kroz vlastiti distribucijski lanac. Takvim pristupom povećava se kontrola nad krajnjim korisnicima proizvoda. Vertikalna integracija prema naprijed može se dočarati koristeći primjer situacije u kojoj poduzeće automobilske industrije odluči preuzeti kontrolu nad prodajom i distribucijom vozila umjesto da automobile poduzeća prodaju neovisni trgovci ili distributeri. Ovom inicijativom poduzeće uspostavlja direktnu vezu s potrošačima stoga je puno jednostavnije prilagoditi ponudu upravo njihovim potrebama i željama, odnosno odgovoriti na brze promjene tržišta.

### **2.3. Motivi koji vode ka preuzimanju i spajanju**

Prvenstveno, sinergija, odnosno potencijalna financijska korist ostvarena preuzimanjem ili udruživanjem, glavni je pokretač za poduzimanje procesa akvizicije. Kako Feldman i

Hernandez (2021) navode, opća privlačnost ovog koncepta leži u njegovoj općenitosti, objašnjavajući da imovina dvaju poduzeća spojena akvizicijom potencijalno može stvoriti sinergijsku vrijednost. Dakle, u kontekstu poslovanja, sinergija označuje koncept od kojeg se očekuje da će se kombinacijom resursa, znanja i tehnologije dvaju ili više poduzeća ostvariti poboljšanje performansi. Sinergija se očituje kroz povećanje prihoda, kombinaciju talentiranih zaposlenika te smanjenje troškova. Prema Bertonecel (2006), sinergija se simbolički može prikazati kao " $1 + 1 > 2$ ", zato što će poduzeća nakon preuzimanja djelovati učinkovitije i uspješnije nego što su poslovala pojedina poduzeća prije njihovog udruživanja. Zbog navedenih konstatacija ovaj fenomen nazivamo teorijom veće učinkovitosti.

Sinergijske učinke možemo kategorizirati u dvije skupine:

- operativni sinergijski učinci te
- financijski sinergijski učinci (Damodaran 2005).

Nadalje, A. Damodaran (2005), navodi kako operativne sinergije omogućuju poduzećima povećanje prihoda iz već postojećih sredstava, mogućnost rasta ili oboje.

One se dijele u četiri podskupine:

- ekonomija obujma,
- povećanje cijene,
- kombinacija funkcionalnih sposobnosti te
- zamjetan rast na novim ili postojećim tržištima.

*Ekonomija obujma* očekivana je pojava pri spajanjima poduzeća koja posluju u istoj gospodarskoj djelatnosti, pa se tako primjerice udružuju dvije banke kako bi stvorile novu, veću banku, odnosno kako bi zajedno ostvarile veći pozitivan protok novca ili se udružuju dva proizvodna poduzeća koja kada se spoje zajedno proizvode i prodaju veću količinu proizvoda nego li pojedinačno. Na takav način spojena poduzeća smanjuju svoje troškove povećanjem obujma proizvodnje. Filipović (2012) skreće pažnju i na *ekonomiju opsega* koja se postiže raspoređivanjem troškova na veći broj različitih proizvoda. Ona je karakteristična za poduzeća koja imaju široki asortiman proizvoda ili više djelatnosti.

Kroz procese spajanja, poduzeća s lakoćom *povećavaju cijene* proizvoda i usluga zbog smanjene konkurencije i većeg tržišnog udjela.

Prilikom spajanja poduzeća dolazi i do spajanja te *kombiniranja drugačijih, a opet upotpunjujućih funkcionalnih sposobnosti*. Pojava je prisutna primjerice kada poduzeće s jakim marketinškim vještinama preuzme ili pripoji poduzeće s kvalitetnim linijama i asortimanom proizvoda. Ta kombinacija stvara sinergiju koja se temelji na optimalnom iskorištavanju marketinških snaga jednog poduzeća te izuzetnih proizvoda drugog poduzeća.

*Zamjetan rast na novim ili postojećim tržištima* proizlazi iz fuzije dvaju ili više udruženih poduzeća. Kao primjer, Damodaran (2005) objašnjava situaciju u kojoj je proizvođača predstavlja američka poduzeće. Ono je odlučilo preuzeti drugo poduzeće koje obavlja poslovne aktivnosti na inozemnom, rastućem tržištu, a to isto poduzeće ima uspostavljenu distribucijsku mrežu te prepoznatljivo ime brenda. Na taj način američko poduzeće koristi sile i poziciju za povećanje prodaje svojih proizvoda.

Zatim je važno spomenuti učinke koje pruža financijska sinergija, prilikom koje isplata može biti u obliku ili novčanih tokova ili nižeg troška kapitala (diskontne stope) ili oboje.

Financijske sinergije obuhvaćaju četiri podskupine:

- kombinaciju poduzeća s viškom gotovine ili viškom gotovine i ograničenim projektnim prilikama te poduzeće s projektima visokog povrata i ograničenom gotovinom,
- moguć rast kapaciteta zaduženja,
- porezne pogodnosti te
- diverzifikacija (Damodaran, 2005).

Prvoj podskupini korist je donesena u obliku povećanja vrijednosti za novonastali subjekt. Povećanje vrijednosti donose projekti koje je sada moguće realizirati s viškom gotovine bez koje naravno, oni ne bi bili uzeti niti ostvarivi. Pojava je prisutna kada velika poduzeća preuzmu manja, ili kada državna preuzmu privatna poduzeća.

No, moguć je i *rast kapaciteta zaduženja*, jer udruživanjem dvaju ili više poduzeća, njihovi prihodi i novčani tokovi mogu postati stabilniji, što im potom omogućava da posude više

nego što su mogli prije akvizicije. Naravno, ovo stvara i porezne pogodnosti za novonastalo poduzeće.

Spomenuta *porezne olakšice* obično se manifestiraju kroz niži trošak kapitala za udružena poduzeća. Porezne pogodnosti mogu nastati kroz mogućnost povećanja troškova amortizacije nakon akvizicije zbog čega poduzeće štedi na porezima. Na ovu tematiku nadovezuje se i Bertancel (2006) napomenuvši kako kupnjom poduzeća koje je u proteklom razdoblju poslovalo s gubitkom koji je moguće, uz očekivano pozitivno poslovanje budućih razdoblja, odbiti od dobiti prije njezinog oporezivanja.

*Diversifikacija* je najkontroverznija financijska sinergija. U većini javnih poduzeća, ulagači mogu diversificirati po znatno nižoj cijeni i s većom lakoćom nego samo poduzeće.

Između ostaloga, u učinke financijske sinergije Bertancel (2006) nadodaje i manji rizik stečaja. Također napominje da previsoko ocijenjene sinergije najčešće budu uzrok nerealnih očekivanja stoga ih nazivamo *sinergijskom zamkom*.

S, druge strane Brouthers, K. D. i sur. (1998) tvrde kako u posljednje vrijeme menadžeri imaju sve više razloga za poduzimanje procesa preuzimanja i spajanja koji obuhvaćaju povećanje prodaje i poboljšanje ugleda poduzeća. Shodno tome, ako je postojanje višestrukih motiva pri preuzimanju i spajanju ispravno, onda su prethodna istraživanja o akvizicijama kroz koja se mjeri uspjeh istih promatranjem pojedinačnih financijskih pokazatelja uspješnosti, skloni podcjenjivanju postizanja drugih ciljeva i mogu pružiti netočnu sliku uspješnosti akvizicija. Izuzev tomu, u tablici broj 2, predstavljene su tri skupine motiva vezanih uz aktivnosti preuzimanja i spajanja poduzeća.

**Tablica 2 Motivi koji su pokretači procesa akvizicije**

<i>Ekonomski motivi</i>	<i>Osobni motivi</i>	<i>Strateški motivi</i>
povećanje profitabilnosti,	povećanje prodaje,	težnja za tržišnom moći,
postizanje ekonomije razmjera,	akvizicija kao izazov menadžmentu,	preuzimanje konkurentskog poduzeća,
postavljanje obrambenog	zamjena menadžmenta	lakše stjecanje sirovina za

mehanizma,	poduzeća-mete te	rad te
odgovor na nedostatke tržišta,	povećanje važnosti i reputacije menadžmenta	stvaranje prepreka za ulazak na tržište
stvaranje vrijednosti za dioničare,		
smanjenje troškova te		
širenje rizika		

Izvor: Izrada autorice prema Brouthers, K. D., Hastenburg, P. V., Ven, J. V., (1998), If most mergers fail why are they so popular: Long Range Planing, str. 348

Ponajprije, akvizicije se provode kako bi se poboljšala financijska izvedba i operativna efikasnost poduzeća. Ekonomski motivi navedeni su u prikazanoj tablici, a sve njih karakterizira težnja i zalaganje direktora da se postigne financijska stabilnost, rast te konkurentnost na tržištu, odnosno povećanje vrijednosti poduzeća. S druge strane, menadžment akvizicijom želi povećati vrijednost imovine poduzeća. No, osim ekonomskih motiva, menadžeri u akvizicijama vide vlastite koristi stoga su osobni motivi česti pokretači procesa preuzimanja ili spajanja. Upravo zbog ove konstatacije, Bertonecel (2006) napominje kako je menadžment taj koji pokreće procese povezivanja. Provedbom akvizicije menadžeri žele osnažiti svoj ugled kroz povećanje prodaje i rastom trgovačkog društva. Također, menadžeri nerijetko smatraju da će preuzimanjem poduzeća-mete ostvariti povećanje naknade obzirom na pretpostavke o povećanju prodaje. Osim toga, menadžment kao cjelina stječe nova upravljačka znanja. Kao dovoljan razlog kupnje poduzeća može biti pridobivanje uspješne menadžerske skupine zbog čega će izmjenom menadžmenta doći do poboljšanja vođenja pa će preuzeto poduzeće djelovati učinkovitije i uspješnije kako navodi Bertonecel (2006). Nadalje, strateški motivi u poduzetniku bude želju za ostvarivanjem strategije rasta kroz zamišljene ciljeve, a ti ciljevi obuhvaćaju težnju za dugoročnom i konkurentskom pozicijom poduzeća na tržištu. Shodno tome, strateški razlozi ključni su pokretači preuzimanja i spajanja, jer se upravo njima ostvaruje postavljena strategija poduzeća-preuzimatelja.

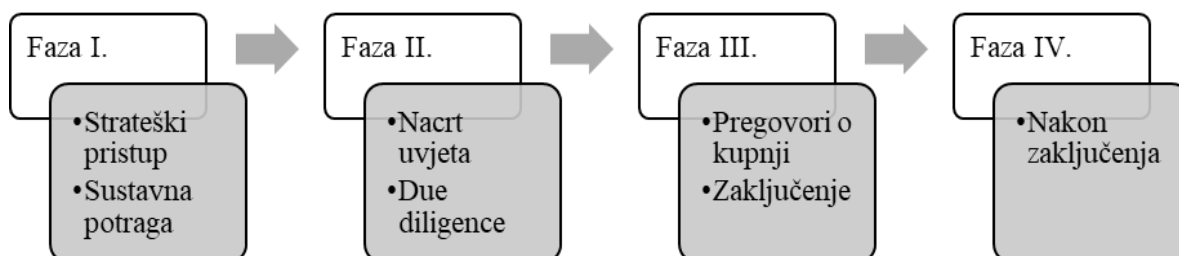
### 3. PROCES AKVIZICIJE I SPAJANJA

#### 3.1. Glavne faze procesa akvizicije i spajanja

Procesi akvizicije i spajanja predstavljaju kompleksne i dugotrajne operacije, a o samom procesu i njegovom detaljnom kronološkom slijedu govore dva autora čija su stajališta dočarana slikama 4 i 5. Slika pod brojem četiri prikazuje glavne faze procesa preuzimanja prema Howsonu (2006), dok peta slika ilustrira proces akvizicije prema Bertoncelu (2006).

Howson i Bertoncel slažu se oko temeljnih faza procesa preuzimanja, no ipak postoji mala divergencija pri razmišljanju o pojedinim aspektima. Oba autora ističu važnost strateškog pristupa koji uključuje analizu okoline te definiranje samih ciljeva o preuzimanju kao i razvoj strategija za njihovo ostvarivanje. Nadalje, Howson i Bertoncel usuglasili su se i oko potrebe detaljnog pregleda ciljanog poduzeća, u okviru čega oba autora ističu potrebu za provođenjem dubinske analize u svrhu uspješne provedbe procesa. Potom slijedi faza pregovora, pri čemu se stavovi dvaju autora razilaze, s obzirom da Bertoncel ističe financiranje kao zasebnu fazu koja je slijedi nakon pregovora, dok Howson na financiranje gleda kao dio dubinske analize. Nakon pregovora slijedi faza zaključenja ugovora, a potom i integracija kao ključni korak po završetku preuzimanja. Howson (2006) napominje kako ova faza predstavlja težak dio posla, jer nova akvizicija mora opravdati plaćenu cijenu. Osim toga, poznato je da su mnoge akvizicije završile neuspjehom, zbog čega isti autor dodaje kako je dubinska analiza dragocjena u otkrivanju rizika pri sklapanju posla.

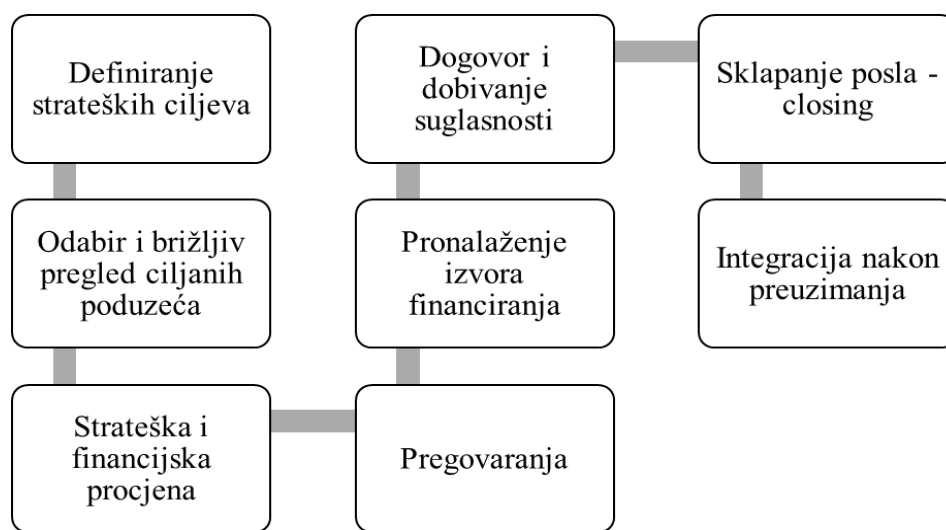
**Slika 4 Faze procesa akvizicije prema Peter-u Howsonu**



Izvor: Izrada autorice prema Howson, P. (2006) Due diligence, Zagreb: Poslovni dnevnik, MASMEDIA, str. 12

Između ostalog, ističući glavne faze procesa akvizicije, Bertoncel (2006) zaključuje kako ovakav, tradicionalni koncept povezivanja poduzeća prikazan slikom 5, na prvo mjesto stavlja konkurentne osobine i sposobnosti ciljanog poduzeće u cilju uspješnosti poslovanja novonastalog subjekta uslijed integracije. Upravo zbog navedene konstatacije, faza pod nazivom "odabir i brižljiv pregled ciljanih poduzeća" presudna je tijekom procesa preuzimanja i spajanja zbog čega zaslužuje posebno poglavlje.

**Slika 5 Faze procesa akvizicije prema Andreju Bertoncelu**



Izvor: Izrada autorice prema Bertoncel, A. (2006) Akvizicije, Zagreb: Narodne novine d.d., str. 22

## **3.2. Odabir i brižljiv pregled ciljanog poduzeća**

### **3.2.1. Odabir**

U potrazi poslovnih prilika i obrani od poslovnih opasnosti, poduzeće ujedno prati svoju konkurenciju. U okviru tržišne analize provjerava moguće mete i njihovu raspoloživost tokom koje je važno da poduzeće-preuzimatelj potraži *primjerena* ciljana poduzeća na temelju jasno opredijeljenih izbornih kriterija (Bertoncel, 2006).

Iznimnu važnost ove faze procesa preuzimanja i spajanja zapažaju i Lazibat, T. i sur. (2006) te navode kako je opće pravilo za postizanje uspješne akvizicije upravo odabir prikladnog ciljanog partnera.

Kada je riječ o fazama odabira primjerenog ciljanog poduzeća, Bertonecel (2006) ističe *tri faze* prilikom kojih je najvažnije detaljno proučiti podatke o metama radi pravilnog odlučivanja:

- grubo istraživanje – obuhvaća širi spektar primjerenih ciljanih poduzeća,
- fino istraživanje – odabire se uži krug primjerenih ciljanih poduzeća koja se potom detaljnije proučavaju,
- sastavljanje spiska primjerenih meta – tijekom procesa najvjerojatnije će se izbaciti ili dodati određena ciljana poduzeća.

Također, prilikom navedenih faza odabira, preuzimatelj koristi *mjerila* uz pomoć kojih pridaje prednosti ciljanim poduzećima. Kao glavna mjerila, ističu se:

- lokacija,
- konkurentske prednosti (inovativni proizvodi, nove tehnologije) te
- veličina mete.

Nadalje, Harding i Rovit (2004) nadovezuju se na Bertonecela te ističu važnost i ostalih konkurentskih prednosti poduzeća – troškovnog položaja, snage branda, odanosti potrošača, prednosti realne imovine te zaštite poduzeća od strane države. Uz to nadodaju kako ne postoji poduzeće koje posluje jednosmjerno iz čega zaključujemo kako svako poduzeće koristi neku od navedenih konkurentskih prednosti u drugačijoj, odgovarajućoj mjeri. Također, prije nego li se poduzeće-preuzimatelj odluči na započinjanje procesa preuzimanja odabrane mete, mora biti siguran kako je učvrstio temelje svoga poslovanja. Ono mora razumjeti i biti fokusirano na one temelje konkurentnosti u kojemu je dobro kako bi preuzimanjem drugog poduzeća i korištenjem njegovih konkurentskih prednosti ostvarilo puni potencijal. U protivnome, Harding i Rovit (2004) utvrđuju da društva koja zaborave na svoju osnovu postaju neučinkovita društva zbog čega je ključno pažljivo birati poduzeće-metu.



Između ostaloga, Lazibat T. i sur (2006), uz sve navedeno predlažu pomno određivanje kompatibilnosti kulture poduzeća i njihovog menadžmenta. Ovaj segment krucijalan je pri izboru odgovarajućeg ciljanog poduzeća zato što bez harmonične organizacijske cjeline nije moguće ostvariti dugoročni uspjeh novonastalog poduzeća. Filipović (2012) također nadodaje kako se većina menadžera slaže da akvizicije većinom ne postižu planirane rezultate zbog nekompatibilnih kultura preuzimatelja i mete.

Nakon detaljne analize, na poduzeće-preuzimatelj mora sastaviti popis primjerenih poduzeća, no tome svakako prethodi uspostavljanje dobrog odnosa s metama. Harding i Rovit (2004) navode kako je takav redoslijed omogućava povoljne prilike, ali zahtjeva duži vremenski period, računajući da sustavno građenje odnosa može potrajati mjesecima ili čak i godinama. Ipak, Bertoncel (2006) konstatira kako nakon izrade popisa primjerenih poduzeća, poduzeće-preuzimatelj stupa u kontakt sa svakim pojedinim poduzećem prilikom kojeg namjerava ostvariti prijateljsko preuzimanje. Prijateljska preuzimanja prioritet su mnogim poduzećima stoga preuzimatelj prvo mora obavijestiti menadžment poduzeća-mete o planiranom preuzimanju.

### **3.2.2. Brižljiv pregled**

Termin "brižljiv pregled" kojeg koristi Bertoncel (2006) te termin "due diligence" kojim se koristi Howson (2006) jesu sinonimi iza kojih se krije proces dubinskog snimanja. Ukratko, Howson (2006) naglašava kako *predakvizicijski* proces dubinskog snimanja treba planirati tako da omogući što bolji uvid u implementaciju nakon sklapanja posla, ali i izolaciju rizika prije sklapanja posla. Shodno tome, Howson (2006) s pravnog aspekta definira dubinsko snimanje kao proces ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca kojim bi bilo potvrđeno da kupuje ono što misli da kupuje. Ipak, s akviziterovog stajališta, dubinsko snimanje jest rekvizit za otkrivanje slabih strana te procjenu izgleda u budućnosti. Bertoncel (2006) pak tvrdi kako je dubinsko snimanje ni više ni manje, nego traženje odgovora na unaprijed pripremljen spisak pitanja o poduzeću. Na ovu tvrdnju nadovezuje se Howson (2006) te napominje kako proces dubinskog snimanja kupcu daje moć, tj. znanje o poduzeću-meti zbog čega je preuzimatelj bolje pripremljen na pregovore koji slijede.

U žarištu dubinskog snimanja, prisutna su tri glavna područja ispitivanja, a ona jesu financijsko, pravno i komercijalno područje. Također, kroz proces često se ispituju i discipline poput ljudskih potencijala, menadžmenta, informatike, proizvodnje te vlasništva. Tablicom broj 3 prikazane su navedene glavne teme ispitivanja, područja njihovih ispitivanja i rezultati koji se traže ispitivanjem, dok su tablicom broj 4 interpretirane ostale discipline procesa dubinskog snimanja. Howson (2006) zaključuje kako su u svakom poslu neke od tih disciplina bitnije od drugih, zbog čega pojedina sporedna disciplina može biti provedena kao glavna. Na autora se nadovezuje Filipović (2012) sa tvrdnjom kako su ljudski potencijali pokriveni pravnim dubinskim snimanjem, dok je primjerice proizvodnja pokrivena financijskim dubinskim snimanjem. Uočljivo je kako se discipline međusobno toliko stapaju da gotovo nema granice niti razlike između njih.

**Tablica 3 Glavne discipline dubinskog snimanja**

<i>Glavna tema</i>	<i>Područje ispitivanja</i>	<i>Traženi rezultati</i>
financijska	provjera povijesnih podataka, pregled menadžmenta i sustava	potvrditi postojeći profit, osigurati temelj procjene
pravna	ugovori, uočavanje problema	jamstva i odštete, provjera svih postojećih sporazuma, kupoprodajni ugovor
komercijalna	dinamika tržišta, konkurentski položaj poduzeća-mete, komercijalni izgledi poduzeća mete	budući profit, razvoj strategije spojenog poslovanja, input za procjenu

Izvor: Izrada autorice prema Howson, P. (2006), Due diligence, Zagreb: Poslovni dnevnik, MASMEDIA, str. 19

Prema tablici zasnovanoj na Howsonu (2006) možemo zapaziti kako je financijska dubinska analiza uistinu značajna zato što se uz pomoć iste mogu identificirati opasnosti i steći povjerenje u buduće poslovanje te profit. Zatim je važno spomenuti pravnu dubinsku analizu koja je od središnje važnosti za cijeli proces obzirom da postavlja temelje kupoprodajnog ugovora. Između toga, ona jamči detaljan pregled pravnih aspekata: vlasništva i regulatornih pitanja i njihov sklad s propisima zbog čega slabi rizik pojave pravnih problema nakon zaključenja transakcije. Na posljetku, komercijalna dubinska analiza bazira se na analizi javno objavljenih informacija o tržištu poduzeća-mete pomoću kojih istražuje buduće izgleda poslovanja, točnije financijske prognoze koje potom vode do prihvaćanja ili odbijanja projekta.

**Tablica 4 Ostale discipline dubinskog snimanja**

<i>Tema</i>	<i>Područje ispitivanja</i>	<i>Traženi rezultati</i>
ljudski potencijali	sastav radne snage, uvjeti zapošljavanja, organizacija	procjena potencijalnih troškova ljudskih potencijala i rizika pri sklapanju posla, procjena kulture i planiranje promjena nakon sklapanja posla
menadžment	kvaliteta upravljanja, organizacijska struktura	prikaz nove strukture nakon spajanja poslovanja
proizvodnja	tehnike proizvodnje, valjanost postojeće tehnologije	tehničke prijetnje, mogućnost poboljšanja, potrebne investicije
vlasništvo	isprave, zemljišne knjige, sporazumi o najmu	potvrda nositelja prava vlasništva, procjena i troškovi imovine

Izvor: Izrada autorice prema Howson, P. (2006), *Due diligence*, Zagreb: Poslovni dnevnik, MASMEDIA, str. 20

Zaključno, Filipović (2012) ističe kako dubinsko snimanje ima presudnu ulogu za uspješnu realizaciju preuzimanja, ali je isto tako važno za poslovanje nakon integracije. Shodno tome, Howson (2006) dodaje kako ga treba iskoristiti i kao instrument za duže razdoblje.

### **3.3. Utjecaj eksternih i internih varijabli u procesu preuzimanja i spajanja**

#### **3.3.1. Utjecaj eksternih varijabli na provođenje procesa akvizicije**

Započevši s procesom preuzimanja ili spajanja, nužno je osim provedbe dubinskog snimanja pomoću kojeg dolazimo do srži moguće problematike transakcije, provesti i analizu utjecaja eksternih te internih varijabli koje uvelike utječu ishod i uspjeh same integracije.

Filipović (2012) ističe *tržište za korporativnu kontrolu, državu te industrijsku strukturu* kao eksterne čimbenike koji vrše evidentan utjecaj na uspješnost preuzimanja poduzeća.

Na *tržište za korporativnu kontrolu* ili takozvano tržište za preuzimanje gledamo kao na tržište na kojemu se alternativni timovi menadžera natječu za pravo upravljanja korporativnim resursima. Shodno tome, tržište za korporativnu kontrolu sastavni je dio tržišta za rad menadžera. Ono funkcionira vršeći pritisak na menadžere kako bi svoj posao obavljali učinkovito, a ujedno na taj način i štiti prava dioničara (Jensen i Ruback, 1983). Tipurić i sur. (2008) pobliže objašnjava ovaj model te napominje ako dođe do situacije u kojoj menadžment ne donosi kvalitetne odluke ili ne poduzima inicijative kojima će maksimizirati vrijednosti dionica, tržište će ga zamijeniti djelotvornijim. Ovo tržište uvelike se odražava na okolinu poduzeća, obzirom da će loše upravljanje menadžmenta dovesti do pada vrijednosti dionica poduzeća na tržištu kapitala. To će navesti druga poduzeća da započnu s aktivnostima preuzimanja dionica kako bi ostvarila kontrolu nad poduzećem što predstavlja znak za uzbunu i hitnu promjenu vrhovnog menadžmenta. S navedenim se slaže i Filipović (2012) te navodi kako slaba djelotvornost menadžmenta u

dužem razdoblju uzrokuje opasnost od preuzimanja zbog čega je tržište za korporativnu kontrolu odličan preventivni mehanizam.

*Uloga države* u procesu preuzimanja proučava se legislativni okvir napominje Filipović (2012) koji je temeljen na regulaciji preuzimanja i spajanja poduzeća. Osim zakona koji utječe na dinamiku preuzimanja i spajanja, na navedene procese značajno može utjecati i involviranje političkih struktura. Shodno tome, Filipović (2012) primjećuje da u Republici Hrvatskoj, država ima udjele u brojnim poduzećima, a obzirom da je time i sama vlasnik mnogih poduzeća, ona donosi odluke vezane uz prodaju istih. Naime, osim uplitanja u poslovanje državnih poduzeća, političari često zadiru i u poslovanje onih u privatnome vlasništvu, ali privatnicima s druge strane, stranačka pripadnost olakšava dobivanje poslova. Ipak, glavna tema jesu preuzimanja poduzeća, a najpoznatiji primjer uplitanja hrvatske državne strukture u proces preuzimanja je onaj Plivin iz 2006. godine. Iste godine, francuska državna struktura nije podržala preuzimanje Sueza od strane talijanskog poduzeća Enela. Nadalje, uplitanje slovenske državne strukture zabilježeno je pri pokušaju preuzimanja Mercatora od strane Agrokor. Razlog navedenih kočnja jest sprječavanje preuzimanja strateški važnih poduzeća, koje kao što vidimo po navedenome, nije prisutno samo u Republici Hrvatskoj, nego i u drugim europskim zemljama.

*Utjecaj industrijske strukture* vidljiv je tek nakon preuzimanja poduzeća. Ponajprije, prijeko je potrebno definirati što se podrazumijeva pod terminom industrija. Filipović (2012) gleda na industriju kao grupu poduzeća koja proizvode i prodaju slične proizvode, koriste se jednakom tehnologijom i natječu se za faktore proizvodnje na istim tržištima. Pa tako uspjeh poslovanja ne ovisi samo o kvaliteti donošenja strateških odluka, već i o industrijskoj strukturi koju čini konkurencija. Mjera kojom se opisuje industrijska struktura naziva se koncentracijom. Ona je značajna zato što opisuje stupanj konkurentskih sila u pojedinoj industriji. Najčešće korištena mjera koncentracije jest Herfindahl-Hirshmanov indeks koji prikazuje tržišne udjele vodećih poduzeća te udjele ostalih poduzeća u rasponu od 0 do 10.000. Ako indeks naginje ka nižim vrijednostima, onda je industrija krcata velikim brojem poduzeća koji imaju mali tržišni udio, no ako je rezultat jednak 10.000 onda takvu industriju možemo okarakterizirati terminom monopol. Bain (1951) proveo je istraživanje profitabilnosti proizvodnih poduzeća u Sjedinjenim Američkim državama obzirom na industriju u kojoj se nalaze. Došao je do zaključka kako poduzeća koja su u to vrijeme poslovala u industriji u kojoj je jedno poduzeće monopolist, imaju znatniju priliku

za veću stopu profita, nego li poduzeća koja posluju na oligopolu. S druge strane, nakon provedenog istraživanja 2011. godine na temelju uzorka hrvatskih poduzeća, Filipović (2012) pojašnjava kako sva preuzeta poduzeća koja posluju u industriji s manjom koncentracijom nakon preuzimanja posluju uspješnije.

### **3.3.2. Utjecaj zaposlenika na provođenje procesa akvizicije**

Nakon analize eksternih varijabli i njihovog utjecaja na procese preuzimanja i spajanja, slijedi promatranje bitnog internog čimbenika navedenih procesa. Utjecaj na zaposlenike zamjetan je odmah pri zaključenju transakcije, a odnosi se na potrebu za promjenom vrhovnog vodstva preuzetog poduzeća te otpuštanje zaposlenika koji postaju tehnološki višak. U tom kontekstu, Filipović (2012) ističe važnost korporativne kulture koja pomaže menadžerima pri upravljanju korporacijom i usmjeravanju zaposlenika prema ostvarivanju organizacijskih ciljeva. Preuzimatelju je važno izabrati poduzeće-metu sa sličnom ili kompatibilnom korporativnom kulturom kako ne bi došlo do disfunkcije netom nakon integracije. Ona uvelike utječe na performanse zaposlenika kao i ostale kapacitete, a zaposlenici poduzeća s kompatibilnim kulturama lakše se implementiraju u novi sustav.

S druge strane, Filipović (2012) se osvrće i na negativnu reakciju zaposlenika prilikom procesa preuzimanja, a ona je u literaturi opće poznata pod terminom "sudar kultura". Termin je posljedica nezadovoljstva novim radnim okruženjem radi nekompatibilnih korporativnih kultura dvaju poduzeća. Bertnocel (2006) ustvrđuje kako su zaposlenicima nakon procesa integracije omogućena kvalitetnija i sigurnija radna mjesta, ali u puno manjem obujmu. Radi toga, mnogim su zaposlenicima karijere uništene, uobičajeni obrasci posla narušeni, a buduća sigurnost ugrožena. Georgiades, G. i Georgiades, S. (2014) napominju kako samo prijetnja od preuzimanja poduzeća-mete može imati negativan utjecaj na produktivnost radnog osoblja. Nejasna očekivanja i osjećaj izgubljenosti mogu potaknuti zaposlenike da potraže posao negdje drugdje ili da minimaliziraju posvećenost karijeri dok se odvijaju promjene u novonastalom poduzeću. Nadalje, Filipović (2012) te Georgiades, G. i Georgiades, S. (2014) dijele mišljenje kako mnogi zaposlenici preuzimanje doživljavaju kao gubitak člana obitelji. Djelatnici se vežu za posao, kolege, radne rutine i karijerne ciljeve radi čijeg gubitka doživljavaju stres. Između ostalog, nisu samo otpušteni zaposlenici pogođeni preuzimanjem, već i oni koji su ostali na istome

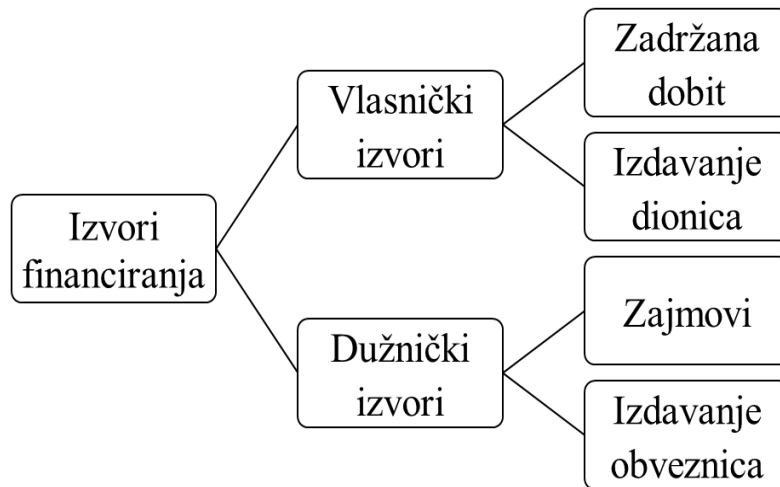
radnome mjestu. Marks i Mirvis (1992) nadodaju da se tokom svih preuzimanja očekuje određena razina bijesa u preuzetome poduzeću prouzrokovana promjenama. Filipović (2012) taj gnjev objašnjava kao reakciju menadžera i zaposlenika na osvajanje poduzeća-mete na koju se potom vrši pritisak mijenjanjem uhodanih navika. Zbog navedenog, pojedinci pružaju otpor preuzimanju koji je nerijetko prisutan na razini grupe ili organizacije. Kako bi zaposlenici lakše prihvatili procese akvizicije, Georgiades, G. i Georgiades, S. (2014) predlažu da zaposlenici izravno sudjeluju u pregovorima kako bi bili izloženi utjecaju akvizicije, budući da se socijalne i kulturološke posljedice osjećaju izvan prostorije za sastanke – pregovore. Shodno tome, Grgić i sur. (2017) predlažu transparentnu komunikaciju sa zaposlenicima, ali ističu kako česta komunikacija ne znači da menadžment treba komunicirati o svim detaljima preuzimanja, nego treba poticati komunikaciju o onome što potiče zabrinutost kod zaposlenika i manjak povjerenja u menadžment. Takav način komunikacije rezultira manjim pružanjem otpora zaposlenika što je neophodno za uspješno poslovanje poduzeća nakon procesa akvizicije. Uspjeh preuzimanja komentiraju i Georgiades, G. i Georgiades S. (2014), a prepisuju ga sposobnosti novonastale korporacije da integrira dvije oprečne strane i njihove načine poslovanja razvijajući novi, zdrav i jedinstveni sustav.

### **3.4. Financiranje preuzimanja i spajanja**

Netom nakon pronalaska prihvatljivog poduzeća za kupnju, analize vanjskih i unutarnjih čimbenika poduzeća-preuzimatelja te pregovora s pouzecom-metom, slijedi važna odluka menadžmenta o izvoru financiranja i strukturiranju transakcije. Kada je riječ o izvoru financiranja, ono uvelike ovisi o poslovanju preuzimatelja, zbog čega poduzeće mora sebi pronaći prikladan način pokrivanja troškova kupnje.

Bertoncel (2006) kao mogućnosti financiranja procesa akvizicije navodi vlasničke izvore financiranja i dužničke izvore financiranja koji su ilustrirani slikom broj 6. Ako su poduzeću vlastita novčana sredstva dostatna za financiranje transakcije, ono će koristiti zadržanu dobit ili će emitirati svoje dionice u svrhu kupnje poduzeća-mete. No, kako vlastita novčana sredstva u većini slučajeva nisu dovoljna, preuzimatelji ugovaraju zajmove ili izdaju obveznice.

**Slika 6 Izvori financiranja**



Izvor: Izrada autorice prema Bertancel, A. (2006), Akvizicije, Zagreb: Narodne novine d.d., str. 80

Bertancel (2006) spominje kako vlasnici poduzeća zadržanu dobit često shvaćaju kao najjeftiniji način financiranja, ne uzimajući u obzir zahtijevanu isplativost vlasničkog kapitala. Ipak, kao najčešćim oblikom financiranja rasta pokazala se prodaja vlastitih dionica. Takav način financiranja, Filipović (2012) ističe korisnim u slučaju kada preuzimatelj ne želi imati značajne odljeve gotovine. No, problematika se javlja radi razrjeđivanja vlasničkih pozicija što često nije opcija mnogim preuzimateljima pa se služe izdavanjem obveznica. Izdavanje obveznica za sobom isto tako vuče probleme. Osim što je veoma skupo obzirom da obuhvaća i administrativne, marketinške i regulatorne troškove, ono podilazi mnogim restrikcijama u budućem poslovanju od strane onih koji obveznice kupuju. Radi navedenog, izvedba ovog procesa je dugotrajna i usporava provedbu transakcije. S druge strane, Bertancel (2006) objašnjava kako poduzeća biraju dugoročne zajmove za unaprijed određene svote, a trošak dugovanja ponajprije vezan je uz kamate. Nadalje, radi popratnih komplikacija koje prate većinu navedenih načina financiranja, mnoga se poduzeća odlučuju za kredite s poslovnim bankama ili financijskim institucijama kako zaključuje Filipović (2012). Isti autor ukazuje na mogućnost korištenja "mezzanine" financiranja kao kombinaciju dužničkog i vlasničkog izvora financiranja. Ovakav način financiranja omogućuje onome tko je prosudio sredstva preuzimatelju da konvertira dug u vlasnički kapital, ako preuzimatelj ne otplaćuje dug u cijelosti i na vrijeme. Usto, mogućnost uporabe "mezzanine" financiranja, preuzimatelj ostvaruje uz dugoročno dobro



poslovanje te iznimnu reputaciju. Preuzimanje razmjenom dionica, kao veoma popularno financiranje spominje i objašnjava Mijatović (2012). Autorica obrazlaže kako akvizitersko poduzeće koje se odluči na financiranje akvizicije razmjenom dionica ne podilazi pod značajne eksplicitne troškove koji umanjuju vrijednost novonastaloga poduzeća, stoga je njega vrijednost predstavljena sumom vrijednosti poduzeća prije akvizicije uvećane za sinergijske efekte akvizicije. Izuzetno rijetko, preuzimateljima je dostupna pomoć poslovnih anđela – individualnih investitora koji podupiru poduzetnike i njihova poduzeća u rastu.

Osim pažljivog odabira financiranja, poduzetnici moraju pouzdano procijeniti vrijednost poduzeća-mete sukladno činjenici kako previsoko plaćena cijena preuzimanja jest najuobičajeniji rezultat neuspjeha, navodi Mijatović (2012). Čak i najpoznatija i najuspješnija društva mogu postati lošom investicijom ako plaćena cijena premašuje sadašnju vrijednost predviđenih budućih povrata radi čega preuzimatelj gubi, a prodavatelj povećava svoje bogatstvo.

## **4. ANALIZA KOMPARACIJOM AKVIZICIJA I SPAJANJA NA ODABRANIM PRIMJERIMA**

### **4.1. Primjeri akvizicija i spajanja u Republici Hrvatskoj**

Internacionalizacija postaje uvjetom opstanka poduzeća bez obzira na veličinu i zemlju porijekla. U tijeku devedesetih godina prošloga stoljeća jedan od najdinamičnijih oblika internacionalizacije poslovanja postaju akvizicije i spajanja. Za Republiku Hrvatsku jednako kao i za ostale male zemlje nesumnjivo vrijedi ekonomsko pravilo prema kojem je osnovni preduvjet gospodarskoga razvitka što veći stupanj otvorenosti gospodarstva, ili drugim riječima internacionalizacije poslovanja (Lazibat i sur., 2006).

Analiza dinamike tržišta preuzimanja i spajanja u Republici Hrvatskoj tijekom dvanaestogodišnjeg razdoblja od 2011. do 2022. godine, prikazana slikom 7, otkriva značajne fluktuacije. Dok su neke godine obilježene velikim brojem transakcija, druge su zabilježile manji obujam aktivnosti. Shodno tome, na samome početku praćenog razdoblja, 2011. godine zabilježeno je 66 transakcija, dok je šest godina kasnije, 2017. godine, evidentirano najmanje provedenih akvizicija i spajanja – samo 34. Ipak, 2021. godina i 2022. godina, izdvajaju se najproduktivnijima tijekom promatranog razdoblja što upućuje na sve intenzivniji interes poduzeća za uključivanje u procese preuzimanja i spajanja. Stoga se očekuje da će pozitivni trendovi iz 2022. godine, ostati prisutni i u narednim godinama.

Osim što je u 2022. godini dosegnut najveći broj transakcija, ostvarena je i najveća vrijednost istih zbog čega se ta godina ističe najuspješnijom u povijesti. Iste godine provedene su dvije važne akvizicije čija ukupna prodajna vrijednost premašuje milijun eura. Kako navodi Statista (2022), prvi slučaj odnosi se na kupnju 75 % udjela u SuperSportu od strane britanskog poduzeća Entain koje je za preuzimanje izdvojilo čak 690 milijuna eura. Potom, Poslovni dnevnik (2022) pruža primjer o spajanju Rimac Grupe koja je u novom investicijskom krugu, kojeg su predvodili Softbank i Goldman Sachs, prikupila 500 milijuna eura. Taj je novac iskorišten za nastavak rasta korporacije, povećanje proizvodnog kapaciteta i dodatno zapošljavanje obzirom da su tokom 2022. zaposlili preko 700 zaposlenika.

## Slika 7 Akvizicije od 2011. do 2022. U RH



Izvor: Izrada autorice prema Statista, dostupno na:

<https://www.statista.com/statistics/412382/m-and-a-croatia-number-of-deals/>

Poduzeće koje je kroz povijest nizom svojih preuzimanja i spajanja izuzetno doprinijelo hrvatskom gospodarstvu jest Agrokor koncern, čije će transakcije i poslovanje biti detaljnije objašnjene u nastavku ovoga rada.

Kako službena stranica koncerna Agrokor ukazuje, Agrokor je započeo svoje poslovanje 1976. kao obrt za proizvodnju cvijeća i cvjetnih sadnica, no obzirom na brzi rast, 1989. postaje dioničkim društvom u vlasništvu Ivice Todorčića. Svega tri godine kasnije, Agrokor stječe većinske vlasničke udjele u Jamnici te Agropreradi, a potom i u Zvijezdi Zagreb te u DIP Turopolju. Odmah nakon navedenih akvizicija, nastavlja s istim tempom pa 1994. stječe vlasničke udjele u Ledu, Konzumu, Silos-mlinovima te Solani Pag. Obzirom na obujam akviziranih i pripojenih društava, 1995. registriran je Agrokor koncern u kojemu je Agrokor bio vladajuće društvo, a ostala ovisna. Iste godine sagrađen je i prvi Super Konzum. Nadalje, 1998. godine Agrokor koncern akvizirao je Jaska vino d.d. na čijem se temelju razvija proizvodnja sokova i visokokvalitetnih vina pod imenom Podrum Mladina, a nedugo nakon uvodi i novu robnu marku Ledo riba koja se zajedno sa sokovima i vinom prodaje diljem maloprodajnih prodavaonica – Konzum. Također, 2000. postaje vlasnikom

97,4% dionica Sarajevskog kiseljaka, 2002. kupuje Alastor d.o.o., a 2003. godine kupuje 55,49% dionica Frikoma. Kao najplodnija godina izdvaja se 2004. tokom koje Agrokor koncern preuzima dva mađarska poduzeća: punionicu vode Fonyodi i tvornicu sladoleda Baldauf, te hrvatska poduzeća: Slobodu, čije je sjedište u Osijeku i poduzeće Medijator iz Dubrovnika. Osim navedenog, Agrokor je iste godine postao vlasnikom 58,11% dionica porečke Agrolagune. Uspjesi se bilježe i 2005. godine kada su Dijamant iz Zrenjanina te poduzeće Idea iz Beograda ušli u Agrokor koncerna. Pored toga, Agrokor postaje većinskim vlasnikom PIK-a Vrbovec i Belja. U 2007. godini, Agrokor je postao većinskim vlasnikom TISKA. Još jedan trijumf u nizu ostvaren je također 2007. godine kada se otvorila prva maloprodajna prodavaonica Konzum u i Bosni i Hercegovini, a netom nakon, Agrokor koncern potpisao je ugovor o preuzimanju VF Komerc čime je nakon Hrvatske, postao tržišnim liderom u maloprodaji hrane na području BiH. Potom, od 20. siječnja 2010. Vupik d.d. postao je sastavom koncerna Agrokor, a 22. listopada iste godine Riječka tvornica konopa d.d. pripojena je poduzeću Agrokor. Kako Poslovni dnevnik (2014) izvješta, posljednja investicija bila je 2014. godine kada je Ivica Todorić kupio 53% dionica slovenskog Mercatora.

Svojim dugogodišnjim poslovanjem te akvizicijama i spajanjima, poduzeće je otvaralo nova radna mjesta te promoviralo "made in Croatia" proizvode. Između ostalog, 2011. godine poduzeće financira gradnju nove moderne tvornice za preradu i pakiranje svježeg mesa te proizvodnju prerađevina u Vrbovcu, što je u to vrijeme bila jedna od najvećih investicija na području Hrvatske. Također, iste godine otvara se najsuvremeniji logistički centar čijom gradnjom je Agrokor povećao svoju učinkovitost distribucije u prodavaonice diljem regije. Uz to, izgrađeno je novo skladište ulja i repromaterijala za potrebe tvornice Zvijezda. Agrokor je investirao i u susjedne zemlje. U sklopu preuzetog poduzeća Dijamant, puštena je u pogon farma junadi Planta koja se prostirala na 5,5 hektara zemlje i predstavljala najveću i najsuvremeniju farmu te vrste u Srbiji. Tijekom godina, poduzeće je provelo različite inicijative i investicije u turizam, a kao primjer valja istaknuti izgradnju vinogradarske kuće Goldschmidt u Vupiku. Shodno tome, ističe se i financiranje nove vinarije u Belju. Nadalje, kontinuirano su se otvarale nove prodavaonice i distributivni centri kako bi se proširila maloprodajna mreža. Ulagalo se u modernizaciju i automatizaciju proizvodnih procesa kako bi se povećala učinkovitost i konkurentnost na

tržištu, a modernizacija je uvelike pripomogla u proizvodnji sladoleda branda Ledo, po čijoj je slavi Hrvatska poznata i danas.

Sve u svemu, investicije i preuzimanja poduzeća od strane Agrokor ostavila su dubok trag u hrvatskoj povijesti. Koncern Agrokor do 2017. godine, nije bilo samo najveće privatno poduzeće u Hrvatskoj, već i jedno od najvećih u Jugoistočnoj Europi. Kroz niz akvizicija, Agrokor je jačao širok spektar poslovnih područja, a njegov utjecaj nije bio samo lokalne prirode – Agrokor je bio ključan pokretač u jačanju konkurentnosti hrvatskih poduzeća na regionalnom i globalnom tržištu. Ulaganja u turizam, poljoprivredu i prehrambenu industriju rezultirala su razvojem različitih sektora hrvatske ekonomije. Unatoč izazovima koji su doveli do zatvaranja koncerna, neosporno je da je Agrokor ostavio trag na hrvatskoj gospodarskoj sceni.

## **4.2. Primjeri akvizicija i spajanja u inozemstvu**

Aktivnosti spajanja i preuzimanja proteklih su godina oscilirale u Republici Hrvatskoj, no i u inozemstvu, prije nego što su 2021. godine dosegnule rekordne brojke, kada je sklopljeno je preko 63.000 poslova diljem svijeta. Najatraktivnije tržište za akvizicije oduvijek su bile Sjedinjene Američke Države, kako za domaće, tako i za međunarodne poslove. Od siječnja 2022. do prosinca iste godine, vrijednost transakcija preuzimanja i spajanja unutar granica Sjedinjenih Američkih Država dosegla je nevjerojatnih 1,6 bilijuna američkih dolara, čime su se popeli na vrh ljestvice vrijednosti akvizicija u svijetu kako navodi Statista (2023).

Ipak, najznačajnije spajanje ikada provela je britanska korporacija Vodafone kada je kupila njemačkog telekomunikacijskog diva Mannesmann-a, godine 2000. Isprva, Mannesmann odbija ponudu Vodafone-a zato što njemačka vlada nije dopuštala stranim subjektima da kupuju moćna njemačka poduzeća, konstatira Shah (2023). Shah u časopisu *Jetir* (2023) također ističe kako tržišna vrijednost od 350 milijardi dolara čini to najvećom transakcijom u povijesti. Uprava Mannesmann-a prihvatila je ponudu 3. veljače 2000. godine, a tada su se izvršni direktor Vodafone-a i predsjednik uprave Mannesmanna dogovorili da će Vodafone posjedovati 50,5%, a Mannesmann 49,5% udjela u novonastaloj korporaciji.

Sklapanje ovog posla omogućilo je Vodafone-u lakši pristup europskom tržištu, a ujedno je predstavljalo i prvo neprijateljsko preuzimanje velikog njemačkog poduzeća.

Nadalje, iako poduzeće Johnson & Johnson nije ostvarilo najveću vrijednost kroz više desetka svojih transakcija, u ovom radu odabrana je kao glavni primjer poslovnog subjekta koje je provodilo i dalje provodi inozemna preuzimanja i spajanja s izvanrednom sposobnošću prilagodbe, rasta te inovacija.

Qiao (2023) navodi kako povijest Johnson & Johnson-a seže još od davne 1886. kada su trojica braće odlučila osnovati poduzeće koje se baviti proizvodnjom sterilnih kirurških zavoja objašnjava. Tokom prvih sedam godina, Johnson & Johnson se postupno širio, nadograđivajući sve više raznovrsnih proizvoda svom asortimanu, zapošljavajući sve više zaposlenika te osmišljajući komplete prve pomoći. Revolucionarni Johnson's Baby Powder, lansiran 1894. godine, postao je svojevrsna preketnica za poduzeće. Ovaj proizvod postao je simbol njege i zaštite stoga je ubrzo osvojio povjerenje roditelja širom svijeta, postajući nezaobilazan proizvod u svakodnevnoj njezi.

Službenom stranicom Johnson & Johnson-a doznajemo više o preuzimanjima i pripajanjima drugih poduzeća te širenju na nova tržišta. Obzirom na uspjehe u farmakologiji, 1944. poduzeće osniva Ethicon Suture Laboratories koje je fokusirano na proizvodnju sterilnih kirurških šavova. Samo tri godine kasnije preuzimaju G. F. Merson Ltd. kako bi proširili svoje proizvodne kapacitete za proizvodnju šavova u Ujedinjenom Kraljevstvu. Uspješnim poslovanjem šire se i na područje Azije kada 1956. godine osnivaju podružnice na Filipinima, a 1957. godine i u Indiji.

Kako bi proširila svoj utjecaj među potrošačima, subjekt je započeo s preuzimanjem značajnog broja farmaceutskih poduzeća, od kojih je prvi na redu bio McNeil laboratorij 1959. godine. Godinu dana kasnije, Johnson & Johnson-u pridružuje se i švicarski Cilag Chemie. Potom 1960. godine, Johnson & Johnson preuzima Janssen Pharmaceuticals, kojeg je osnovao belgijski znanstvenik Paul Janssen, izumitelj Fentanyla. Slijedi preuzimanje Codman & Shurtleff-a u 1965. godini, uz pomoć koje uspješno razvijaju cjepivo RhoGAM koje je spriječilo razvijanje Rh hemolitičke bolesti kod novorođenčadi. Nadalje, Johnson & Johnson otvara postrojenja u Kini i Egiptu 1985. godine, a u narednim godinama poslovanje širi i u Rusiju, Češku te Poljsku Tijekom 1990-ih, korporacija postaje

vlasnikom brojnih poznatih brandova: Clean & Clear, Neutrogena, Motrin i Aveeno. Akvizicijom navedenih poduzeća Johnson & Johnson postaje glavni proizvođač proizvoda za njegu i higijenu tijela. Do 2000-ih Johnson & Johnson stječe vlasništvo nad poduzećima Biosense Webster i DePuy. Integracijom DePuy-a u svoj sustav, Johnson & Johnson započinje proizvodnju ortopedskih pomagala čiji je danas najveći proizvođač. Potom, 2006. godine, Johnson & Johnson kupuje Pfizer i uključuje ga u svoju postojeću zdravstvenu poslovnu grupaciju – Ethicon. Akvizicija je portfelju korporacije dodala nove brandove poput Listerine-a, Bengay-a i Neosporin-a. Slijedi akvizicija poduzeća Mentor Corporation u vrijednosti od milijardu dolara 2008. godine, kojeg također integrira u Ethicon. J&J neprestano raste pa 2010. godine kupuje Crucell za 2,4 milijarde dolara koja postaje podružnicom za proizvodnju cjepiva. Najveću transakciju ikada, Johnson & Johnson provodi 2017. godine i kupuje Actelion za 30 milijardi dolara. Nakon kupnje, Johnson & Johnson je odvojio istraživačko-razvojni odjel Acteliona u zasebni subjekt. Potom slijede akvizicije TearScience-a, Emerging Implant Technologies-a, Momenta Pharmaceuticals-a i Abiomed-a.

Neprekidnim nizom akvizicija i pripajanja, Johnson & Johnson uspjeva od proizvodnje šavova i flastera postati vodećom korporacijom u globalnoj zdravstvenoj i farmaceutskoj industriji. Preuzimanjem laboratorija koji već imaju razvijene tehnologije i sustav poslovanja, J&J usitnu stvara dodatnu vrijednost. Takva preuzimanja nazivaju se tehnološkim preuzimanjima kojima je J&J povećao ponudu svojih proizvoda, otvorio nova tržišta te upotpunio svoje sposobnosti. Filipović (2012) navodi kako upravo tehnološka preuzimanja mogu rezultirati povećanjem profitabilnosti poslovanja, ako se tehnologije transformiraju u stvarne inovacije, čega je Johnson & Johnson pravi primjer. Neke od ključnih inovacija jesu:

- Johnson's Baby Powder – revolucionaran proizvod za njegu kože beba,
- RhoGAM cjepivo – cjepivo je bilo presudno za prevenciju Rh hemolitičke bolesti kod novorođenčadi,
- jednokratne kontaktne leće – prve jednokratne leće dostupne potrošačima,
- fotokromatske kontaktne leće – prilagođavaju se svjetlosti i pomažu očima da se brže oporave od izloženosti jakom svjetlu,

- Prezista – revolucionarni lijek za pacijente s HIV-om te
- Spravato – lijek za liječenje teške depresije.

U konačnici, predan rad Johnson & Johnson-a na razvoju sigurnih i učinkovitih proizvoda, uz kontinuirano ulaganje u istraživanje i inovacije čini ih nezamjenjivim poduzećem koje u značajnoj mjeri doprinosi poboljšanju zdravlja i kvalitete života ljudi diljem svijeta.

Trenutačno, Johnson & Johnson je rangiran kao dvadeseto najvrjednije poduzeće na svijetu. Iako se kroz akvizicije susretao s mnogim rizicima, kao primjerice kulturološkim sukobima, poduzeće je opstalo dugim nizom godina i učinkovito riješavalo nedaće na njegovom putu. S obzirom na podatak kako prihodi Johnson & Johnson-a godinu za godinom rastu, J&J će i dalje ostati farmaceutsko poduzeće s golemim potencijalom u sljedećim godinama, pa čak i desetljećima objašnjava Qiao (2023).

### **4.3. Komparativna analiza usporedbom odabranih primjera**

Komparativna analiza Agrokora i Johnson & Johnson-a pruža uvid u različite pristupe poslovanju, strategije, inovacije i njihov utjecaj na gospodarstvo i potrošače.

Agrokor koncern, vođen poduzetnikom Ivicom Todorićem, pokazao je izuzetnu agresivnost prilikom širenja svojeg poslovanja kroz kontinuirane akvizicije i spajanja. Od osnivanja obrta za proizvodnju cvijeća 1976. godine, Agrokor je brzo evoluirao u dominantnu figuru prehrambenog sektora na području Srednje i Jugoistočne Europe.

S druge strane, Johnson & Johnson je globalna korporacija s bogatom poviješću u zdravstvenoj industriji. Od osnivanja 1886. godine, Johnson & Johnson je postao sinonim za sigurne i visokokvalitetne proizvode iz područja farmacije, za medicinska pomagala i proizvode za njegu i higijenu. Za razliku od Agrokora koji se fokusirao na horizontalna spajanja i preuzimanja kako bi smanjio operativne troškove i povećao diferencijaciju proizvoda, Johnson & Johnson pristupa akvizicijama isključivo s fokusom na preuzimanja poduzeća s visokim tehnologijama poput primjerice Janssen Pharmaceuticals-a i Pfizer-a. No, jasno je kako je potrebna iznimna financijska stabilnost kako bi ovakvi učestali poduhvati mogli biti ostvarivi. Dok je Agrokor munjevito rastao kroz preuzimanja i spajanja, nedostatak adekvatnog financijskog upravljanja doveo je do njegovog kraha. S



druge strane, Johnson & Johnson je postigao dugoročni uspjeh, a 1953. godine osnovao je i zakladu kojom i danas pomaže opremiti zdravstvene radnike na prvoj liniji širom svijeta. Osim toga, ovaj fond investira u inovativna poduzeća i poduzetnike kako bi se osigurala osnovna, kvalitetna zdravstvena usluga i izgradila pravednija budućnost za sve. No, Agrokor je također vodio brigu o potrošačima i o zaštiti okoliša. Uvođenjem sustavnog upravljanja okolišem prema odrednicama međunarodne norme ISO 14001:2004 smanjio je sve vrste onečišćavanja u neposrednom, širem i globalnom okruženju. Shodno tomu, Agrokor koncern tokom poslovanja motrio je kvalitetu i zdravstvenu ispravnost tokom cijelog proizvodnog ciklusa, od sirovina do finalnih proizvoda uključujući i sigurnost na radu. Navedenim potvrđujemo kako oba poduzeća imaju isti cilj – korist za njih, ali i za sve druge u njihovoj okolini.

Svakako, opće je poznato da se veliki broj poduzeća susreće s neuspjesima pri pokušajima preuzimanja pa je važno napomenuti kako su Agrokor koncern i Johnson & Johnson uspješno proveli na više desetaka akvizicija i pripajanja.

Upravo radi navedenoga, Lazibat i sur. (2006) ističu glavne pogreške pri provedbi procesa akvizicija i spajanja:

- nepotpuno istraživanje tržišne pozicije potencijalnog partnera,
- pogreška izvršnih direktora – rezultira željom menadžmenta da se što prije izvrši akvizicija bez adekvatne analize efekata vrijednosti poslovne kombinacije
- pogreška brze integracije poslovanja – unaprijed plaćena premija ne daje jamstvo brzog prinosa i stvaranja vrijednosti,
- pogreška tolerancije negativne sinergije u prvim godinama poslovanja,
- nedosljedna strategija – netočne procjene strateških koristi,
- neadekvatno dubinsko snimanje poduzeća,
- nekompatibilne korporativne kulture,
- odvratanje od postojećeg poslovanja te
- nepostojanje rigoroznog plana tijekom integracije.

Primjer neuspješne akvizicije prepričava Pines (2024) koji navodi kako je u 2005. godini eBay kupio Skype za 2,6 milijardi \$. Kupovna cijena bila je izuzetno visoka obzirom da je Skype u to doba imao samo 7 milijuna \$ prihoda. Akvizicija je provedena kako bi Skype unaprijedio stranicu za licitacije pružajući korisnicima bolju komunikaciju, koju su korisnici na kraju odbacili, smatrajući je nepotrebnom. Tako je ovo jedna od rijetkih akvizicija koja je propala radi pogrešne procjene potražnje potrošača za pojedinim proizvodom.

Pines (2024) ukazuje na jedan primjer neuspjelog spajanja koji datira iz 1998. godine. Tada se njemačko poduzeće Daimler pripojilo američkom poduzeću Chrysler kako bi formirali transatlantsku automobilsku korporaciju. Međutim, financijska i proizvodna sinergija ovog spajanja ubrzo je izbljedjela radi kulturoloških sukoba. Chrysler je imao previše opuštenu kulturu za Daimler-a koji je pristupao poslovanju vrlo strukturirano i hijerarhijski.

## 5. ZAKLJUČAK

Kako bi lakše pristupila međunarodnim tržištima, poduzeća teže ka internacionalizaciji poslovanja kroz akvizicije i pripajanja. Procesi akvizicije i pripajanja vrlo su izazovni, a u većini slučajeva i dugotrajni te imaju značajan utjecaj na interesne skupine.

Osim što šire prisutnost pripajanjem drugih, poduzeća posežu za strategijama vanjskog rasta kako bi postigle dodatnu vrijednost; sinergiju, koja uostalom nije često prisutna pri spajanjima i preuzimanjima zato što menadžment poduzeća-preuzimatelja ima tendenciju precijeniti sinergiju. Uzrok tome najčešće jest nekvalitetno izvedena dubinska analiza tj. takozvano dubinsko snimanje.

Pored neadekvatnog dubinskog snimanja, efikasnost navedenih strategija ovisi o pravilnom izboru ciljanog poduzeća i integraciji nakon procesa preuzimanja ili spajanja. Odabir nekompatibilnog poduzeća uzrokuje stratešku neusklađenost, financijsku nestabilnost i izuzetno naporno kulturno usklađivanje zbog kojega većina zaposlenika preuzetog poduzeća pruža otpor i osjeća nezadovoljstvo što ugrožava uspjeh i rezultira gubitcima.

Također, nepredvidive promjene u okruženju poduzeća donose rizike. Stoga na primjer, dinamične oscilacije tržišnih uvjeta ili regulatornog okruženja imaju značajan učinak na samo započinjanje procesa, obzirom da se državni organi protive kupnji tržišno moćnih poduzeća, zbog čega je analiza eksternih čimbenika imperativ za neometano provođenje transakcije.

Svakako, ovakvi su poduhvati popraćeni enormnim troškovima, stoga nije tajna da poduzeća obično posežu za kreditnim aranžmanima. Osim takvog načina financiranja, preuzimatelji često kombiniraju vlastiti kapital i izdaju dionice ili obveznice. Ključ je osigurati optimalnu strukturu financiranja koja ne samo da osigurava potrebna sredstva za provedbu transakcije, već i održava financijsku stabilnost poduzeća nakon preuzimanja ili spajanja u slučaju izazovnih razdoblja.

Konačno, svojim uspjesima prilikom preuzimanja i spajanja istaknuli su se Agrokor koncern na području Republike Hrvatske te Johnson & Johnson čije je sjedište u Sjedinjenim Američkim Državama, ali svjetske slave. Oba poduzeća detaljno su elaborirana u ovome radu, radi činjenice da su tokom svoga poslovanja uspješno akvizirali i integrirali u svoje poslovne sustave više desetaka poduzeća. Također, tokom godina

predano su provodili društveno odgovorno poslovanje čime su ostavili pozitivan trag u društvu i okolišu.

## POPIS LITERATURE

- 1) Agrokori, službena web stranica, raspoloživo na:  
<https://web.archive.org/web/20120707095548/http://www.agrokori.hr/hr-HR/O-nama/Povijest.htm>
- 2) Agrokori, službena web stranica, raspoloživo na:  
<https://web.archive.org/web/20120719185738/http://www.agrokori.hr/hr-HR/O-nama/Osnovni-podaci.html>
- 3) Bain, J. S. (1951), Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing 1936-1940. Quarterly Journal of Economics, raspoloživo na:  
<https://www.jstor.org/stable/1882217>
- 4) Bertoneel, A. (2006) Akvizicije, Zagreb: Narodne novine
- 5) Brouthers, K. D., Hastenburg, P. V., Ven, J.V. (1998), If most mergers fail why are they so popular, raspoloživo na:  
[https://www.academia.edu/29330560/If\\_Most\\_Mergers\\_Fail\\_Why\\_Are\\_They\\_so\\_Popular](https://www.academia.edu/29330560/If_Most_Mergers_Fail_Why_Are_They_so_Popular)
- 6) Calcagno, R., Falconieri, S. (2009), Competition and dynamics of takeover contests, SSRN Electronic Journal, raspoloživo na:  
[https://www.researchgate.net/publication/23775433\\_White\\_Knights\\_and\\_the\\_Corporate\\_Governance\\_of\\_Hostile\\_Takeovers](https://www.researchgate.net/publication/23775433_White_Knights_and_the_Corporate_Governance_of_Hostile_Takeovers)
- 7) Čolak Mihalik, M., Metode odabrane u procesu preuzimanja kompanija (2006), Vojvođanska banka ad Novi sad, raspoloživo na: [https://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/5\\_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2006-Mihalik.pdf](https://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2006-Mihalik.pdf)
- 8) Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: The Value of Synergy, New Jersey: John Wiley & Sons, raspoloživo na: <https://suhiconsulting.com/wp-content/uploads/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>
- 9) Damodaran, A. (2005): The Value of Synergy, raspoloživo na:  
<https://ssrn.com/abstract=841486>
- 10) Feldman R., E., Hernandez, E. (2021), Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Lifecycles, and Value, Academy of Management Review, VOL. 47, NO. 4, raspoloživo na: [https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/11/Synergy-in-Mergers\\_FeldmanHernandez.pdf](https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/11/Synergy-in-Mergers_FeldmanHernandez.pdf)
- 11) Filipović, D. (2012) Izazovi integracijskih procesa: Rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza, Zagreb: Sinergija
- 12) Georgiades, G., Georgiades, S. (2014), The Impact of an Acquisition on the Employees of the Acquired Company, Journal of Business and Economics: Academic Star Publishing Company, raspoloživo na:  
[https://www.researchgate.net/publication/326518299\\_The\\_Impact\\_of\\_an\\_Acquisition\\_on\\_the\\_Employees\\_of\\_the\\_Acquired\\_Company](https://www.researchgate.net/publication/326518299_The_Impact_of_an_Acquisition_on_the_Employees_of_the_Acquired_Company)

- 13) Grgić, M., Filipović, D., Grgić, K. (2017), Važnost komunikacije u procesu spajanja i preuzimanja poduzeća: Empirijsko istraživanje u Belgiji, Češkoj, Francuskoj, Mađarskoj i Republici Hrvatskoj, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, br.1.: <https://hrcak.srce.hr/file/271860>
- 14) HANFA (2007), Godišnje izvješće 2006., Zagreb, raspoloživo na: <https://www.hanfa.hr/media/3poi0p/gi-2006.pdf>
- 15) Harding, D., Rovit, S. (2004), Preuzimanje i spajanje poduzeća, Zagreb: Poslovni dnevnik, MASMEDIA
- 16) Howson, P. (2006) Due diligence, Zagreb: Poslovni dnevnik, MASMEDIA
- 17) Jensen M. C., Ruback R.S. (1983), The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence , Journal of Financial Economics, raspoloživo na: [https://mx.nthu.edu.tw/~jtyang/Teaching/Corporate\\_Governance/Papers/Jensen,%20Ruback%201983.pdf](https://mx.nthu.edu.tw/~jtyang/Teaching/Corporate_Governance/Papers/Jensen,%20Ruback%201983.pdf)
- 18) Johnson & Johnson, službena web stranica, raspoloživo na: <https://ourstory.jnj.com/timeline>
- 19) Johnson & Johnson, službena web stranica, raspoloživo na: <https://www.jnj.com/innovative-medicine>
- 20) Johnson & Johnson, službena web stranica, raspoloživo na: <https://www.jnj.com/innovation>
- 21) Johnson & Johnson, službena web stranica, raspoloživo na: <https://www.jnjfoundation.com/>
- 22) Lazibat, T., Baković, T. i Lulić, L. (2006). Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Ekonomski pregled, 57 (1-2), 64-79. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/8015>
- 23) Marks, M., Mirvis, P. (1992), Track the impact of mergers and acquisitions, Personnel Journal, raspoloživo na: [https://www.researchgate.net/profile/Philip-Mirvis/publication/248820025\\_Track\\_the\\_impact\\_of\\_mergers\\_and\\_acquisitions/links/558176c308aed40dd8cec737/Track-the-impact-of-mergers-and-acquisitions.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Philip-Mirvis/publication/248820025_Track_the_impact_of_mergers_and_acquisitions/links/558176c308aed40dd8cec737/Track-the-impact-of-mergers-and-acquisitions.pdf)
- 24) Pines, L. (2024), 4 Cases When M&A Strategy Failed for the Acquirer, Investopedia, raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/articles/insights/061816/4-cases-when-ma-strategy-failed-acquirer-ebay-bac.asp>
- 25) Poslovni dnevnik (2010), službena web stranica, raspoloživo na: <https://www.poslovni.hr/strane/udruzili-se-british-airways-i-iberia-144472>
- 26) Poslovni dnevnik (2010), službena web stranica, raspoloživo na: <https://www.poslovni.hr/vijesti/tedeschi-preplatio-droga-kolinsku-151617>
- 27) Poslovni dnevnik (2014), službena web stranica, raspoloživo na: <https://www.poslovni.hr/kompanije/agrokor-kupio-mercator-pregled-dogaaja-na-jednom-mjestu-274331>

- 28) Poslovni dnevnik (2022), službena web stranica, raspoloživo na:  
<https://www.poslovni.hr/domace/rimac-grupa-dobila-investiciju-od-pola-milijarde-aura-planiraju-zaposljavanje-700-ljudi-4339526>
- 29) Shah, R. (2023), Merger And Acquisition of Vodafone and Mannesmann, Journal of Emerging Technologies and Innovative Research (JETIR), raspoloživo na:  
<https://www.jetir.org/papers/JETIR2304A94.pdf>
- 30) Small Business (2021), službena web stranica, raspoloživo na:  
<https://smallbusiness.chron.com/takeover-vs-acquisition-32510.html>
- 31) Statista (2023), Number of merger and acquisition (M&A) transactions in Croatia from 2011 to 2022, raspoloživo na: <https://www.statista.com/statistics/412382/m-and-a-croatia-number-of-deals/>
- 32) Statista (2023), Value of merger and acquisition (M&A) transactions in the United States from 2006 to 2022, raspoloživo na:  
<https://www.statista.com/statistics/420990/value-of-merger-and-acquisition-deals-usa/>
- 33) Tipurić D., G. Markulin (2000) : Strateški savezi: Suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti, Zagreb: Sinergija
- 34) Tipurić, D. i suradnici (2008), Korporativno upravljanje, Zagreb: Sinergija
- 35) Qiao, Y. (2023), Business Strategy and Risk Analysis in Healthcare Economy: A Case Study of Johnson & Johnson, BCP Business & Management, raspoloživo na:  
[https://www.researchgate.net/publication/370577718\\_Business\\_Strategy\\_and\\_Risk\\_Analysis\\_in\\_Healthcare\\_Economy\\_A\\_Case\\_Study\\_of\\_Johnson\\_Johnson](https://www.researchgate.net/publication/370577718_Business_Strategy_and_Risk_Analysis_in_Healthcare_Economy_A_Case_Study_of_Johnson_Johnson)

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1 Taktike pri neprijateljskom preuzimanju.....	8
Tablica 2 Motivi koji su pokretači procesa akvizicije.....	16
Tablica 3 Glavne discipline dubinskog snimanja.....	22
Tablica 4 Ostale discipline dubinskog snimanja .....	23



## **POPIS SLIKA**

Slika 1 Preuzimanje poduzeća .....	7
Slika 2 Spajanje poduzeća .....	11
Slika 3 Vertikalna integracija prema nazad i prema naprijed.....	12
Slika 4 Faze procesa akvizicije prema Peter-u Howsonu.....	18
Slika 5 Faze procesa akvizicije prema Andreju Bertoncelu .....	19
Slika 6 Izvori financiranja .....	28
Slika 7 Akvizicije od 2011. do 2022. U RH.....	31