PREUZIMANJE DIONIČKIH DRUŠTAVA

Opačak, Nikola

Undergraduate thesis / Završni rad

2017

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

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:793959

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

PREUZIMANJE DIONIČKIH DRUŠTAVA

Mentor: **Student:**

dr. sc. Brnabić Ratko **Nikola Opačak**

Split, rujan, 2017.

SADRŽAJ :

1. UVOD 2
1.1. Važni pojmovi 3
1.1.1. Dioničko društvo 3
1.1.2. Dionica 4
2. PREUZIMANJE DIONIČKIH DRUŠTAVA 5
2.1. Zakon o preuzimanju dioničkih društava 5
2.1.1. Objava 5
2.1.2. Zajedničko djelovanje 6
2.1.3. Način zajedničkog djelovanja 7
2.1.4. Uvid u registar dionica 7
2.1.5. Ugovaranje poslova pohrane dionica 7
2.1.6. Obvezni sadržaj ponude za preuzimanje 8
2.1.7. Objava ponude za preuzimanje 9
2.1.8. Povlačenje ponude za preuzimanje 9
2.1.9. Plaćanje i prijenos dionica na temelju ponude za preuzimanje 9
2.1.10. Izvješće o preuzimanju 10
2.2. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja 10
2.3. Položaj dioničara u postupku preuzimanja 12
2.4. Protupreuzimateljske mjere 14
2.4.1. Preventivne protupreuzimateljske mjere 15
2.4.2. Reaktivne protupreuzimateljske mjere 19
3. MOTIVI I RAZLOZI PREUZIMANJA DIONIČKIH DRUŠTAVA 23
3.1. Motivi i vrste preuzimanja 26
3.2. Preuzimanja u RH 27
4. ANALIZA I METODE MJERENJA USPJEŠNOSTI PREUZIMANJA DIONIČKIH DRUŠTAVA 28
4.1. Mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju kretanja cijene dionica 28
4.2. Mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka 29
4.3. Mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti 29
4.4. Isplativost preuzimanja i spajanja 30
4.5. Veličina poduzeća i uspješnost međunarodnog spajanja i preuzimanja 30
4.6. Akvizicijsko iskustvo i uspješnost međunarodnog spajanja i preuzimanja 31
4.7. Primjeri u Hrvatskoj 31
5. ZAKLJUČAK 33
6. LITERATURA 34

1. UVOD

Zakonom o preuzimanju dioničkih društava[1] uređuje se postupak preuzimanja ciljnih društava objavljivanjem ponude za preuzimanje, a sa svrhom zaštite svih dioničara u situaciji kada određeni dioničar stekne kontrolu nad ciljnim društvom. Ciljno društvo se može pobliže opisati sljedećim odredbama :

- Ciljno društvo se definira kao dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj u smislu odredbi Zakona o tržištu kapitala[2], ili čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište države članice Europskog gospodarskog prostora, a nisu uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj, ili dioničko društvo sa sjedištem u drugoj državi Europskog gospodarskog prostora čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište.

Ponuda za preuzimanje je javno objavljena ponuda, obvezna ili dobrovoljna, upućena svim dioničarima ciljnog društva za stjecanje svih dionica s pravom glasa, uz uvjete i na način određen Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, pri čemu ista može istodobno biti upućena i za stjecanje povlaštenih dionica bez prava glasa. Sadržaj ponude, između ostalog, u slučaju pravnih osoba uključuje i podatke o glavnim djelatnostima te osnovne podatke o poslovanju i financijskom položaju ponuditelja.

Obvezna ponuda za preuzimanje nastaje ukoliko fizička ili pravna osoba, neposredno ili posredno, samostalno ili djelujući zajednički, stjecanjem dionica s pravom glasa ciljnog društva prijeđe prag od 25% dionica s pravom glasa ciljnog društva (radi se o kontrolnom pragu).

U slučajevima propisanim Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, unatoč prelasku kontrolnog praga ne nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje pri čemu je potrebno Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih usluga[3] obavijestiti o korištenju iznimke, bez odgode, a najkasnije u roku četiri dana od dana nastanka određenih okolnosti na kojima se temelji iznimka.

[1] Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13

[2] Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16

[3] Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga je samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u čiji djeloi nadležnost spada nadzor financijskog tržišta, nadzora svih pravnih ili fizičkih osoba koje se bave pružanjem financijskih usluga, savjetovanjem na financijskom tržištu, prodajom, posredovanjem ili upravljanjem imovinom korisnika financijskih usluga te nadzor financijskih usluga koje subjekti nadzora pružaju. (u nastavku: Agencija)

Obavijest o korištenju iznimke mora sadržavati osnovne podatke o stjecatelju i ciljnom društvu, iznimku na koju se stjecatelj poziva, opis okolnosti koje se odnose na korištenje iznimke, popis osoba s kojima stjecatelj djeluje zajednički u odnosu na ciljno društvo te dokumentaciju kojom se dokazuju okolnosti koje se odnose na korištenje iznimke. Moguće je i uzastopno korištenje iznimki. Nakon što Hanfa odobri objavljivanje, ponuda za preuzimanje se javno objavljuje u Narodnim novinama te traje 28 kalendarskih dana računajući od dana zadnje objave.

Uprava ciljnog društva dužna je u roku od 10 dana od objave preuzimanja objaviti obrazloženo mišljenje o ponudi za preuzimanje.

Za vrijeme trajanja ponude za preuzimanje, dioničari ciljnog društva koji žele prodati svoje dionice ponuditelju, iste pohranjuju kod depozitara.

Po završetku ponude za preuzimanje ponuditelj plaća i preuzima sve dionice pohranjene kod depozitara za vrijeme roka trajanja ponude za preuzimanje, nakon čega javno objavljuje izvješće o preuzimanju. Objavljivanjem izvješća o preuzimanju završava postupak preuzimanja ciljnog društva

Ukoliko se ne objavi ponuda za preuzimanje, na način i u rokovima propisanim Zakonom o preuzimanju dioničkih društava, ponuditelj nije ovlašten osim isključivo pod uvjetima propisanim prethodno spomenutim zakonom dalje stjecati/ otpuštati niti se obvezivati na stjecanje/ otpuštanje dionica ciljnog društva na drugi način osim ponudom za preuzimanje. U suprotnom podliježe prekršajnoj odgovornosti i može biti tužen od strane ostalih dioničara na obvezno sklapanje ugovora o prodaji dionica.

1.1. Važni pojmovi

1.1.1. Dioničko društvo

Dioničko društvo je trgovačko društvo u kojem članovi sudjeluju s ulozima u temeljnom kapitalu podijeljenom na dionice i ne odgovaraju za obveze društva. Pojam dioničkog društva u pravilu se ne uređuje zakonom. Određenje tog društva u našem pravnom sustavu odgovara onome u drugim pravima.

Iako ga zakoni u nekim zemljama određuju definicijom sadržanom u jednoj rečenici (primjerice u austrijskom i francuskom pravu), u drugima se to čini u više stavaka istog članka, dok se u svim pravnim sustavima dioničkom društvu pripisuju ista obilježja.

Obilježja dioničkog društva po kojima se razlikuje od drugih društava[4] jesu :

- da je pravna osoba
- da je trgovačko društvo
- da je društvo kapitala
- da ima temeljni kapital podijeljen na dionice
- da dioničari ne odgovaraju za obveze društva i
- da je statut temeljni ustrojbeni akt društva.

U poredbenom pravu javlja se i varijanta dioničkog društva, komanditno društvo na dionice koje je do kraja 19 st. bilo oblik društava osoba, ali se danas smatra podvrstom dioničkog društva. Uređuje se propisima o dioničkim društvima. To društvo nije prihvaćeno u našem pravu jer praksa u zemljama u kojima postoji pokazuje da nema veće značenje u gospodarskom životu kao i da broj tih društava stalno opada i da pomalo nestaju.

1.1.2. Dionica

Temeljni kapital dioničkog društva podijeljen je na dionice, što je ujedno i najvažnije je obilježe po kojem se dioničko društvo razlikuje od društva s ograničenom odgovornošću. U Hrvatskoj se propisima ne određuje pojam dionice pa se u tome naše pravo ne razlikuje od drugih prava[5]. Naime, nije uobičajno da se zakonom određuje pojam dionice, nego on obično proizlazi iz zakonskog određenja dioničkog društva.

Na temelju toga u pravnoj se književnosti određuje pojam dionice i tako izbjegava opasnost da se učine pogreške koje su gotovo neizbježne pokuša li se dati zakonska definicija dionice.

Dionica je vrijednosni papir koji izdaje dioničko društvo, a glasi na dio temeljnog kapitala društva i imatelju daje pravo članstva u društvu, tj. prava i obveze koji iz toga članstva proizlaze. Iz toga slijedi da se na dionicu mora gledati kao na:

- dio temeljnog kapitala društva,
- skup članskih prava i obveza imatelja dionice,
- vrijednosni papir

[4] Barbić, J., Pravo društava, Organizator, Zagreb, 2006., str. 4.
[5] Ibid, str. 34.

2. PREUZIMANJE DIONIČKIH DRUŠTAVA

2.1. Zakon o preuzimanju dioničkih društava

Ovim se zakonom[6] uređuju uvjeti za davanje ponude za preuzimanje ciljnih društava, postupak preuzimanja, prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja te nadzor postupka preuzimanja ciljnih društava. Također, Zakonom o preuzimanju dioničkih društava se u pravni poredak Republike Hrvatske prenosi Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje.

U postupku preuzimanja i u ostvarivanju prava i obveza sudionici postupka preuzimanja dužni su se pridržavati sljedećih načela[7]:

- Dioničari ciljnog društva, koji drže dionice ciljnog društva istog roda, na koje se odnosi ponuda za preuzimanje imaju jednak položaj u postupku preuzimanja.
- Dioničari ciljnog društva na koje se odnosi ponuda za preuzimanje moraju imati dovoljno vremena i informacija kako bi potpunim uvidom u stanje stvari mogli odlučiti o ponudi za preuzimanje.
- Uprava i nadzorni odbor ciljnog društva dužni su u razdoblju provođenja postupka preuzimanja postupati u najboljem interesu ciljnog društva.
- Ponuditelj i ciljno društvo dužni su provesti postupak preuzimanja što brže, a ciljno društvo ne smije duže vrijeme od predviđenog biti spriječeno u svom poslovanju.
- Uslijed trgovanja dionicama ponuditelja, ciljnog društva i drugih društava koja sudjeluju u postupku preuzimanja, ne smije doći do poremećaja na tržištu.
- Ponuditelj može objaviti ponudu za preuzimanje tek nakon što u cijelosti osigura novčanu naknadu i druge vrste naknada koje su propisane odredbama ovog zakona.

2.1.1. Objava

Kada Zakon[8] propisuje obvezu objave, objava se mora učiniti putem tržišnog operatera uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice ciljnog društva i u Narodnim novinama.

Smatra se da je obveza objave putem tržišnog operatera uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice ciljnog društva izvršena dostavom obavijesti iz članka 9. stavka 3. i članka 10. stavka

[6] Članak 1. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[7] Članak 3. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[8] Članak 4. Zakona o preuzimanju dioničkih društava

2. Zakona o preuzimanju dioničkih društava, a koju je tržišni operater dužan bez odgode objaviti na svojim internetskim stranicama. Smatra se da je obveza objave u Narodnim novinama izvršena ako je prije isteka roka oglašivač prihvatio narudžbu za objavljivanje u prvom sljedećem izdanju. Uvijek kada sukladno odredbama navedenog zakona postoji obveza objave u Narodnim novinama, dokaz o prihvatu narudžbe za objavu i dokaz o objavi dostavljaju se bez odgode Agenciji.

2.1.2. Zajedničko djelovanje

Osobe koje djeluju zajednički su fizičke i/ili pravne osobe koje surađuju međusobno na temelju sporazuma bilo da se radi o izričitom ili presudnom sporazumu kao i usmenom ili pisanom, čiji je cilj stjecanje dionica sa pravom glasa, usklađeno ostvarivanje prava glasa ili sprječavanje druge osobe u provođenju postupaka preuzimanja, ili koje surađuju s ciljnim društvom na temelju sporazuma.

Za sljedeće osobe smatra se da djeluju zajednički[9]:

- Osobe koje povezuju samo okolnosti u svezi sa stjecanjem dionica.
- Članovi uprave ili nadzornog odbora koji djeluju zajednički.
- Članovi uprave ili nadzornog odbora s društvima u kojima su članovi tih tijela.
- Osobe koje su glavnoj skupštini ciljnog društva predlagale imenovanje ili razrješenje članova uprave ili nadzornog odbora, ili druge odluke, za donošenje kojih je potrebna tročetvrtinska većina prisutnih glasova na glavnoj skupštini i koje su glasale za donošenje takvih odluka.

Pravne osobe, te fizičke osobe djeluju zajednički kad jedna od njih neposredno ili posredno kontrolira drugu ili druge pravne osobe.

Trgovačka društva djeluju zajednički ako su međusobno povezana u smislu odredbi Zakona o trgovačkim društvima[10].

[9] Članak 5. Zakona o preuzimanju trgovačkih društava

[10] Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15

2.1.3. Način zajedničkog djelovanja

Uspostavljanje odnosa zajedničkog djelovanja na temelju sporazuma iz članka 5. stavka 1. Zakona o preuzimanju dioničkih društava izjednačeno je sa stjecanjem dionica sa pravom glasa. Dionicama s pravom glasa stjecatelja pribrajaju se dionice s pravom glasa osoba koje s njim djeluju zajednički.

Kad obveza objavljivanje ponude za preuzimanje nastane uspostavljanjem odnosa zajedničkog djelovanja, smatra se da je obvezi objavljivanja za preuzimanje udovoljeno ako ponudu za preuzimanje objavi bilo koja od osoba koje djeluju zajednički. Ciljno društvo ne može biti ponuditelj[11].

Osobe koje djeluju zajednički, solidarno odgovaraju za ispunjenje svih obveza propisanih ovim zakonom[12].

2.1.4. Uvid u registar dionica

Kada je za ponuditelja nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje, ciljno društvo, odnosno središnje klirinško depozitirano društvo obvezni su ponuditelju, na njegov zahtjev, omogućiti uvid u podatke koji se odnose na dioničare i dionice ciljnog društva, iz depozitorija, odnosno registra dionica[13].

2.1.5. Ugovaranje poslova pohrane dionica

Prije podnošenja zahtjeva za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuditelj je obvezan s depozitarom ugovoriti obavljanje poslova pohrane dionica koje su predmet ponude za preuzimanje.

Ako dionice koje su predmet ponude za preuzimanje ne postoje u obliku elektroničkog zapisa kod Središnjeg klirinškog depozitarnog društva, ponuditelj će obavljanje poslova pohrane dionica ugovoriti s bankom sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, u kojem ugovoru kreditna institucija prihvaća sve propisane obveze i odgovornosti depozitara prema ponuditelju i prema svakom dioničaru koji daje dionice na pohranu, tako da dioničar s osnove ovoga ugoovora ima prema banci zahtjev za naknadu štete.

[11] Članak 6. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[12] Članak 7. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[13] Članak 15. Zakona o preuzimanju dioničkih društava

Za štetu koju dioničar pretrpi u vezi s obavljanjem poslova pohrane dionica ponuditelj i depozitar odgovaraju solidarno. Pri sklapanju ugovora, ponuditelj je obvezan depozitaru dati sve podatke potrebne za pripremu i obavljanje poslova pohrane dionica[14].

2.1.6. Obvezni sadržaj ponude za preuzimanje

Ponuda za preuzimanje[15] mora sadržavati sve neophodne podatke kako bi dioničari mogli odlučiti o prihvaćanju ponude, a osobito:

- tvrtku, sjedište i poslovnu adresu ciljnog društva, iznos upisanog temeljnog kapitala te podatke o vrsti, rodu i broju dionica koje čine temeljni kapital ciljnog društva,
- tvrtku, pravni oblik, sjedište i poslovnu adresu odnosno ime, prezime i adresu ponuditelja, a za pravnu osobu i podatke o glavnim djelatnostima te osnovne podatke o poslovanju i financijskom položaju,
- tvrtku, pravni oblik, sjedište i poslovnu adresu, odnosno ime, prezime i adresu osoba koje s ponuditeljem djeluju zajednički te opis načina zajedničkog djelovanja.
- podatke o vrsti, rodu i broju dionica i glasova ciljnog društva koje drži ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju,
- podatke o vrsti i rodu dionica koje su predmet ponude za preuzimanje,
- postotak dionica koji čini uvjet iz članka 23. stavka 2. točke 2. ovoga Zakona, ako je ponuda za preuzimanje uvjetovana,
- jasnu izjavu da se ponuda za preuzimanje upućuje svim dioničarima ciljnog društva,
- cijenu koju se ponuditelj obvezuje platiti po dionici i način utvrđivanja cijene,
- izvor i način osiguranja naknade za plaćanje dionica koje su predmet ponude za preuzimanje,
- rok plaćanja,
- rok trajanja ponude za preuzimanje,
- tvrtku, sjedište i poslovnu adresu depozitara itd.

Fer vrijednost dionice ciljnog društva procjenjuje se na dan nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje ili na dan javne objave poziva potencijalnim ulagateljima od strane tijela ovlaštenog sukladno odredbama propisa koji uređuje upravljanje i raspolaganje državnom imovinom.

[14] Članak 21. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[15] Članak 22. Zakona o preuzimanju dioničkih društava

2.1.7. Objava ponude za preuzimanje

Ponudu za preuzimanje, ponuditelj je obvezan objaviti[16] u roku od sedam dana od dana primitka rješenja iz članka 24. stavka 3. Zakona o preuzimanju dioničkih društava.
Ponuda za preuzimanje koja je objavljena nakon isteka roka valjana je.
Odmah nakon objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuditelj je obvezan svakog dioničara ciljnog društva obavijestiti o sadržaju ponude za preuzimanje. Dioničaru koji to zahtijeva ciljno društvo obvezno je dati sve informacije kojima raspolaže u svezi s ponudom za preuzimanje. Isto vrijedi i za sve izmjene ponude.
Ponuda za preuzimanje[17] traje 28 dana od dana objave. Rok trajanja ponude za preuzimanje počinje teći od dana kasnije objave. Rok će se produžiti u slučaju objave izmjene ponude za preuzimanje ili objave konkurentske ponude.
Krajnji rok trajanja ponude za preuzimanje i konkurentske ponude ne može biti duži od 60 dana od dana objave prve ponude za preuzimanje.

2.1.8. Povlačenje ponude za preuzimanje

Ponudu za preuzimanje ponuditelj može povući[18] u slučaju:

- objavljivanja konkurentske ponude po višoj cijeni,
- stečaja ciljnog društva.

Ponuditelj je obvezan o povlačenju ponude za preuzimanje bez odgode obavijestiti HANFU i tržišnog operatera uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice, ciljno društvo i depozitara.
Povlačenje ponude za preuzimanje ponuditelj mora objaviti najkasnije sedam dana prije proteka roka trajanja ponude za preuzimanje.
Povlačenje ponude za preuzimanje proizvodi pravne učinke danom objave.

2.1.9. Plaćanje i prijenos dionica na temelju ponude za preuzimanje

Ako je dioničar pohranio dionice u skladu s uvjetima iz ponude za preuzimanje, učinak prihvata ponude za preuzimanje i obveza plaćanja[19] nastaje za ponuditelja istekom roka trajanja ponude za preuzimanje.

[16] Članak 27. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[17] Članak 28. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[18] Članak 33. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[19] Članak 37. Zakona o preuzimanju dioničkih društava

Rok za plaćanj pohranjenih dionica je 14 dana od dana isteka roka trajanja ponude za preuzimanje. Nakon isplate pohranjenih dionica, depozitar će ponuditelju vratiti višak novčanih sredstava, bankovnu garanciju ili zamjenske dionice.
Ponuditelj snosi troškove[20] pohrane dionica, plaća cijenu dionica, snosi sve troškove prijenosa dionica, kao i sve ostale troškove koji proizlaze iz ponude za preuzimanje.

2.1.10. Izvješće o preuzimanju

Nakon isteka roka za plaćanje dionica koje su predmet ponude za preuzimanje, ponuditelj je obvezan izviješće o preuzimanju bez odgode dostaviti Agenciji, ciljnom društvu i tržišnom operateru uređenog tržišta na koje su uvrštene dionce, te ga objaviti u roku od sedam dana.
Izvješće o preuzimanju[21] mora sadržavati sljedeće podatke :

- tvrtku, pravni oblik, sjedište i poslovnu adresu, odnosno ime, prezime i adresu ponuditelja,
- tvrtku, pravni oblik, sjedište i poslovnu adresu, odnosno ime, prezime i adresu osoba koje s ponuditeljem djeluju zajednički,
- tvrtku, sjedište i poslovnu adresu ciljnog društva,
- broj dioničara koji su prihvatili ponudu za preuzimanje,
- broj pohranjenih dionica koje je ponuditelj isplatio i preuzeo,
- broj pohranjenih dionica za koje je sporna činjenica pohrane ili povlačenja iz pohrane,
- broj i postotak dionica ciljno društva koje ponuditelj i osobe koje s njim zajednički djeluju, pojedinačno i ukupno, drže nakon ponude za preuzimanje.

2.2. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja

Odluka o pitanju tko drži dionice ciljnog društva u načelu ovisi o dioničarima i nije u ovlasti uprave. Međutim, u većini slučajeva se transakcije provode prijateljskim preuzimanjem kroz prešutni sporazum s upravom ciljnog društva. To se prije svega primjenjuje u slučajevima sporazumnih transakcija koje imaju za cilj join-venture.[22] Također,

[20] Članak 38. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[21] Članak 39. Zakona o preuzimanju dioničkih društava
[22] U engleskom je jeziku joint venture udruživanje imovine i/ili rada dviju ili više osoba ili tvrtki radi ostvarenja određenog poslovnog cilja u određenom roku. Naziv joint venture u Hrvatskoj označuje ugovor odnosno

postoje slučajevi u kojima određena trgovačka društva pokušavaju steći vlasništvo nad dionicama drugog društva protiv volje istog ili volje njegove uprave[23]. Stoga se prema reakciji uprave na ponudu preuzimatelja, ovisno o tome podržava li je ona i podupire te slijedom toga predlaže dioničarima da je prihvate ili joj se suprostavlja u praksi razlikuju prijateljska i neprijateljska preuzimanja[24].

U slučaju prijateljskih preuzimanja postupak stjecanja kontrole se obavlja uz obostrani sporazum između preuzimatelja i uprave ciljnog društva o uvjetima i načinu ostvarenja postupka preuzimanja.

Prednost prethodno spomenute vrste preuzimanja je u tome što preuzimatelj ima pristup nejavnim podacima o ciljnom društvu, što posljedično olakšava sami postupak pregovaranja o povezivanju s ciljnim društvom, ali i omogućava sprječavanje poduzimanja protupreuzimateljskih mjera.

Ukoliko imamo slučaj neprijateljskog preuzimanja jasno je da je cilj takve vrste preuzimanja najčešće smjena dosadašnje uprave ciljnog društva i postavljanje nove uprave koja bi postizala bolje poslovne rezultate. Neprijateljska su se preuzimanja često pojavljivalja u 80-tim godinama 20. stoljeća.[25]

Pri neprijateljskom preuzimanju preuzimatelj daje javnu ponudu za otkup dionica ciljnog društva, ali bez prethodnog upozorenja ili potencijalnog dogovora s upravom ciljnog društva.

Upravo ovakav način onemogućava upravi poduzimanje protupreuzimateljskih mjera te ista ne može utjecati na uvjete preuzimanja.

U slučaju neprijateljskog preuzimanja postojeća uprava ciljnog društva poduzima određene protupreuzimateljske mjere kojima je cilj sprječavanje realizacije ponude za preuzimanje što može uzrokovati štetu manjinskim dioničarima u ciljnom društvu. Ipak, pojedini autori smatraju da primjena protupreuzimateljskih mjera znači za upravu ciljnog društva bolje uvjete preuzimanja, osobito u situacijama kada se radi o cijeni dionica koju nudi preuzimatelj.

Na taj način članovi uprave ciljnog društva mogu spriječiti prodaju dionica njihovim povlačenjem s burze, smanjenjem njihove vrijednosti, izdavanjem novih dionica ili opcija za kupnju dionica, sniženjem temeljnog kapitala društva, primjenom takozvanih otrovnih

---

sporazum o zajedničkom ulaganju. Vidi http://bolje.hr/rijec/joint-venture-gt-zajednicko-ulaganje-zajednicki-pothvat-tvrtka-zajednickoga-ulaganja-pothvata/65/

[23] Jurić, D., Zubović, A., Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, v. 30, br.1, 291-33, 2009., str. 294.

[24] Maurović, Lj., Ovlast za preuzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava- razvoj regulative, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol.54, br.2, 2004., str. 385.

[25] Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str 295.

pilula[26], uvođenjem kvalificirane većine za donošenje odluka u slučaju neprijateljskog preuzimanja, uvođenjem upravnih odbora koji parcijalno obnavljaju svoje članstvo, uvođenjem ponuda za preuzimanje u dva kruga[27] itd.

Pojmovi prijateljsko i neprijateljsko preuzimanje ne predstavljaju najbolje rješenje.

Sam pojam neprijateljskog preuzimanja navodi na razmišljanje o štetnom preuzimanju. Naime, to je neispravan zaključak o neprijateljskom preuzimanju jer je raspolaganje dionicama predmet autonomne odluke svakog dioničara. Uprava je dužna obavijestiti dioničare o pozitivnim i negativnim posljedicama usvajanja ponude za preuzimanje, pri čemu se ne smije povoditi vlastitim interesima, već interesima dioničara.

Dioničari prodajom svojih dionica u postupku preuzimanja mogu ostvariti dobit u odnosu na ono što su uložili u dioničko društvo, odnosno s obzirom na uvjete pod kojima su dionice prethodno stekli[28].

Preuzimatelj može na različite načine poduzeti neprijateljsko preuzimanje. Najčešći se modaliteti za nastanak neprijateljskog preuzimanja pojavljuju u obliku objavljivanja namjere za davanje javne ponude za preuzimanje ciljnog društva. Kod javne ponude za preuzimanje dolazi do objave ponude za preuzimanje dioničarima ciljnog društva, sukladno pravnim pravilima o postupku preuzimanja dioničkih društava čije su dionice uvrštene u službene kotacije na burzi.

Za razliku od javne ponude, kod *dawn raid* preuzimatelj nastoji prikriveno preuzeti kontrolu nad ciljnim društvom stjecanjem većinskog paketa dionica čime mijenja stajalište manjine u svoju korist.

2.3. Položaj dioničara u postupku preuzimanja

Navedeno je da neprijateljsko preuzimanje može poslužiti kao važni vanjski disciplinirajući mehanizam u odnosima uprave i dioničara u dioničkom društvu. Neprijateljsko preuzimanje omogućava smjenu neefikasne postojeće uprave ciljnog društva, a tim posljedično imenovanje nove uprave, dok prijetnja od primjene neprijateljskog

[26] U praksi se vrlo često kombinira primjena „poison pill" i upravnih odbora koji parcijalno obnavljaju svoje članstvo, kao učinkovita protupreuzimateljska mjera.. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str 295.

[27] Ponude za preuzimanje u dva kruga odlikuje određivanje veće cijene za dionice ciljnog društva koje se stječu u prvom krugu, u odnosu na cijenu dionica koje će se stjecati u drugom krugu. Takve su ponude za preuzimanje u SAD-u načelno zabranjene, ali ako to nije propisano zakonom, dionička društva to mogu odrediti u svojim statutima.

[28] Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 296.

preuzimanja potiče članove uprava u drugim dioničkim društvima na vođenje poslova i zastupanje društva u skladu s interesima dioničara[29]. S ekonomskog stajališta neprijateljsko preuzimanje dovodi do premještanja produktivnih sredstava iz opadajućih gospodarskih sektora u one gospodarske sektore koji jamče veće prihode.

Obzirom da su dioničari slobodni donijeti odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje, bez miješanja uprave ciljnog društva, taj se institut smatra značajnim instrumentom u sustavu korporativnog upravljanja.

U raspravljanju o preuzimanju mogu se spomenuti dva alternativna pristupa primjeni protupreuzimateljskih mjera tako da uspješno preuzimanje može dovesti do ostvarenja značajnijeg porasta cijene dionica društva koje će ostvariti dioničari spomenutog društva u slučaju prihvaćanja ponude, no istodobno se ugrožava sigurnost položaja članova uprave ciljnog društva. Promatrajući primjenu protupreuzimateljskih mjera sa stajališta uprave ciljnog društva, onda se navedene mjere poduzimaju od strane neefikasnih članova uprave ciljnog društva, kako bi oni sačuvali svoj položaj, ujedno smanjujući mogućnost uspješnog okončanja postupka preuzimanja ciljnog društva.

Dakako, uprava ciljnog društva može poduzimati protupreuzimateljske mjere kako bi došlo do porasta cijene dionica ciljnog društva u ponudi za preuzimanje i na taj način ostvaruju interese dioničara. Može se zaključiti da otpor ponudi za preuzimanje potencijalno dovodi do situacije u kojoj preuzimatelj povisuje svoju prvotnu cijenu iz ponude za preuzimanje, kao i pojave konukrentske ponude za preuzimanje trećih preuzimatelja te se na taj način inicira aukcija.

Kada se radi o položaju upravnih tijela ciljnog društva u postupku preuzimanja, ukazano je na postojanje bitnih razlika između SAD-a, Velike Britanije i drugih europskih država.[30]

Pravni režim u Velikoj Britaniji i drugim europskim državama u pogledu poduzimanja protupreuzimateljskih mjera ide u prilog dioničara ciljnog društva. Zakonodavstva europskih država u pravilu predviđaju primjenu obvezne ponude za preuzimanje, uprava ciljnog društva ima na raspolaganju manji broj protupreuzimateljskih mjera te ima obvezu pribaviti suglasnost dioničara ciljnog društva za poduzimanje protupreuzimateljskih mjera.

Takva su rješenja našla svoj odraz i u odredbama Trinaeste direktive o preuzimanju dioničkih društava, koja je nastala pod snažnim utjecajem engleskog The City Codea.

[29] Ibid, str. 297.

[30] Maurović, Lj., Mjere obrane od ponude za preuzimanje – rješenja u europskom pravu i pravu SAD-a, Hrvatska pravna revija, vol.4, br. 4/2004., str. 22.

Tako se u članku 9. Trinaeste direktive primjenjuje pravilo neutralnosti uprave pri poduzimanju protupreuzimateljskij mjera.[31]

Od trenutka objave ponude do trenutka objave uspješnog okončanja ponude za preuzimanje, odnosno njezinog neuspjeha, uprava ciljnog društva ne može poduzeti bilo koju mjeru koja bi mogla ugroziti realizaciju ponude za preuzimanje, osim ako prethodno za to pribavi suglasnost dioničara ciljanog društva. U članku 12. Trinaeste direktive određuje se da države članice mogu staviti rezerve na primjenu odredbi članka 9. stavka 2. i 3. Na taj se način državama članicama daje mogućnost osigurati primjenu protupreuzimateljskih mjera.

2.4. Protupreuzimateljske mjere

Protupreuzimateljske mjere se mogu podijeliti u dvije skupine: preventivne i reaktivne mjere[32]. Preventivne mjere su one mjere koje uprava ciljnog društva primjenjuje prije pojave neprijateljskog preuzimanja, kojima se ciljno društvo čini manje atraktivnim za potencijalna preuzimanja. Preventivne mjere se mogu definirati i kao dugoročne strateške mjere koje uprava ciljnog društva poduzima onda kada smatra da je društvo izloženo preuzimanju, zbog niske cijene dionica društva, uvjeta na tržištu kapitala ili financijske nužde.

Da bi se preventivne mjere mogle poduzeti potrebno je pribaviti suglasnost dioničara ciljnog društva, a poduzimanje mjera ukazuje na spremnost uprave ciljnog društva da očuvaju autonomiju društva u ostvarenju njegovih ciljeva.

S druge strane, reaktivne protupreuzimateljske mjere uprava ciljnog društva poduzima u slučajevima kada je već uslijedila ponuda za preuzimanje koja ima karakter neprijateljskog preuzimanja i kada se želi eliminirati konkretni preuzimatelj. Prethodno objašnjene mjere predstavljaju kratkoročne taktičke mjere usmjerene protiv postojeće neprijateljske ponude za preuzimanje, koje se primjenjuju na dan ili nakon objave ponude za preuzimanje.

Reaktivne protupreuzimateljske mjere također predstavljaju određene financijske odgovore na uvjete iz ponude za preuzimanje, lobiranja i medijske aktivnosti, žalbe regulatornim i političkim tijelima te pronalaženje potencijalnog alternativnog preuzimatelja. Primjenom reaktivnih mjera se ne postavljaju trajne prepreke neprijateljskim preuzimanjima, a dobrobit dioničara se nastoji ostvariti postizanjem najveće cijene za dionice ciljnog društva u postupku preuzimanja.

[31] Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str. 300.
[32] Ibid, str. 300.

2.4.1. Preventivne protupreuzimateljske mjere

1. *Poison pills*

Otrovne pilule (poison pills) [33] predstavljaju protupreuzimateljsku mjeru kod koje ciljno društvo nudi svojim dioničarima prodaju dionica, bilo ciljnog društva, bilo društva preuzimatelja po cijenama koje su niže od tržišne vrijednosti tih dionica onda kada dođe do uspješnog preuzimanja ciljnog društva.

Upravo tako dolazi do obezvrjeđivanja dionica ciljnog društva, kako bi preuzimatelj ostvario gubitke na svom ulaganju. Poison pills se primjenjuju u dva osnovna oblika : flip-in i flip-over. Koristeći otrovne pilule s flip-in pravima dodjeljuju se prava na stjecanje dodatnih dionica ciljnog društva po bitno nižoj cijeni dioničarima ciljnog društva[34], izuzev preuzimatelju. Spomenuta prava se dodjeljuju u situaciji kada preuzimatelj neželjeno stekne ranije utvrđeni postotak dionica ciljnog društva ili objavi svoju ponudu za preuzimanje, preko koje je u mogućnosti steći taj postotak (radi se o postotku između 10% i 20%).

Kada se uzme u obzir da pravo na stjecanje dionica ciljnog društva po povoljnijoj cijeni nema preuzimatelj, on trpi smanjenje vrijednosti onih dionica koje je sam stekao.

S druge strane, kod otrovnih pilula s flip-over pravima nakon fuzije ciljnog društva i preuzimatelja, odnosno prodaje značajnog dijela imovine ciljnog društva preuzimatelju, svaki dioničar, osim preuzimatelja stječe pravo na stjecanje dionica preuzimatelja po bitnoj nižoj cijeni od njihove tržišne cijene. Na taj način, dioničari ciljnog društva stječu disproporcionalni udio u temeljnom kapitalu preuzimatelja, a preuzimatelj opet trpi gubitke.

Prednost poison pills je da ne dovode do smanjenja vrijednosti dionica ciljnog društva, pa ono i dalje ostaje atraktivno za potencijalno preuzimanje. Zaključno, primjenom otrovnih pilula dolazi do povećanja vrijednosti dionica ciljnih društava koja su se opredijelila za njihovu primjenu.[35]

Nadalje, prednost primjene otrovnih pilula se očituje i u činjenici da njezinu primjenu može usvojiti upravni odbor ciljnog društva bez posebne suglasnosti dioničara ciljnog društva, kao štu upravni odbor može naknadno izmijeniti prava iz otrovnih pilula.

---

[33] Poison pills se javljaju sredinom 80-tih godina 20. stoljeća u SAD-u i pokazale su se kao jedno od najučinkovitijih sredstava za borbu protiv neprijateljskog preuzimanja. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str. 301.

[34] Npr. po cijeni od 50% tržišne vrijednosti ciljnog društva. Vidi u Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 301.

[35] Istraživanje koje je proveo J.P. Morgan pokazalo je da su od 1997. godine trgovačka društva koja su se odlučila na primjenu ove portupreuzimateljske mjere ostvarila 4% veću vrijednost svojih dionica pri preuzimanju, u odnosu na ona društva koja nisu primjenila ovu mjeru, Vidi Pearce, John A. II, Robinson, Richard B., Jr., Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth, Business Horizons, vol. 47, No. 5, September-October 2004., str. 18, Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 302.

U formalnom smislu otrovne pilule su dividenda koja se isplaćuje ovlaštenicima za kupnju dionica i upravni odbor ima isključivu ovlast za donošenje odluke o isplati dividende. Otrovna pilula može biti usvojena bez suglasnosti dioničara.
Nažalost ovu protupreuzimateljsku mjeru, koja se pokazala i više nego uspješna u SAD-u, nije moguće primjeniti u Velikoj Britaniji i drugim europskim državama, stoga se ona ni ne pojavljuje u praksi preuzimanja dioničkih društava u tim državama.

2. *Dualistički sustav unutarnjeg ustrojstva dioničkog društva*

Države koje su prihvatile dualističko ustrojstvo dioničkog društva[36] u kojem postoji uprava i nadzorni odbor imaju naprirodniji način obrane od neprijateljskog preuzimanja. Ukoliko preuzimatelj želi postići kontrolu nad ciljnim društvom, od velike je važnosti mogućnost identificiranja članova uprave koje imenuje nadzorni odbor.
Članovi uprave mogu biti opozvani i prije isteka njihova mandata, kada za to postoji važan razlog. Međutim, kod opoziva članova nadzornog odbora glavnu riječ odnosno odluku vodi glavna skuština ciljanog društva i to kvalificiranom većinom. Za preuzimatelja je također važna činjenica o petogodišnjem mandatu članova uprave i četverogodišnjem mandatu članova nadzornog odbora, a važna je iz razloga što se preuzimatelj može naći u položaju da je dužan čekati duži niz godina kako bi mu se ukazala potencijalna mogućnost preuzimanja ciljnog društva. Zaključno, u konkretnom slučaju preuzimatelj bi imao kvalificiranu većinu, ali bi mu preuzimanje bilo onemogućeno iz razloga protivljenja članova uprave i nadzornog odbora ciljnog društva.

3. *Izdavanje različitih vrsta dionica radi utjecaja na strukturu dioničara i njihovo pravo glasa*

Jedna od mjera kojima se mogu sprječavati neprijateljska preuzimanja je i mogućnost izdavanja dionica uz isključenje prava prvenstva postojećih dioničara ili izdavanja zamjenjivih obveznica[37]. Izdavanjem obveznica uz isključenje prava prvenstva, uprava dobiva na raspolaganje dionice koje onda može dodijeliti onim dioničarima za koje je sigurna da neće prihvatiti ponudu za preuzimanje.
Tako se potencijalnom preuzimatelju omogućava stjecanje tih istih dionica, a samim time i većinski udio u temeljnom kapitalu ciljnog društva. Dakako, to stvara veći trošak postupka

[36] Kao što su npr: Slovenija, Danska, Hrvatska, Njemačka i Nizozemska.
[37] Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str. 304.

preuzimanja, budući da se ponuda mora odnositi na sve dionice ciljnog društva. Zasigurno najveći problem predstavlja pronalazak dioničara od povjerenja koji će postupiti sukladno očekivanjima uprave ciljnog društva. Nadalje, postoji mogućnost izdavanja dionica uz ograničenje prava glasa[38]. Na taj način se statutom dioničkog društva može ograničiti korištenje prava glasa. Ograničenje je moguće odrediti pri osnivanju društva, u statutu ili naknadnom izmjenom statuta, koja zahtijeva odluku glavne skupštine tri četvrtinskom većinom temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini.[39] Ovo je ograničenje moguće primijeniti isključivo u odnosu na one dionice kojima se ne trguje na organiziranom tržištu vrijednosnih papira te se ono ne primijenjuje kod donošenja odluka za koje je zakonom ili statutom propisano da se donose posebnom većinom koja se određuje po temeljnom kapitalu društva.

Dioničko društvo može donijeti odluku o izdavanju i povlaštenih dionica bez prava glasa. Izdavanje takve vrste dionica treba predvidjeti statutom društva, a njihova ukupna količina je ograničena na polovinu iznosa temeljnog kapitala dioničkog društva.[40] Na taj način dioničko društvo prikuplja kapital izvana, a da pritom ne zadire u postojeću strukturu dioničara u društvu i njihovo pravo glasa. Tako uprava ciljnog društva utječe na strukturu dioničara.

Statutom dioničkog društva moguće je propisati da je za prijenos dionica koje glase na ime[41] potrebno pribaviti suglasnost dioničara društva. Izdavanje dionica na ime umjesto dionica na donositelja, uprava ima bolji uvid u strukturu dioničara te može unaprijed prepoznati namjeru preuzimanja i primijeniti odgovarajuće mjere. Takvu suglasnot daje uprava te se statutom mogu propisati i razlozi za uskratu davanja takve suglasnosti.

U hrvatskom pravu vinkulacija se može uvesti samo glede dionica koje nisu izdane u nematerijaliziranom obliku. Time su iz mogućnosti primjene vinkulacije isključene one dionice koje su uvrštene na organiziranome tržištu vrijednosnih papira.

4. *Stjecanje vlastitih dionica*

Stjecanjem vlastitih dionica ciljno društvo može povećati cijenu svojih dionica na burzi uslijed povećanja potražnje za dionicama ciljnog društva. Na taj način se se može otežati preuzimanje ciljnog društva a ujedno se mogu i povećati troškovi istog.

---

[38] Vidi članak 291. st. 1. Zakona o trgovačkim društvima

[39] Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 305.

[40] Članak 169. st. 2. i članak 296.-297. Zakona o trgovačkim društvima

[41] Dionice na ime se moraju upisati u registar dionica koji vodi uprava dioničkog društva te se tim upisom dokazuje i svojstvo dioničara društva. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str. 306.

Kada se uzme u obzir da cijena dionica na burzi ovisi o raznoraznim čimbenicima, osim onih koji djeluju na tržištu, moguće je da ne dođe do željenog povećanja cijene dionica ciljnog društva. Međutim, stjecanjem vlastitih dionica ciljno društvo smanjuje svoja likvidna sredstva te se optizimira kapitalna struktura. Ciljno društvo na taj način postaje manje aktraktivno za preuzimanje, s obzirom da preuzimatelj nema na raspolaganju ta likvidna sredstva. S druge strane, pozitivnim pravom postavljena su brojna ograničenja pri stjecanju vlastitih dionica[42].
Tako je ukupan iznos vlastitih dionica koje dioničko društvo može steći i držati ograničen na iznos od 10% temeljnog kapitala društva, a to je u pravilu nedovoljno za sprječavanje neprijateljskog preuzimanja.
Ta se ograničenja postavljaju jer se stjecanjem vlastitih dionica može ugroziti temeljni kapital društva, a ujedno su moguće i zlouporabe od strane uprave društva.
U pravilu društvo može steći vlastite dionice samo na temelju odluke glavne skupštine kojom se daje ovlast upravi da stječe vlastite dionice. U točno određenim slučajevima uprava može i bez te odluke stjecati vlastite dionice. Na taj način je poduzimanje ove protupreuzimateljske mjere uvjetovano prethodnom suglasnošću dioničara ciljnog društva.

5. *Crowns jewels*

Prodaja vrijedne imovine društva koju preuzimatelj ima namjeru steći rižična je protupreuzimateljska mjera. Na taj način ciljno društvo postaje manje atraktivno za preuzimanje. Ovo se može poduzeti samo u ekstremnim situacijama iz razloga što će ovakvo djelovanje u konačnici naštetiti samom ciljnom društvu[43].
Također, ovakvo ponašanje nije spojivo s obvezom neutralnosti članova uprave ciljnog društva i u konkretnom slučaju zahtijevat će se odobrenje glavne skupštine ciljnog društva.
Sličnu protupreuzimateljsku mjeru predstavlja i kupnja nove imovine, odnosno drugog trgovačkog društva od strane ciljnog društva, koja može otežati postupak preuzimanja. Naime, u tom slučaju može doći do pojave nedopuštenih koncentracija na tržištu, što otežava ostvarenje postupka preuzimanja ciljnog društva.[44]

[42] Stjecanje vlastitih dionica je ograničeno iz razloga zbog kojih se one mogu stjecati, ukupnog iznosa vlastitih dionica koje društvo može posjedovati, obveze formiranja rezervi za stjecanje vlastitih dionica te obveze da se one otuđe u određenom roku. Vidi članak 233., 235., i 236. Zakona o trgovačkim društvima
[43] Moguće je također prenijeti vrijednu imovinu ciljnog društva na društvo- kćeri čiji je jedini dioničar ciljno društvo, a dionice društva- kćeri se onda podijele dioničarima ciljnog društva na pro rata osnovi u obliku dividende. Vidi Krause, N., The New German Takeover Law: An overview of the New Regime, Internacional and Comparative Corporate Law Journal, Vol.4, Issue 4/2002., Str. 362., Jurić, D., Zubović, A., op.cit., str. 308.
[44] Na taj način, uslijed provedbe odredaba o zaštiti tržišnog natjecanja, društvo-preuzimatelj ne može zadržati stečene dionice, već ih je dužno otuđiti. Vidi Krause, N., op.cit., str. 362.

2.4.2. Reaktivne protupreuzimateljske mjere

1. *Konkurentska ponuda*

U slučaju objave ponude za preuzimanje, uprava ciljnog društva može zauzeti negativno stajalište o ponudi i potražiti konkurentsku ponudu[45] kako bi osigurala najveću moguću cijenu za dionice ciljnog društva. Uprava pribavlja ponudu od strane prijateljskog ponuditelja, kako bi na taj način osujetila prvotnu neprijateljsku ponudu za preuzimanje.[46]
Mogućnost pribavljanja konkurentske ponude predviđa i Trinaesta direktiva, pa je tako ona predviđena u zakonodavstvima brojnih europskih država. Realizacija konkurentske ponude može biti u određenim slučajevima poprilično otežana.
Uzmimo na primjer situaciju ako je za stjecanje udjela u određenom ciljnom društvu potrebno prethodno pribaviti suglasnost regulatornih tijela, konkurentski ponuditelj mora pribaviti tu suglasnost, kao i neprijateljski ponuditelj, a kako je konkurentski ponuditelj taj postupak otpočeo kasnije, pretrpjet će određene štete uzrokovane razlikom u vremenu stavljanja ponude. S druge strane, potraga članova uprave za konkurentskom ponudom može stvoriti predodžbu da je određeno ciljno društvo na prodaju.
Konkurentska ponuda predstavlja iznimku od pravila o neutralnosti uprave ciljnog društva u vremenu trajanja samog postupka za preuzimanje.
Praksa pokazuje da se konkurentska ponuda primjenjuje često kao protupreuzimateljska mjera i da je vrlo učinkovita, u odnosu na ostale protupreuzimateljske mjere.

2. *Mišljenje uprave ciljnog društva o ponudi za preuzimanje*

Mogućnosti uprave ciljnog društva da nakon objave ponude za preuzimanje poduzme protupreuzimateljske mjere ograničena je u pravima europskih država.
S druge strane, članak. 9. st. 5. Trinaeste direktive propisuje obvezu uprave ciljnog društva izraditi i objaviti svoje mišljenje o ponudi i navesti razloge na kojima se ono temelji.
Sukladno tome u pravnim propisima europskih država predviđena je takva obveza za upravu ciljnog društva[47]. Mišljenje uprave ciljnog društva predstavlja značajan instrument koji može

[45] Engl. White knight
[46] U stranoj literaturi koristi se pojam friendly offeror kako bi se istaknula suprotnost od neprijateljskog ponuditelja za kojega se koristi pojam hostile offeror. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 309.
[47] Članak 41. Hrvatskog Zakon o preuzimanju dioničkih društava, članak 34. Slovenskog Zakona o prevzemih, članak 27. njemačkog Wertpapiererwerbs- und Ubernahmegesetz, Rule 25 engleskog City Code. Pritom valja ukazati da to mišljenje u njemačkom pravu zajedno usvajaju uprava i nadorni odbor ciljnog društva. U hrvatskom pravu to mišljenje sastavlja uprava ciljnog društva, dok je u starom Zakonu o preuzimanju dioničkih

odrediti sudbinu konkretne ponude za preuzimanje, pa ako se uprava ciljnog društva izjasni pozitivno o ponudi, dioničari ciljnog društva će takvu ponudu prihvatiti.
S druge strane, uprava ciljnog društva može dati i negativno mišljenje, te se na taj način ono pretvara u protupreuzimateljsku mjeru. Ovo mišljenje nije obvezujuće i konačnu odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje donose dioničari.
Zaključno, postoji odgovornost članova uprave ciljnog društva za točnost podataka sadržanih u njihovom mišljenju o ponudi.

3. *Obrambena rekapitalizacija*

U slučaju korištenja obrambene rekapitalizacije, uprava ciljnog društva mora bez iznimke pribaviti suglasnost svih dioničara ciljnog društva. Na taj način se pruža mogućnost izbora dioničarima, odnosno u mogućnosti su prihvatiti ponudu za preuzimanje ili prihvatiti korist iz mjera obrambene rekapitalizacije. Cilj ovih mjera je osigurati dioničarima ciljnog društva izravnu, kratkoročnu ekonomsku vrijednost i očuvati dioničarsku strukturu u ciljnom društvu, kao odgovor na ponudu za preuzimanje.
Vrlo često se u praksi povećava opća razina dugova u ciljnom društvu te se povećava proporcionalni broj glasova kojima raspolažu članovi uprave ciljnog društva i njihovi saveznici kao i radnici ciljnog društva.[48]
Koristeći mjere obrambene rekapitalizacije, uprava ciljnog društva može povećati opću razinu zaduženosti ciljnog društva, izdavati nove redovne ili povlaštene dionice postojećim dioničarima ili trećim prijateljskim osobama, stjecati vlastite dionice radi vraćanja viška gotovine dioničarima, isplatiti uvećanu dividendu, kupovati novu imovinu za ciljno društvo itd.[49]
Mjere obrambene rekapitalizacije nakon objave ponude za preuzimanje uprava ciljnog društva ne smije odnosno ne može poduzeti jednostrano, već mora pribaviti suglasnost svih dioničara ciljnog društva. Ta obveza pribavljanja suglasnosti dioničara za prethodno objašnjene mjere predviđena je i nacionalim propisima koji uređuju materiju postupaka za preuzimanje dioničkog društva i općim propisima prava društava.[50]

---

društava iz 2002. to mišljenje sastavljao nadzorni odbor ciljnog društva. Slovenski zakonodavac koristi pojam poslovodstvo ciljnog društva, što obuhvaća upravu ili upravni odbor ciljnog društva kao nadležne za donošenje tog mišljenja. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 309.
[48] Ibid, str. 310.
[49] Kenyon-Slade, S., Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice, Oxford University Press, Oxford, New York, 2004., str. 712.-713.
[50] Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 310.

4. Pacman

Primjenom ove protupreuzimateljske mjere uprava ciljnog društva ima za cilj sprječavanje preuzimatelja u realizaciji ponude za preuzimanje istovremenim davanjem protuponude[51] za stjecanje dionica društva preuzimatelja.

Naime, primjena ove metode se nije pokazala učinkovitom i praktičnom budući da iziskuje dodatna financijska sredstva za realizaciju, a propisi o dioničkim društvima s uzajamnim udjelima ograničavaju mogućnost ostvarivanja prava iz takvih dionica[52].

Od velike su važnosti odabir trenutka davanja i kvaliteta protuponude nakon objave neprijateljske ponude za preuzimanje ciljnog društva.

5. *Greenmail*

Ime ove mjere potječe od uvjerenja da potencijalni preuzimatelji iznuđuju takve isplate od uprave ciljnog društva kako bi odustali od svoje namjere preuzimanja društva.

Naime, riječ je o mjeri kod koje ciljno društvo stječe vlastite dionice po uvećanoj cijeni od dioničara koji s druge strane imaju namjeru pokrenuti postupak neprijateljskog preuzimanja.[53] Zauzvrat taj dioničar odustaje od preuzimanja ciljnog društva. Primjenom mjere greenmaila izbjegavaju se prisilne ponude za preuzimanje s niskom cijenom za dionice ciljnog društva i uklanjanje opasnosti od razarajućih natjecanja za stjecanje kontrole u ciljnom društvu.[54]

Ova mjera se često koristila u 80-im i 90-im godinama 20.stoljeća, međutim doživljava kritike te se uslijed novih zakonodavnih promjena koje su išle za njegovim ograničavanjem,[55] učinkovitosti poison pillsa (otrovnih pilula) i novog sustava oporezivanja takvih isplata primjenjuje sve rjeđe.

Kritike usmjerene na primjenu greenmail mjere se očituju u tome da članovi upravnog odbora ciljnog društva koriste imovinu društva u svrhu očuvanja svojih pozicija, čime se povećavaju

[51] Engl. counter offer

[52] Takvo ograničenje predviđa čl. 511. Zakona o trgovačkim društvima koji propisuje da se ograničava ostvarenje prava iz udjela društva s uzajamnim udjelima koja imaju udjele u veličini od 25%- 50%, ako im je poznato takvo sudjelovanje, odnosno ako su obaviješteni o stjecanju takvog kvalificiranog udjela sukladno čl. 478. Zakona o trgovačkim društvima, a najviše do 25% svih udjela drugog društva. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 310.

[53] Engl. Dissent shareholder, aggressor

[54] Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 311.

[55] Npr. zakoni pojedinih saveznih država SAD-a određuju obvezu pribavljanja suglasnosti dioničara za svaku greenmail isplatu bilo kojem dioničaru društva koji ima udio veći od 5% iznosa temeljnog kapitala društva. Sličnu odredbu i samo ciljno društvo može uvrstiti u svoj statut. Vidi ibid, str. 311.

agencijski troškovi, te su takve isplate nepravične jer koristi od njih ima samo pojedinačni dioničar, dok ostali dioničari trpe smanjenje vrijednosti svojih dionica.[56]
U pravu europskih država primjena greenmaila je zabranjena.

5. Vođenje sudskih i upravnih postupaka kao protupreuzimateljska mjera

Pokretanje sudskih i upravnih postupaka protiv preuzimatelja predstavlja mjeru koja usporava postupak preuzimanja, no u pravilu nije učinkovita na duže razdoblje. Svrha takvih postupaka jest pribavljanje sudskih ili upravnih odluka kojima se onemogućava preuzimatelja da stekne kontrolni paket dionica, a istovremeno ciljno društvo poduzima druge mjere kojima je cilj sprječavanje preuzimanja, odnosno pribavljanje povoljnijih ponuda za preuzimanje.
Ciljno društvo se može odlučiti na pokretanje postupaka protiv preuzimatelja u tri segmenta.

1. Ciljno društvo može pokrenuti odgovarajući postupak pred nacionalnim regulatornim tijelom zbog povrede propisa i zaštiti tržišnog natjecanja, budući da u slučaju uspješnog okončanja postupka preuzimanja nastaje zabranjena koncentracija na tržištu.
2. Ciljno društvo može pokrenuti postupak pred nacionalnim regulatornim tijelom zbog nedovoljnog objavljivanja podataka na temelju kojih dioničari ciljnog društva donose odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje.[57]
3. Pokretanje sudskog postupka zbog prijevare koju je počinio preuzimatelj u postupku preuzimanja, no ovakva se tužba u praksi rijetko primjenjuje zbog teškoća u dokazivanju.

Prednost vođenja ovakvih postupaka očituje se u dobivanju vremena u postupku pregovaranja o ponudi za preuzimanje i njezinom poboljšanju, što doprinosi uspješnosti okončanja postupka preuzimanja.

[56] Time se ugrožava načelo jednakog položaja dioničara. Primjena greenmaila otvara mogućnost njegove zlouporabe kroz opetovanu pojavu dioničara koji prijete ciljnom društvu kao i pojavu pseudo-ponuda za preuzimanje kako bi došlo do isplata, Kenyon- Slade, S., op. cit., str. 406.
[57] U Republici Hrvatskoj postupak preuzimanja nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Ponuditelj ima obvezu dostaviti obavijest o nastanku obveze objave ponude za preuzimanje Agenciji, ciljnom društvu, burzi i uređenom javnom tržištu na kojem je odobreno trgovanje dionicama ciljnog društva te istu bez odgode objaviti. Vidi Jurić, D., Zubović, A., op. cit., str. 312.

3. MOTIVI I RAZLOZI PREUZIMANJA DIONIČKIH DRUŠTAVA

Preuzimanje se može odvijati kupovinom dionica na burzi ili kupovinom udjela kada je riječ o društvu s ograničenom odgovornošću. Kada se ponuda za pripajanje uputi upravi poduzeća koje se namjerava akvizirati, tada se radi o prijateljskoj akvizaciji, dok se u drugim slučajevima mogu pronaći elementi neprijateljske akvizacije.

Kada se radi o kupovini ispod 25% vlasništva, formalno se ne smatra preuzimanjem prema hrvatskim zakonima, jer tek nakon prelaska tog praga postoji obveza javne ponude preko burze, što prati i nadzire Agencija.

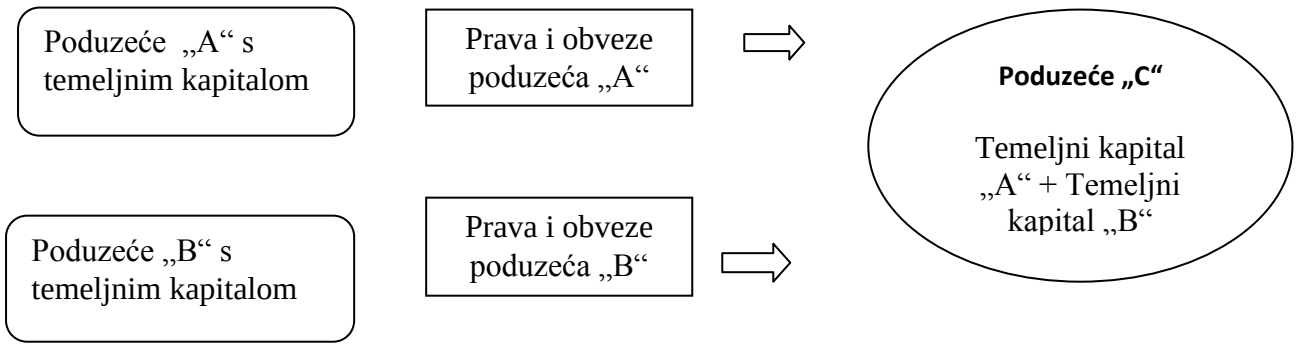
Ukoliko preuzimatelj stekne 25,1% do 50% vlasništva, preuzimanje je realizirano, odnosno preuzimatelj ima utjecaja na vođenje politike upravljanja ciljanim poduzećem, ali ne bez suglasja s drugim vlasnicima s obzirom da nije priskrbio kontrolni paket dionica.

Ukoliko se ostvari stjecanje kontrolnog paketa dionica, odluke Uprave ciljnog društva mogu se kretati u dva pravca :

1. Spajanje s preuzimateljem
2. Pripajanje preuzimatelju

1. *Spajanje*

Spajanje je oblik rasta poduzeća u kojem od dva ili više poduzeća, pravnih subjekata, nastaje jedno novo poduzeće, novi pravni subjekt dok se stari brišu iz registra[58]. Spajanje podrazumijeva spajanje dva ili više pravnih subjekata u novi, a da se pri tome ne provodi likvidacija tih društava, nego cjelokupna njihova imovina i obveze prelaze u novonastali pravni subjekt.



Izvor: Jurić, D., Zubović, A., Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva

[58] Škuflić, L., Šokčević, S., Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u Hrvatskom Gospodarstvu, Belgrade, June 16, 2016., str.100.

Spajanjem poduzeća nastaje novi pravni subjekt koji ima više poslovnih jedinica, ovisno o tipu spajanja. Ekonomisti razlikuju tri vrste spajanja:

1. horizontalna i vertikalna spajanja
2. uzvodna i nizvodna
3. konglomerati

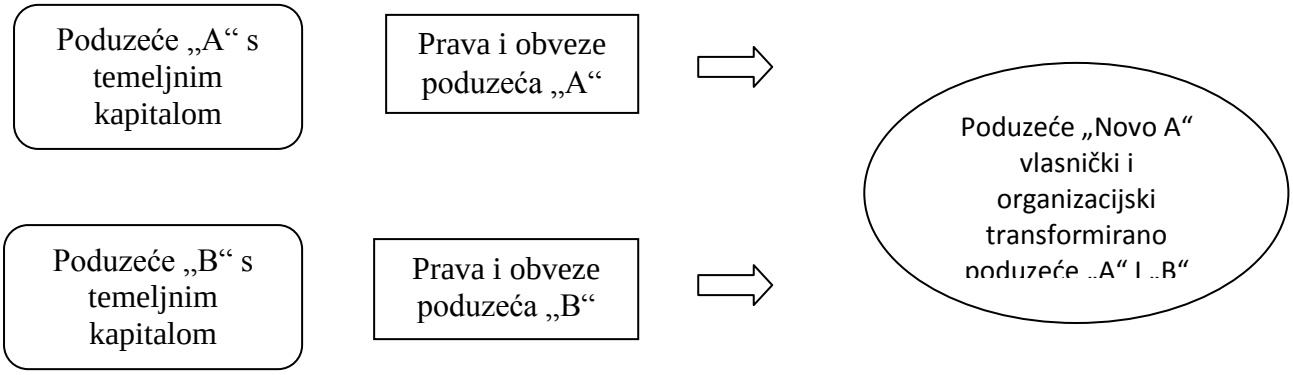
1) Horizontalna spajanja se odvijaju između dva gospodarska subjekta iz iste industrije koje proizvode iste ili slične proizvode na istom geografskom tržištu. Vertikalno se spajanje odvija između dva poduzeća pri različitim fazama proizvodnog procesa.
2) Uzvodno i nizvodno spajanje je u ovisnosti da li se poduzeće roditelj uključuje u poduzeće kćeri ili obrnuto. Kada se društvo kćerka[59] uključuje u društvo roditelja[60], spajanje se opisuje kao uzvodno spajanje, dok je u situaciji kada se društvo roditelj spajanjem uključuje u društvo kćerku riječ o nizvodnom spajanju.
3) Konglomerati predstavljaju spajanje u kojem se pod jedinstveno vlasništvo spoje poduzeća koja proizvode različite proizvode, odnosno nisu pripadnici iste djelatnosti, te nema jasnih supstitucijskih ili komplementarnih odnosa.

Spajanje se primjenjuje zbog poboljšanja performansi poduzeća kao i šire ekonomske performanse uslijed bolje učinkovitosti s kojom se poslovna imovina koristi.
Osim ekonomskih razloga zašto se neka spajanja provode, razloge također treba tražiti u političkim promjenama vlasti.[61]

2. *Pripajanje*

Pripajanje podrazumijeva da se jedan poslovni subjekt pripoji drugom – preuzimatelju, pri čemu se ovaj prvi pravni subjekt ne likvidira, ali i može, već nastavlja poslovanje unutar poduzeća kojem se pripojio. Naime, pripajanjem nestaje pravna sposobnost poduzeća koje se pripojilo te ono nastavlja djelovanje unutar drugog subjekta.
Ovim činom dolazi i do vlasničkih transformacija poduzeća primatelja i pripojenog mu poduzeća. Nakon pripajanja, poduzeće koje je pripojeno gubi pravnu osobnost dok poduzeće kojem se pripajaju ne gubi, ali dolazi do vlasničke i organizacijske promjene u tom poduzeću.

[59] Engl. Subsidiary company
[60] Engl. Parent company
[61] Škuflić, L., Šokčević, S., op. cit., str.101.



Izvor: Škuflić, L., Šokčević, S., Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u Hrvatskom Gospodarstvu

3.1. Motivi i vrste preuzimanja

Motive preuzimanja moguće je prikazati na sljedeći način :

Povećanje prihoda	**Smanjenje troškova**	**Povećanje efikasnosti**
Povećana prodaja kroz širenje postojećeg tržišta (domaći i inozemni M&A) Jačanje monopolske moći i mogućnost prodaje proizvoda po većoj cijeni (cjenovna diskriminacija) Razvijanje novih proizvoda Jačanje pregovaračke moći u procesu prodaje	Niža cijena potrebnih resursa u poslovanju Manje porezno opterećenje resursa Dostupnost rijetkih resursa Atraktivne lokacije Posjedovanje patenata i licenci Pristup distribucijskim kanalima	Veća produktivnost faktora prozvodnje Bolja tehnološka rješenja Razvijenija infrastruktura Ekonomija obujma i ekonomija obuhvata Racionalizacija poslovanja kroz objedinjivanje zajedničkih funkcija poslovanja

Izvor:Škuflić, L., Šokčević, S., Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u Hrvatskom Gospodarstvu

S obzirom na sjedište poduzeća koja sudjeluju u procesu preuzimanja razlikuju se domaća i inozemna preuzimanja. O domaćem preuzimanju se radi kada prava ili fizička osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj preuzima poduzeće sa sjedištem u Republici Hrvatskoj.

Inozemno preuzimanje, prema hrvatskom zakonodavstvu, podrazumijeva da je barem jedno od društava koja sudjeluju u procesu valjano osnovano po pravu RH, dok je drugo društvo osnovano po pravu druge države Europske Unije ili države koja je stranka ugovornica Ugovora o europskom ekonomskom prostoru.

3.2. Preuzimanja u RH

Prema podacima HANFA-e u Hrvatskoj je u procesu preuzimanja u razdoblju od 2002. do 2012. ukupno ostvareno 199 preuzimanja, među kojima je ukupno bilo 2 preuzimanja čiji je stjecatelj bilo poduzeće sa sjedištem izvan Republike Hrvatske ili nije imalo podružnicu registriranu u Republici Hrvatskoj što spada u inozemna preuzimanja, ali čiji je udio preuzimatelja bio iznad 25%. Različitost definiranja praga preuzimanja utječe na različit broj inozemnih preuzimanja u odnosu na podatke HNB.

Djelatnosti u kojima su se ostvarila preuzimanja su različite, ali s aspekta vrijednosti su to svakako farmaceutska industrija i proizvodnja rafiniranih naftnih proizvoda. Preuzimanja u bankarskom sektoru dominirala su u 2002. godini, a nešto manje značajna su bila i u 2005. (59%) i 2011. godini (11%). U proizvodnji piva ostvarena su preuzimanja čija je dominacija na godišnjoj razini bila razvodna u 2003. godini (58%) te 2009.godini (85%), a u manjem obimu 2004. godini (19%). U hotelijerstvu su preuzimanja bila intezivna 2004., 2007. (22%), 2005. (32%), 2007. (48%) te 2011. godine (12%).

Promatrano po vrijednosti najviše je preuzimanja ostvareno u prerađivačkoj industriji, dok je po broju podjednak udio uslužnog sektora i prerađivačke industrije[62].

[62] Škuflić, L., Šokčević, S., op. cit., str.105.

4. ANALIZA I METODE MJERENJA USPJEŠNOSTI PREUZIMANJA DIONIČKIH DRUŠTAVA

U praksi se koriste tri grupe metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja[63]. Prvoj grupi pripadaju metode koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica. Drugoj grupi pripadaju metode koje uspješnosti spajanja i preuzimanja mjere na temelju računovodstvenih i financijskih podataka. Trećoj grupi pripadaju metode koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere izračunom ekonomske dodane vrijednosti.

4.1. Mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju kretanja cijene dionica

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

Opća formula je :

$$r_{a,t} = \frac{P_{a,t} - P_{a,t-n} + D_{a,t}}{P_{a,t-n}}$$

gdje je $r_{a,t,}$ - prinos dionice u razdoblju t, $P_{a,t}$ – cijena dionice u trenutku, $P_{a,t-n}$ – cijena dionice u trenutku t-n i $D_{a,t}$ – isplata dobitaka u razdoblju t.

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

Prema Ziegenbeinu[64], postoje dvije teorije učinkovitosti financijskih tržišta :

1. uobičajna financijska teorija čiji predstavnici smatraju da su financijska tržišta učinkovito obradila sve informacije koje su u određenom trenutku bile javno dostupne, zbog čega pojedinac ne može ostvariti prednost pred drugima,
2. bihevioristička znanstvena financijska teorija čiji predstavnici polaze od toga da iracionalnost na financijskim tržištima često vode do usporavanja razvoja tržišta.

[63] Matić, B., Bilas, V., Bači, V., Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Ekonomski vjesnik, 1, 2011., str. 12.
[64] Vidi Ziegenbein, K., Kontroling, Zagreb, RRiF-plus

4.2. Mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka

Prednost je ovih metoda u tome što one mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i preuzimanja, te su usredotočene na rezultate poduzeća. Operativni rezultati poduzeća trebali bi biti točan pokazatelj uspješnosti poduzeća bez obzira na kretanje cijene dionica, tj. psihologije tržišta. Osim špekulanata, čiji interes i nije obuhvaćen ovim istraživanjem, investitori dugoročno ulažu u dionice, te volatilnost dionica ne utječe previše na njihovu percepciju uspješnosti poduzeća, pogotovo ako imaju značajniji udio u vlasništvu.

Uobičajena metoda uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka jest računanje operativnog novčanog toka prije poreza. Operativni novčani tok prije poreza jest zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, te je jednak operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju.

Prednost korištenja operativnog novčanog toka prije poreza u odnosu na druge računovodstvene i financijske podatke u tome je što na njega ne utječe računovodstveni tretman amortizacije ili neoperativne aktivnosti.[65]

4.3. Mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih podataka također se može kritizirati jer takav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara. Naime, takav pristup ignorira trošak kapitala, tj. ne uključuje oportunitetni trošak. Iako poduzeće može imati solidne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor ne bi mogao bolje proći ulažući u neke druge, jednako rizične investicije. Osim toga računovodstvenim podacima može se manipulirati, te im se ne može vjerovati sa sto postotnom sigurnošću.

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti ima sličnosti s metodom mjerenja neto sadašnje vrijednosti, a u posljednje je vrijeme privukla pažnju i praktičara i teoretičara. Ekonomska dodana vrijednost je u biti procijenjana realna dobit za promatranu godinu, te se obično znatno razlikuje od računovodstvene dobiti. Ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženog kapitala. Računovodstvena neto dobit je

[65] Matić, B., Bilas, V., Bači, V., op. cit., str. 13

precijenjena jer ne oduzima trošak kapitala prilikom izračuna neto dobiti. Ekonomska dodana vrijednost ispravlja taj nedostatak.
Ekonomska dodana vrijednost nije ništa drugo nego proširenje neto sadašnje vrijednosti. Neto sadašnja vrijednost projekta je projekcija sadašnje vrijednosti ekonomske dodane vrijednosti projekta za cijelo razdoblje projekta.

4.4. Isplativost preuzimanja i spajanja

Uspješnost preuzimanja i spajanja moguće je analizirati prema različitim oblicima spajanja i preuzimanja, načinu na koji se provode ili faktorima koji utječu na spajanje i preuzimanje. Postoje i vrlo radikalne teorije, na primjer prema hubris hipotezi, spajanja i preuzimanja ne donose aspolutno nikakve koristi. Prema toj hipotezi tijekom preuzimanja vrijednost poduzeća koje je kupac pada, vrijednost preuzimanog poduzeća raste, a kombinirana vrijednost ova dva poduzeća je nešto niža nego prije preuzimanja. Prema istraživanju Andradea, Mitchella i Stafforda[66], spajanja i preuzimanja u prosjeku uspijevaju stvoriti vrijednost za dioničare. Proučavajući 3688 spajanja i preuzimanja od 1973. do 1998. godine, dolaze do zaključka da su poduzeća uključena u spajanja i preuzimanja nadmašila ostala u prosjeku za 1,8 %. Njihovo istraživanje također pokazuje da su poduzeća koja su bila kupci u prosjeku izgubila 0,7 % na vrijednosti, dok su preuzeta poduzeća povećala vrijednost u prosjeku 16%.
Healy, Palepu i Ruback[67] proučavali su 50 najvećih spajanja i preuzimanja u SAD-u te zaključili da su ta poduzeća nakon spajanja i preuzimanja znatno popravila svoje operativne rezultate.

4.5. Veličina poduzeća i uspješnost međunarodnog spajanja i preuzimanja

Istraživanja koja proučavaju ovisnost uspješnosti spajanja i preuzimanja o veličini poduzeća idu u dva smjera. Prva grupa istraživanja usredotočuje se na aspolutnu veličinu akvizitera, dok se druga grupa bavi relativnim odnosom veličina akvizitera i preuzimanog poduzeća.

[66] Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E., New Evidence and Perspectives on Merger, Journal of Economic Perspectives, 2001., Matić, B., Bilas, V., Bači. V., op. cit., str. 14.
[67] Healy, P. M., Palepu, K. G. i Ruback, R. S., Does Corporate Performance Improve after Mergers?, Journal of Financial Economic, vol. 31, 1999., Matić, B., Bilas, V., Bači. V., op. cit., str. 14.

4.6. Akvizicijsko iskustvo i uspješnost međunarodnog spajanja i preuzimanja

Akvizicijsko iskustvo ima utjecaja na uspješnost spajanja i preuzimanja, iako ne uvijek pozitivno. Različiti autori dolaze do različitih i ponekad kontradiktornih rezultata, ali uglavnom se slažu da vrlo iskusni i uspješni akviziteri dobro prolaze u spajanju i preuzimanju, dok uspjeh manje i srednje iskusnih akvizitera ovisi o okolnostima. Također, akviziteri s većim iskustvom češće će se upuštati u nova spajanja i preuzimanja. Autori koji proučavaju serije spajanja i preuzimanja uglavnom se slažu da su nova preuzimanja manje profitablina od prethodnih, što interpretiraju na različite načine.

Heleblian i Rajagopalan[68] proučavali su 2523 spajanja i preuzimanja banaka (579 akvizitera) u SAD-u, u razdoblju od 1988. do 2001. godine. Došli su do zaključka da će akviziteri češće ulaziti u spajanja i preuzimanja kako postaju iskusniji u spajanju i preuzimanju. Osim tog zaključka navode da akviziteri iz uzorka ostvaruju veće povrate kako postaju iskusniji u spajanju i preuzimanju.

Ahern[69] proučava poduzeća koja su više puta ulazila u spajanja i preuzimanja i to na uzorku 12942 spajanja i preuzimanja (4879 akvizitera) u razdoblju od 1981. do 2004. godine, te također zaključuje kako povrati akvizitera koji često ulaze u spajanja i preuzimanja padaju. To objašnjava tako što akviziteri ulaze u veća spajanja i preuzimanja, što dovodi aspolutno do većih zarada, ali uz smanjenju profitabilnost. Također zaključuje da je preuzimanje javnih poduzeća manje profitabilno nego preuzimanje privatnih poduzeća, a kako akviziteri rastu, češće preuzimaju javna poduzeća, što također utječe na pad profitabilnosti.

4.7. Primjeri u Hrvatskoj[70]

1. Podravka d.d. je multinacionalna prehrambena kompanija sa sjedištem u Koprivnici. Najpoznatija je po proizvodnji vegete koja je i njezin najjači brend. Osim vegete bavi se proizvodnjom i ostalih prehrambenih proizvoda kao i pića. U svom sastavu ima i farmaceutsku kompaniju Belupo. Osim Hrvatske prisutna je i na tržištima svi zemalja bivše Jugoslavije, i to Ukrajine, Poljske, Rusije, Češke, a prisutna je i u nekim prekooceanskim zemljama. Dana 31.12. 2014. Grupa Podravka je imala 5341 zaposlenika. U 2015. godini

[68] Vidi Haleblian, J., Kim, J., Rajagopalan, N., The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Comercial Banking Industry, Academy of Management Journal, 49, 2006., Matić, B., Bilas, V., Bači, V., op. cit., str. 18.

[69] Ahern, K. R., The returns to repeat acquirers, 2009., Matić, B., Bilas, V., Bači, V., op. cit., str. 19.

[70] Srećko Bihar, Hrvatske akvizicije u inozemstvu kao oblik izravnih ulaganja, Zbornik radova 24. Tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista „ Ekonomska politika Hrvatske u 2017.“, Opatija, 2016., 168-190

ostvarila je ukupni prihod u iznosu od 3.777,2 mil. kuna i neto dobiti u iznosu od 398,0 mil. kuna. Prema vlasničkoj strukturi najveći pojedinačni udio ima Republika Hrvatska sa 25,4%, zatim slijede hrvatski mirovinski fondovi 42%, zbirni skrbnički račun za Unicredit Bank Austrija AG 7,7,%, trezorske 2,5% i ostali dioničari sa 22,4% dionica. Cijena dionice 31.12.2015. godine iznosila je 334 kune, a tržišna kapitalizacija 2.378,2 mil. kuna. Kompanija je nastala 1947. godine na temeljima nekadašnje tvornice pekmeza i prerade voća – Wolf, te kasnije postala poznata u zemlji i inozemstvu po proizvodnji univerzalnog dodatka jelima-Vegeti. Kompanija je u 2015.godini započela s gradnjom nove Belupove tvornice krutih i polukrutih te tekućih oblika lijekova, u čiju gradnju i opremanje Podravka Grupa ulaže 390 milijuna kuna i koja bi trebala biti dovršena tokom tekuće 2017. godine.

2. Atlantic Grupa je jedna od vodećih prehrambenih kompanija u regiji s poznatim regionalnim robnim markama koje, uz asortiman vanjskih partnera, podržava snažan vlastiti sustav distribucije u regiji. Proizvodi Atlantic Grupe imaju značajnu prisutnost u Rusiji, zemljama ZND-a i zapadne Europe, a s asortimanom sportske prehrane Atlantic je vodeća europska kompanija u ovom segmentu. Atlantic Grupa ukupno zapošljava 5300 ljudi. Sjedište kompanije nalazi se u Zagrebu, proizvodni pogoni nalaze se u Hrvatskoj, Njemačkoj, Sloveniji, Makedoniji, BiH i Srbiji, a predstavništva tvrtke u 12 zemalja. Osnovana je 2001. godine na temeljima Atlantic Tradea koji je osnovan 1991. godine. Prva akvizicija je bila kupnja Cedevite 2001. godine od Plive d.d. Od tada se tvrtka povećava i to većinom neorganskim rastom tj. akvizicijama u Hrvatskoj i regiji. Zadnja akvizicija je bila srpske prehrambene tvrtke Foodland 2015. godine. Krajem 2007. godine Atlantic Grupa je u free float Zagrebačke burze pustila 31% dionica, što je u to vrijeme predstavljalo najveću javnu ponudu dionica jedne kompanije u privatnom vlasništvu. U srpnju 2010. godine Atlantic Grupa je provela dokapitalizaciju izdavši 864305 novih dionica. Atlantic grupa u vlasništvu je 50,2% Emila Tedeschia, 25,2% Mirovinskih fondova, 6% EBRD-a, 5,2% Lade Tedschi Fiorio, 1,1% menadžmenta i 11,7% ostalih dioničara.

5. ZAKLJUČAK

Transakcije spajanja i preuzimanja jedno su od glavnih obilježa suvremenog svjetskog poslovnog sustava. Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, drugim riječima spajaju se poduzeća u istoj grani industrije. Preuzimanje poduzeća podrazumijeva svako podređivanje neke tvrtke drugoj, odnosno situacije kada jedna kompanija preuzima kontrolu nad drugom. Jedan od najčešćih razloga za pokretanje spajanja i preuzimanja je ostvarenje sinergija, posebno kada se radi o sinergiji troškova.

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

U Hrvatskoj je 2015. godine zabilježena 41 transakcija spajanja i preuzimanja u vrijednosti od 10,7 miljardi eura. Radi se o najmanjem broju transakcija od 2012. godine., međutim vrijednost je znatno veća u odnosu na prethodne godine.

6. LITERATURA

1. Ahern, K. R., The returns to repeat acquirers, 2009.

2. Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E., New Evidence and Perspectives on Merger, Journal of Economic Perspectives, 2001.

3. Barbić, J., Pravo društava, Organizator, Zagreb, 2006.

4. Haleblian, J., Kim, J., Rajagopalan, N., The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Comercial Banking Industry, Academy of Management Journal, 49, 2006.

5. Healy, P. M., Palepu, K. G. i Ruback, R. S., Does Corporate Performance Improve after Mergers?, Journal of Financial Economic, vol. 31, 1999.

6. Jurić, D., Zubović, A., Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljnog društva, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, v. 30, br.1, 291-33, 2009.

7. Kenyon-Slade, S., Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice, Oxford University Press, Oxford, New York, 2004.

8. Krause, N., The New German Takeover Law: An overview of the New Regime, Internacional and Comparative Corporate Law Journal, Vol.4, Issue 4/2002.

9. Maurović, Lj., Mjere obrane od ponude za preuzimanje – rješenja u europskom pravu i pravu SAD-a, Hrvatska pravna revija, vol.4, br. 4/2004.

10. Maurović, Lj., Ovlast za preuzimanje mjera zaštite od ponude za preuzimanje dioničkih društava- razvoj regulative, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, vol.54, br.2, 2004.

11. Matić, B., Bilas, V., Bači, V., Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Ekonomski vjesnik, 1, 2011.

12. Pearce, John A. II, Robinson, Richard B., Jr., Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth, Business Horizons, vol. 47, No. 5, September-October 2004.

13. Srećko Bihar, Hrvatske akvizicije u inozemstvu kao oblik izravnih ulaganja, Zbornik radova 24. Tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista „ Ekonomska politika Hrvatske u 2017.“, Opatija, 2016.

14. Škuflić, L., Šokčević, S., Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u Hrvatskom Gospodarstvu, Belgrade, June 16, 2016.

15. Ziegenbein, K., Kontroling, Zagreb, RRiF-plus

16. Zakon o preuzimanju dioničkih društava, Narodne novine, br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13

17. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15

18. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16

19. http://bolje.hr/rijec/joint-venture-gt-zajednicko-ulaganje-zajednicki-pothvat-tvrtka-zajednickoga-ulaganja-pothvata/65/