PREUZIMANJE KOMPANIJA PUTEM BURZI VRIJEDNOSNICA I OBRANE OD NEPRIJATELJSKOG PREUZIMANJA

Ban, Josipa

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:124:433296

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 KOMPANIJA PUTEM BURZI VRIJEDNOSNICA I OBRANE OD NEPRIJATELJSKOG PREUZIMANJA

Mentorica:

doc. dr. sc. Ana Kundid Novokmet

Studentica:

Josipa Ban

Broj indeksa: 4166582

Split, srpanj 2017. godine

SADRŽAJ

1. UVOD 2

2. TEORIJSKI OKVIR PREUZIMANJA KOMPANIJA POSREDSTVOM BURZI VRIJEDNOSNICA 3

2.1. Pojam preuzimanja 3

2.2. Faze postupka preuzimanja 4

2.3. Uloga burzi vrijednosnica u postupku preuzimanja 7

2.4. Zakonodavstvo u postupcima preuzimanja: primjer Hrvatske 8

3. PRIJETNJE NEPRIJATELJSKOG PREUZIMANJA I STRATEGIJE OBRANE 11

3.1. Pojam i vrste neprijateljskog preuzimanja 11

3.2. Obrane od neprijateljskog preuzimanja 12

4. PRAKTIČNI PRIMJERI PREUZIMANJA KOMPANIJA PUTEM BURZI VRIJEDNOSNICA 16

4.1. Trendovi u preuzimanjima 16

4.2. Primjer preuzimanja: Atlantic Grupa-Droga Kolinska 19

4.3. Primjer obrane od neprijateljskog preuzimanja u slučaju Plive 22

5. ZAKLJUČAK 25

LITERATURA 27

POPIS SLIKA 28

POPIS TABLICA 29

SAŽETAK 30

SUMMARY 31

1. UVOD

Integracijski procesi čine bitan dio suvremenog poslovnog svijeta još od devetnaestog stoljeća, te su tako od iznimne važnosti za poslovni uspjeh kompanija. Poduzeću se putem preuzimanja pruža pristup novim tržištima i resursima, a uspjeh ili neuspjeh preuzimanja od velike je važnosti ne samo za poduzeća koja sudjeluju u tim transakcijama nego i za širi krug interesno-utjecajnih skupina tog procesa, te na jedne može djelovati pozitivno, a na druge negativno. U današnjem dinamičnom gospodarskom okruženju, poduzeća su često suočena s odlukama koje se tiču ovih akcija. Posao menadžmenta neke kompanije je maksimiziranje vrijednosti vlasničkog kapitala, odnosno povećanje vrijednosti za dioničare. Kroz procese preuzimanja kompanija može razviti konkurentske prednosti i na kraju povećati vrijednost dionica, no mnogo je slučajeva gdje se sa procesom preuzimanja druge kompanije naštetilo kompaniji koja je imala ulogu stjecatelja. Sama uspješnost procesa preuzimanja ovisi o mnogo faktora. Situacija se dodatno komplicira ukoliko je posrijedi neprijateljsko preuzimanje, jer kompanija meta ima na raspolaganju razne metode obrane. Izloženo predstavlja problem istraživanja koji glasi: utvrditi postupak preuzimanja kompanija putem burzi vrijednosnica te faktore o kojima ovisi uspješnost preuzimanja uz predočavanje različitih načina obrane od neprijateljskog preuzimanja.

Ovim istraživanjem će se donijeti zaključci o prednostima i nedostacima preuzimanja kompanija putem burzi vrijednosnica, te obujmu takvih postupaka na izabranim burzama vrijednosnica. Navedeno predstavlja ciljeve ovog rada.

Metode koje su korištene u radu su: metoda analize, metoda sinteze, komparativna metoda, metoda deskripcije, metoda konkretizacije, metoda studije slučaja, metoda klasifikacije, metoda kompilacije, metoda indukcije te metoda dedukcije.

Rad se sastoji se od pet tematskih cjelina. Nakon uvoda kao prve, druga tematska cjelina obrađuje teorijski okvir preuzimanja kompanija posredstvom burzi vrijednosnica. Prijetnje neprijateljskog preuzimanja i strategije obrane objedinjuje treća cjelina, dok četvrta cjelina sadrži praktične primjere preuzimanja kompanija putem burzi vrijednosnica. Zaključak je posljednja, peta cjelina.

2. TEORIJSKI OKVIR PREUZIMANJA KOMPANIJA POSREDSTVOM BURZI VRIJEDNOSNICA

2.1. Pojam preuzimanja

Preuzimanje poduzeća jedan je od načina promjene vlasništva nad poduzećem.

Prema Ziegenbeinu „o preuzimanju poduzeća (takeover) ili „merger&acquisitions“ transakciji (M&A) se govori ako poduzeće izravnom investicijom stekne drugo poduzeće odnosno njegove dijelove. Prilikom kupnje poslovnih udjela, preuzeto poduzeće dalje pravno samostalno nastavlja.“[1] Tvrdi da su motivi za strateški M&A projekt između ostalog i povećanje veličine poduzeća, ostvarenje dodane vrijednosti, generiranje vanjskog rasta, osiguranje isporuka ili prodaje i iskorištavanje sinergija kako bi se uštedjelo na troškovima.

Filipović ističe da se „preuzimanje (engl. takeover) odnosi na kupnju kontrolnog interesa od strane poduzeća „A“ u poduzeću „B“. Kontrolni interes znači kupnju više od 50% dionica s pravom glasa poduzeća „B“. Poduzeće preuzimatelj (engl. bidder) obično je veće od poduzeća - mete, tj. poduzeća koje se kupuje (engl. target).“[2]

Prema DePamphilisu akvizicija se događa kada jedna kompanija preuzme kontrolni udio u drugom poduzeću, podružnicu drugog poduzeća, ili odabranu imovinu druge kompanije poput proizvodnog pogona. Akvizicija može uključivati kupnju imovine druge kompanije ili dionica, prilikom čega preuzeta kompanija nastavlja postojati kao pravno stečena podružnica.[3]

Prema Sikavici i Novaku prilikom akvizicije se događa pripajanje jednog ili više poduzeća drugom. Naziv „parent company“ dodjeljuju roditeljskoj kompaniji koja je pripojila drugu, a kompanija koja se pripojila dobiva naziv „subsidiary“, tj. podružnica. Podružnica, u ovom slučaju, može zadržati svoje ime, ali i ne mora. Ona postaje integralnim dijelom roditeljske kompanije.[4] Birgham i Ehrhardt smatraju da preuzimanje nastaje kada osoba ili poduzeće uspije svrgnuti menadžment i preuzme kontrolu nad tim poduzećem.[5]

[1]Ziegenbein, K. (2008): Kontroling, RRiF-plus, Zagreb, str. 285.
[2]Filipović, D. (2012): Izazovi integracijskih procesa, Sinergija – nakladništvo d.o.o., Zagreb, str. 17.
[3]DePamphilis, D. M. (2010): Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities, AcademicPress, San Diego, str. 20.
[4]Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija, Informator, Zagreb, str. 98.
[5]Birgham, E.F., Ehrhardt, M.C. (2008): Financial Management: TheoryandPractice, 12th ed., Thomson South-Western, Mason, Ohio, str. 305., dostupno na: http://bib.convdocs.org/v39266/?download=1[23.09.2016.]

Engleski termini „acquisition“ i „takeover“ često se rabe kao sinonimi. Oba procesa se događaju kada jedno poduzeće kupuje drugo. Mala razlika je u tome što se naziv „acquisition“ češće upotrebljava za preuzimanja koja imaju prijateljski karakter, dok se termin „takeover“ više koristi za neprijateljsko preuzimanje, u kojemu se poduzeće-meta opire preuzimanju.[6]U Velikoj Britaniji termin „takeover“ koristi se za preuzimanja poduzeća čije dionice kotiraju na tržištu kapitala, a termin „acquisition“ za preuzimanja poduzeća čije dionice ne kotiraju na tržištu kapitala.[7]

U prošlom stoljeću u svjetskom se, a posebice američkom poslovnom sektoru dogodila značajna transformacija. Gaughan navodi da je to bilo razdoblje „merger“ valova kada je veliki broj tvrtki spajanjima i preuzimanjima stvorio kompanije velikih investicijskih kapaciteta i proizvodnih mogućnosti. Sjedinjene Američke Države su zemlja sa najvećim iskustvom u fuzijama i akvizicijama i u tim aktivnostima evidentno je prisustvo pet velikih perioda ili valova integracija. Prva četiri vala odigrala su se u narednim periodima: od 1897. – 1904. godine; od 1916. – 1929. godine; od 1965. – 1969. godine; od 1984. – 1989. godine. Krajem osamdesetih godina smanjuje se broj integracija, da bi se početkom devedesetih njihov broj povećao, u okviru petog vala integracija, koji je do 2007. godine još bio u toku.[8]

Kao što je vidljivo pojam preuzimanja definira se i interpretira različito kod različitih autora. Uglavnom se slažu da se radi o kupnji jednog poduzeća (ili nekog njegovog dijela) od strane drugog poduzeća, ali postoje razmimoilaženja ovisno o tome je li preuzeto poduzeće nastavlja samostalno s radom, ili gubi pravnu osobnost te se pripaja roditeljskoj kompaniji. Preuzimanje je samo po sebi složen proces koji je izražen kroz više faza, koje će detaljnije biti prikazane u sljedećem dijelu rada.

2.2. Faze postupka preuzimanja

Preuzimanje nekog poduzeća je jedan od načina investiranja kapitala. Sama odluka da se preuzme neko poduzeće počiva na vjerovanju da će to donijeti povećanje vrijednosti dioničkog kapitala. Poduzeće mora imati strategiju u koju se preuzimanje može i treba

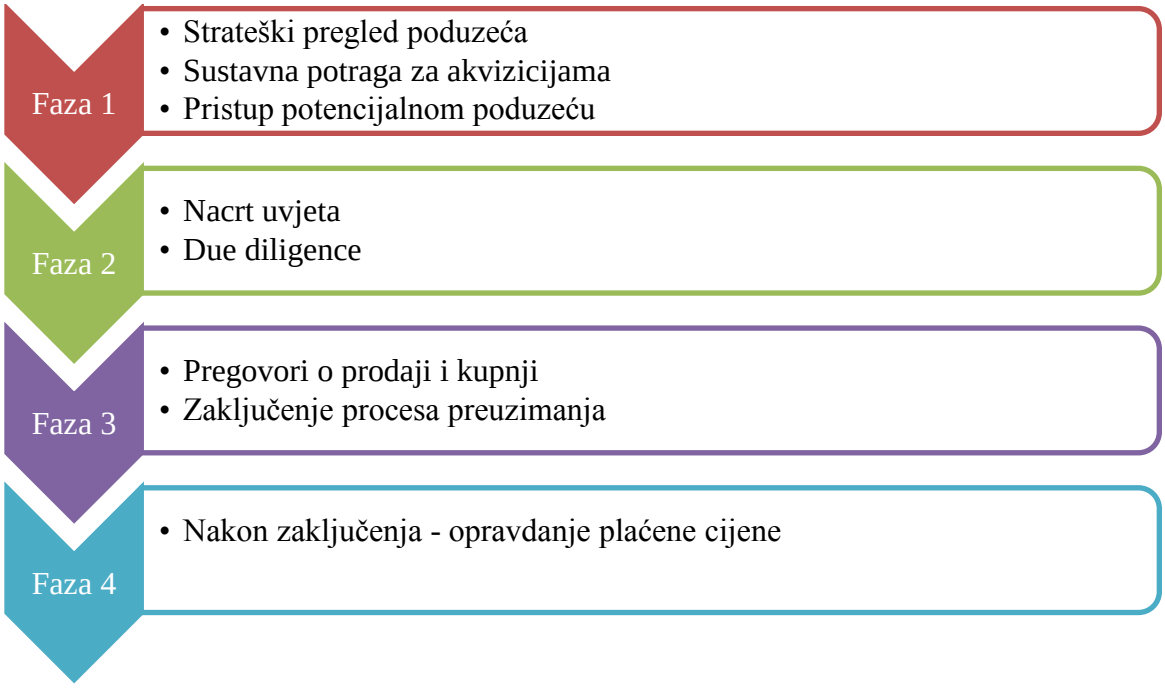
[6] Odrednica: What is thedifferencebetweenanacquisitionand a takeover, dostupno na: http://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-acquisition-and-takeover.asp[23.09.2016.]
[7]Filipović, D. (2012): nav. dj., str. 18.
[8]Gaughan, P. A. (2007): Mergers, Acquisitions, andCorporateRestructurings, WileyCorporate F & A, New York, str. 29–59., dostupno na: http://www.books.mec.biz/tmp/books/GBLT467T1OVL1V5PIM22.pdf[23.09.2016.]

uklopiti. Ukoliko se poduzeće odluči na eksterni rast, ono započinje potragu za atraktivnim poduzećima za preuzimanje. Time započinje proces preuzimanja.[9]

Howson proces preuzimanja dijeli na četiri generičke kategorije. „U prvoj fazi je identificiran cilj akvizicije i plan pristupa. To se može razborito napraviti samo nakon temeljitog strateškog pregleda, tijekom kojeg je akvizicija identificirana kao logično strateško sredstvo. Ako pristup dovede do sporazumnog nastavka razgovora, sklapanje posla prelazi u drugu fazu. Dvije strane grubo skiciraju uvjete sklapanja posla i kupac počinje due diligence. Uspješan due diligence vodi do pregovora i ako sve prođe glatko, posao je sklopljen. Nakon toga kupac ulazi u četvrtu fazu koja nastupa nakon zaključenja, odnosno nakon potpisivanja kupoprodajnog dokumenta. Ta faza je možda i najvažnija, budući da cijela akvizicija mora biti dobro razrađena da bi na kraju bila isplativa.“[10] Dalje navodi kako su akvizicije jako rizične, te da bi iz tog razloga trebale dolaziti nakon detaljne analize strateških ciljeva. U obzir bi ih trebalo uzimati kao sredstvo za postizanje strateških ciljeva, a ne kao pomoć za slabe poslovne rezultate ili kako bi menadžment bolje kotirao. Howson preuzimanja smatra isključivo strateškim instrumentom, te bi s obzirom na njihovu vrlo visoku stopu neuspjeha trebale biti zadnji izlaz. Tijekom potrage bi trebalo prikupiti osnovne informacije o svim poduzećima koji zadovoljavaju kriterije, te ih rangirati prema njihovoj mogućnosti zadovoljavanja strateških ciljeva koje poduzeće preuzimatelj ima. U uži krug će ući samo poduzeća koji su jaki konkurenti za akviziciju. Kada se poduzeće odluči pristupiti poduzeću koje je meta, pa sve do poslovnog sporazuma može proći dosta vremena. Ukoliko se pojavi mogućnost sklapanja sporazuma, obje strane će odlučiti pokrenuti preliminarne razgovore. Druga faza počinje sa neobvezujućim dokumentom kojim se objavljuje sporazum o pregovaranju kupnje poduzeća. Taj dokument je nacrt sporazuma/nacrt uvjeta/pismo namjere. U njemu su navedene glavne točke oko kojih su obje strane sporazumne i na temelju njih su spremne dalje nastaviti pregovore. Time započinje due diligence, tj. procjena sklapanja posla s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta. Kada završi, slijedi faza oko finaliziranja detalja za sklapanje posla. Howson dalje navodi kako due diligence nadopunjuje pregovore identifikacijom rizika o kojem poduzeće koje je kupac mora pregovarati kako bi dobio određenu zaštitu. Kupac može postići nižu cijenu ili dobiti jamstvo prodavatelja da će kompenzirati svaki gubitak. Posao je sklopljen nakon što su pregovori zaključeni i sporazum postignut. Sam proces je zaključen potpisivanjem kupoprodajnog dokumenta. Nakon svega,

[9]Filipović, D. (2012): nav. dj., str. 21.
[10]Howson, P. (2006): DueDiligence, Poslovni dnevnik-Masmedia, Zagreb, str. 12.

nova akvizicija mora opravdati plaćenu cijenu. Slika 1 prikazuje proces preuzimanja kroz opisane faze.



Slika 1: Proces preuzimanja poduzeća

Izvor: Izradila studentica po uzoru na Howson, P. (2006): DueDiligence, Poslovni dnevnik-Masmedia, Zagreb, str. 12.

Rončević navodi kako je potrebno: „odrediti akvizicijsku strategiju, izraditi i prihvatiti plan provedbe akvizicije, pokrenuti proces potrage sa ciljem preuzimanja, odabrati najbolje kandidate i napraviti njihovu listu. Nakon toga je potrebno uspostaviti kontakte s najboljim kandidatima i nastaviti prikupljati informacije o njima. Nakon toga je potrebno analizirati prikupljene podatke i određivati vrijednost svakog kandidata (gornju i donju cijenu). S tako pripremljenim podlogama mogu se pokrenuti pregovori s kandidatima i donositi konačne odluke o odabiru poduzeća cilja stjecanja ili pripajanja.“[11]

[11]Rončević, A. (2012): Faze u akvizicijskim procesima, Računovodstvo i financije, 58 (8), str. 69.

Tipurić sažima radove čiji su autorima različite načine predočili faze u akvizicijskim procesima.[12] Radi lakšeg praćenja faze su predočene u tablici 1.

Tablica 1: Faze procesa preuzimanja poduzeća prema različitim autorima

Autor/i	Faze
Graves (1981)	1. faza planiranja; 2. faza premišljanja; 3. faza samog spajanja; 4. faza evaluacije.
Marks (1982)	1. vrijeme prije kombinacije; 2. pravna kombinacija; 3. postkombinacijska faza.
Haspeslagh i Jemison (1991)	1. faza ideje; 2. faza obrazlaganja/opravdavanja; 3. faza integracije; 4. faza rezultata.
Lohrum (1992)	1. faza opservacije; 2. faza planiranja; 3. faza provedbe; 4. faza konsolidacije; 5. faza zrelosti.
Buono i Bowditch (2003)	1. predkombinacijska faza; 2. faza planiranja; 3. objavljivanje kombinacije; 4. inicijalna kombinacija; 5. formalna kombinacija; 6. faza nakon sklapanja kombinacije; 7. psihološka kombinacija.

Izvor: Izradila studentica po uzoru na Tipurić, D. i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 311-312.

2.3. Uloga burzi vrijednosnica u postupku preuzimanja

Foley navodi kako tržišta kapitala imaju važne funkcije. Smatra da su ona mehanizam koji omogućuje prijenos sredstava koja se mogu investirati od ekonomskih subjekata s financijskim viškom prema onima s financijskim manjkom. To se između ostalog postiže prodajom vrijednosnih papira – dionica ili obveznica – onima koji imaju višak sredstava.[13]Prema Mishkinu, vrijednosnica je potraživanje prema izdavateljevom budućem dohotku ili prema njegovoj imovini. Navodi kako je obveznica dužnički vrijednosni papir koji predstavlja obećanje redovite isplate tokom unaprijed određenog vremenskog razdoblja, dok

[12]Tipurić, D. i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 311-312.

[13]Foley, B. J. (1998): Tržišta kapitala, Mate, Zagreb, str. 6.

dionica koja predstavlja vlasnički udjel u poduzeću.[14]Kod podjele prema kriteriju uvođenja vrijednosnica razlikuje se primarno i sekundarno tržište vrijednosnica. Primarno tržište predstavlja financijsko tržište, gdje se javnosti prodaju vrijednosnice po prvi put. Financijsko tržište na kojem se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati nosi naziv sekundarnog tržišta. Sekundarna se tržišta mogu organizirati na dva načina. Jedan je organizirati burze, a drugi način je izvan burzovno OTC tržište.[15] Prodaja dionica kroz organizirane i priznate burze donosi kompaniji brojne prednosti, ali i nedostatke. Kada kompanija kotira na burzi značajno je lakše doći do dodatnog kapitala, te se rast može ostvariti stjecanjem drugih kompanija. Foley smatra kako kotacija na burzi pomaže reklamiranju poduzeća, koje tako biva poznato široj klijenteli. Često je lakše dobiti bankovni kredit pod povoljnijim uvjetima ukoliko kompanija kotira na burzi, a samim time lakše je i preuzeti drugu kompaniju koristeći međunarodne izvore kapitala posudbom ili emisijom trajnog kapitala u zemlji ili inozemstvu. Nadalje navodi kako se rast kompanije odražava na vrijednost dionica. Nedostaci su u prvom redu izloženost javnosti gdje odluka o kotaciji na burzi povlači sa sobom i objavljivanje informacija o kompaniji, što iziskuje dodatne troškove u obliku prikupljanja informacija i revizije. Raste i pritisak investitora, te se tako menadžeri suočavaju sa slabijom moći odlučivanja. Kako kompanija može putem burzi vrijednosnica preuzeti drugu kompaniju, tako može i sama postati meta preuzimanja.

2.4. Zakonodavstvo u postupcima preuzimanja: primjer Hrvatske

U Republici Hrvatskoj, Zakonom o preuzimanju dioničkih društava (NN 148/13)[16] uređuju se uvjeti za davanje ponude za preuzimanje dioničkih društava – izdavatelja, postupak preuzimanja, prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja, te nadzor nad provođenjem postupka preuzimanja dioničkih društava, a sa svrhom zaštite dioničara u situaciji kada jedan dioničar stekne kontrolu nad ciljnim društvom. Zakonom je zajamčen jednak položaj dioničara ciljnog društva u postupku preuzimanja. Oni moraju imati dovoljno vremena i informacija kako bi dobili potpuni uvid u stanje stvari, te kako bi 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. Nadalje, u Zakonu stoji kako su ponuditelj i ciljno društvo dužni provesti postupak preuzimanja što brže, a ciljno

[14]Mishkin, F. S. i Eakins, S. G. (2005): Financijska tržišta i institucije, Mate, Zagreb, str. 4-5.
[15]Ibidem, str. 19.
[16]Zakon o preuzimanju dioničkih društava (NN, broj 148/13)

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 ovoga Zakona. Ponuda za preuzimanje nastaje kad osoba stekne dionice izdavatelja u ukupnom iznosu koji prelazi prag od 25% od ukupnog broja dionica s pravom glasa. U tom je slučaju ta osoba obvezna o stjecanju bez odgode obavijestiti izdavatelja, HANFU (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga) te ujedno objaviti ponudu za preuzimanje. Prema Zakonu, ponuda za preuzimanje izdavatelja je javna ponuda za kupnju svih dionica izdavatelja s pravom glasa uz uvjete i na način predviđen Zakonom. Ponuđena cijena ne može biti niža od najviše cijene po kojoj je ponuditelj ili osoba koja s njim zajedno djeluje stekao pravo glasa godinu unatrag prije objavljivanja ponude. Ako je takva cijena niža od prosječne cijene ostvarene na burzi, ponuditelj mora ponuditi najmanje prosječnu cijenu ostvarenu na burzi. Dok se ne provede postupak preuzimanja, dionice ponuditelja i osoba koje s njim zajednički djeluju ne daju pravo glasa. Zakon je predvidio i postojanje iznimki od obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Primjerice ukoliko se radi se o slučaju stjecanja dionica prigodom povećanja temeljnog kapitala ulozima izdavanjem dionica privatnom ponudom, a glavna skupština izdavatelja prije stjecanja odobri da određeni stjecatelj može steći više od 25% ukupnog broja dionica s pravom glasa, bez obveze objavljivanja ponude za preuzimanje. Dubravec navodi kako je smisao i cilj propisa o preuzimanju dioničkih društava u zaštiti manjinskih dioničara, kad predstoji situacija da jedna osoba preuzme ili je izgledno da će preuzeti kontrolu u društvu. S tim u vezi je i osiguranje sredstava za plaćanje dionica važno za ostvarenje osnovnog načela o zaštiti onih dioničara, koji u određenoj situaciji mogu postati manjinskim.[17]Zakonom je određeno da je ponuditelj obvezan na poseban račun kod banke izdvojiti novčana sredstva potrebna za plaćanje svih dionica na koje se odnosi ponuda za preuzimanje ili s bankom sklopiti ugovor o odobrenom kreditu za tu namjenu ili ishoditi neopozivu bankarsku garanciju na prvi poziv u korist dioničara koji će pohraniti svoje dionice, za iznos potreban za plaćanje svih dionica na koje se odnosi ponuda za preuzimanje. Rok važenja ponude iznosi 30 dana, a u slučaju konkurentske ponude, rok se produžuje do isteka roka konkurentske ponude. Dioničar prihvaća ponudu na način da do isteka roka važenja ponude, iste pohrani kod depozitara. Do isteka roka važenja ponude ili neplaćanja

[17]Dubravec, R. (2006): Preuzimanje dioničkog društva i prijenos dionica manjinskih dioničara, Zagreb, str. 7., dostupno na: http://www.vtsrh.hr/uploads/Dokumenti/Savjetovanja/PREUZIMANJE_DIONICKOG_DRUSTVA.pdf, [03.05.2017.]

dionice u roku za plaćanje, te u slučaju podnošenja konkurentske ponude, dioničar može povući dionice iz pohrane sa učinkom odustanka od prihvata ponude, odnosno raskida ugovora. Za vrijeme dok se dionice nalaze u pohrani, dioničar sa njima ne može raspolagati. Konkurentska ponuda je ona, koju nakon objave ponude za preuzimanje može podnijeti svaka pravna ili fizička osoba, a u skladu s odredbama Zakona. Ponude se objavljuju u Narodnim novinama i u još jednim dnevnim novinama koje se redovito prodaju na cijelom teritoriju Republike Hrvatske u roku 7 dana od primitka rješenja HANFE, odnosno isteka roka u kojem je ona trebala donijeti rješenje. Ponudu za preuzimanje i svaku izmjenu ponuditelj je obvezan dostaviti izdavatelju i svakoj burzi gdje se trguje dionicama izdavatelja. Izdavatelj je obvezan svakog dioničara obavijestiti o sadržaju ponude za preuzimanje i dati mu sve dostupne informacije s tim u vezi. Glavna skupština može na zahtjev dioničara koji ima dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala društva (glavnog dioničara), donijeti odluku na temelju koje mu se prenose dionice manjinskih dioničara uz plaćanje tim dioničarima primjerene otpremnine u novcu. Zakonodavac je donoseći ove izmjene Zakona prednost dao većinskom dioničaru ujedno propisujući i mjere za zaštitu manjinskih dioničara.[18] U određenim slučajevima manjinski dioničari bi mogli pokretanjem raznih postupaka jednostavno ignorirati glavnog dioničara. S druge strane i glavni dioničar bi, obzirom na većinu glasova, mogao donositi odluke koje bi išle na štetu manjinskih dioničara. O točnom datumu prijenosa i isplate Središnje klirinško depozitarno društvo obavijestit će manjinske dioničare, ciljno društvo, tržišnog operatera uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice ciljnog društva i HANFU te istu obavijest, bez odgode, objaviti, i to sve na trošak ponuditelja. Sve troškove u svezi s prijenosom dionica manjinskih dioničara snosi ponuditelj. Odluka o prijenosu dionica upisuje se u sudski registar. U konačnici, Zakon o preuzimanju dioničkih društava detaljniji je od prikazanih odredbi, no njegova svrha i ključni principi razvidni su iz gore navedenog teksta.

[18]Ibidem, str. 5.

3. PRIJETNJE NEPRIJATELJSKOG PREUZIMANJA I STRATEGIJE OBRANE

3.1. Pojam i vrste neprijateljskog preuzimanja

Za razliku od prijateljskog preuzimanja kada se menadžment kompanije koja je meta ne protivi preuzimanju i smatra da je preuzimanje dobar izbor za sve vlasnike u poduzeću, neprijateljsko preuzimanje je u potpunosti različito.

DePamphilis naglašava da se neprijateljsko preuzimanje događa kada se menadžment poduzeća-mete protivi preuzimanju i kada smatra da preuzimanje nije dobar izbor za sve vlasnike poduzeća. Pri neprijateljskom preuzimanju ne postoji dogovor između menadžmenta poduzeća-mete i preuzimatelja. Dalje navodi kako će menadžment preuzimatelja pokušati kupiti dionice poduzeća-mete izravno od njegovih dioničara putem neprijateljske javne ponude (eng. hostile tender offer) i tako pokušati izbjeći menadžment poduzeća-mete. Neprijateljska preuzimanja često su zaključena po mnogo višoj cijeni od prijateljskih zato što mogu privući i druge kupce koji prvobitno nisu bili zainteresirani za poduzeće-metu. Takva preuzimanja utječu na samopouzdanje zaposlenika ciljne kompanije, što vrlo brzo može dovesti do ogorčenosti naspram kompanije koja „napada“. Iz tog razloga, ali i zbog činjenice da je integracija poduzeća-mete u poslovni sustav preuzimatelja puno brža, akteri preuzimanja teže preuzimanjima koja imaju prijateljski karakter.[19]

Tipurić smatra preuzimanje neprijateljskim kada: „uprava odbije ponudu, ali ponuditelj ustraje u nastojanjima da preuzme društvo, te ako ponuditelj da ponudu, a da o tome ne obavijesti upravu poduzeća mete. U slučaju uspješnog neprijateljskog preuzimanja menadžment mete preuzimanja po pravilu biva smijenjen. Ima li podršku uprave, zainteresirani će preuzimatelj biti u prilici napraviti ekstenzivno dubinsko snimanje poduzeća (eng. due diligence), dok će neprijateljski preuzimatelj biti u mogućnosti donositi zaključke o poslovanju društva samo iz javno objavljenih izvora.“[20]

Blair (prema Tipuriću) poznaje dva načina preuzimanja kontrole nad poduzećem u procesu neprijateljskog preuzimanja. Putem utjecaja na manjinske dioničare na skupštini dioničara(eng. Proxy fight) kada neprijateljski preuzimatelj (eng. Corporate rider) predlaže novi menadžerski tim na glavnoj skupštini dioničara i za to traži potporu dioničara. Drugi

[19]DePamphilis, D. M. (2010): nav. dj., str. 21.
[20]Tipurić, D. i sur. (2008): nav. dj., str. 302-303.

način je vezan za javnu ponudu za preuzimanje dionica, od strane potencijalnog preuzimatelja (eng. tender offer). Kako bi se potaknulo dioničare na prodaju, ponuđena cijena bude obično viša od tržišne cijene dionice.[21]

Ukoliko se odabere pristup neprijateljskog preuzimanja postoji velika mogućnost da će se ciljna kompanija nastojati obraniti. Taktike obrane ciljne kompanije od neprijateljskog preuzimanja su raznovrsne.

3.2. Obrane od neprijateljskog preuzimanja

Broj taktika neprijateljskog ponuđača manji je u odnosu na broj taktika obrane koje stoje na raspolaganju kompaniji koja je meta. Ciljne kompanije, metode obrane mogu koristiti prije i u toku neprijateljske ponude.[22] Kako se kroz osamdesete godine prošlog stoljeća uvode metode, taktike neprijateljskog preuzimanja tako se i usavršavaju metode obrane ciljnih kompanija sa namjerom da se oteža pristup potencijalnom kupcu.

Mnoštvo mjera protiv preuzimanja može se podijeliti u dvije kategorije i to preventivne i aktivne. Preventivne mjere se uvode u cilju smanjenja vjerojatnosti realizacije financijski uspješnog neprijateljskog preuzimanja, dok se aktivne mjere primjenjuju nakon što je neprijateljska ponuda upućena ciljnoj kompaniji.[23] Kompanija koja je mišljenja da može biti meta neprijateljske ponude, mora analizirati kretanje dionica na tržištu, odnosno trgovinu istih. Ukoliko se uoči povećana trgovina, to, nedvosmisleno, upućuje na zaključak da postoji potencijalni ponuđač koji želi doći u posjed što većeg broja dionica prije objavljivanja svoje namjere. Objavljivanje namjere dovodi do povećanja cijene dionica što nije u interesu ponuđača. U literaturi se mogu sresti različite metode obrane od neprijateljskog preuzimanja kompanija. Kao moguće taktike obrane Čolak Mihalik spominje: dvostruku kapitalizaciju, rekapitalizaciju kompanije uz visoko kreditno zaduženje, uvođenje ili proširenje ESOP akcija, poziv prijateljskim kompanijama za preuzimanje, uvjeravanje dioničara, otrovne pilule i zlatne padobrane.[24]

[21]Tipurić, D. i sur. (2008): nav. dj., str. 303.
[22]Čolak Mihalik, M. (2006): Metode odbrane u procesu preuzimanja kompanija, Bankarstvo 5(6), str. 35. <raspoloživo na: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2006-Mihalik.pdf>, [26.09.2016.]
[23]Gaughan, P. A. (2007): nav. dj. str. 171.
[24]Čolak Mihalik, M. (2006): nav. dj. str. 36.

Preventivne mjere obrađene u nastavku su **dvostruka kapitalizacija** gdje Čolak Mihalik daje za primjer ciljnu kompaniju koja može raspolagati s dvije serije dionica različitih dioničkih prava. Primjerice, kod dionica serije A i dionica serije B, vlasnici dionica serije A, obično, posjeduju po jedan glas po svakoj redovnoj dionici uz višu stopu dividende u odnosu na dionice serije B. Vlasnici, pak, dionica serije B mogu imati tri, pet ili deset glasova po dionici uz znatno nižu stopu dividende. Dionice serije B, uglavnom, su u posjedu top menadžmenta i direktora ciljane kompanije i one obično nisu za prodaju. Dionice serije B, dakle, imaju visoki ponder u glasačkim pravima što otežava neprijateljskim kompanijama pribavljanje neophodnog broja glasova kupovinom na burzi dionica serije A.[25] Nadalje, isti izvor navodi kako kompanija koja je predmet neprijateljskog preuzimanja, kao metodu obrane, može primijeniti i **rekapitalizaciju**. Suština ovog modela je isplata super dividendi dioničarima. Rekapitalizacija kompanije, obično se obavlja uz visoko kreditno zaduženje. Na strani izvora financiranja, povećava se kreditno zaduženje, a za odgovarajući iznos smanjuje dioničarski kapital. Dolazi do koncentracije dioničarskog kapitala u rukama „insajdera", posebno menadžmenta, što otežava ili sprječava neprijateljsko preuzimanje. Zaposleni u kompanijama preko određenih aranžmana dolaze u posjed **ESOP dionica** (eng.employee stock ownership plan). One se ne iznose na financijsko tržište, a proširenje dioničarskog kapitala ovim putem otežava mogućnost da napadačka kompanija dođe u posjed kontrolnog paketa dionica. Ukoliko zaposleni preuzimaju manjinske ili stopostotne pakete dioničarskog kapitala dolazi do formiranja ESOP kompanija.[26] Ciljna kompanija svoju obranu od neprijateljskog preuzimanja kompanije može organizirati i na način, u okviru kojega će se obratiti nekoj od prijateljskih kompanija sa željom da se ista pojavi, kao konkurent, po objavljivanju tenderske ponude za otkup dionica od strane neprijateljske kompanije. U praksi se prijateljska kompanija često naziva **„bijeli vitez"**. Pored navedenog, prijateljskoj kompaniji se može uputiti i poziv za kupovinu dijela dionica ciljne kompanije u investicijske svrhe bez preuzimanja kontrole nad ciljnom kompanijom. Kupovinom dijela dioničarskog kapitala ciljne kompanije, prijateljska kompanija doprinosi smanjenju raspoloživog iznosa dionica ciljne kompanije na burzi, što će otežati pa i onemogućiti neprijateljsko preuzimanje. Takva prijateljska kompanija u praksi se često naziva **„bijeli džentlmen"**.[27] Ćirović kao jednu od mogućih taktika obrane navodi **uvjeravanje dioničara**, posebno manjinskih, ciljne kompanije od strane menadžmenta da ne prodaju svoje dionice na burzi. Mogućnosti za

[25]Ibidem, str. 35
[26]Ćirović, M. (2004): Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad, str. 93.
[27]Čolak Mihalik, M. (2006): nav. dj. str. 36.

uspjeh u spomenutom, nesporno su veće ukoliko je i financijski rezultat poslovanja bolji. Znatno teže bit će u slučaju lošijih financijskih rezultata. Strategija obrane od neprijateljskog preuzimanja u kojoj ciljna kompanija nastoji svoje dionice učiniti što manje atraktivnima potencijalnom preuzimatelju nosi naziv **otrovna pilula**. Postoje različiti tipovi otrovne pilule. „Flip-in" otrovne pilule dopuštaju postojećim dioničarima (osim onima koji pripadaju poduzeću koje je potencijalni preuzimatelj) da kupe više dionica po povoljnijoj cijeni. „Flip-over" otrovne pilule dozvoljavaju dioničarima kupovinu dionica poduzeća preuzimatelja po nižim cijenama nakon provedenog preuzimanja. Oba tipa otrovne pilule imaju za cilj umanjiti udio potencijalnog preuzimatelja u ciljnom poduzeću, tj. smanjiti njegovu poslovnu moć, a preuzimanje učiniti težim i skupljim. Ekstreman oblik otrovne pilule se naziva pilulom za samoubojstvo i u tom se slučaju ciljno poduzeće odlučuje za poslovne poteze koji će dovesti do prestanka njegovog poslovanja, odnosno stečaja.[28] Prema Višić, klauzula u ugovoru o zaposlenju menadžera kojom im se osigurava velika novčana isplata u slučaju prekida radnog odnosa ili premještanja na drugi položaj u slučaju neprijateljskog preuzimanja poduzeća nosi naziv **zlatni padobran**. Ova taktika obrane ciljne kompanije od neprijateljskog preuzimanja oslanja se na vlastite resurse, a ima ulogu zaštite vrhovnih menadžera od neprijateljskog preuzimanja jer njihovo otpuštanje čini vrlo skupim. Na taj se način cijena preuzimanja povisuje, a ujedno se nastoje zaštititi vrhovni menadžeri koji prilikom neprijateljskih preuzimanja često bivaju smijenjeni. Po okončanju procesa preuzimanja, oni su često opsjedani raznim ponudama. Po mišljenju nekih autora, uspješno konstruiran zlatni padobran utječe na motivaciju upravljačkog tima za pregovore o većim premijama za dioničare prilikom preuzimanja.[29]

U grupu **aktivnih obrambenih mjera**, spadaju one koje se poduzimaju, nakon saznanja da kompanija može postati ciljna kompanija ili po prijemu neželjene ponude. U grupu ovih mjera spadaju: zelena pošta, sporazumi o mirovanju, izmjene u strukturi kapitala, parničenje i Pac-Man obrana. Gaughan pod **zelenom poštom** podrazumijeva 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 ciljnom kompanijom.[30] Sljedeća mjera koju Gaughan navodi je **sporazum o mirovanju** kupovine vrijednosnih papira koja se javlja kada ciljno poduzeće ugovorom obveže potencijalnog kupca

[28] MergersAndAcquisitions: UnderstandingTakeovers, dostupno na:http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp, [20.09.2016.]
[29] Višić, J. (2012): Utjecaj preuzimanja na performanse poduzeća, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Split, str. 32.
[30] Gaughan, P. A. (2007): nav. dj. str. 198.

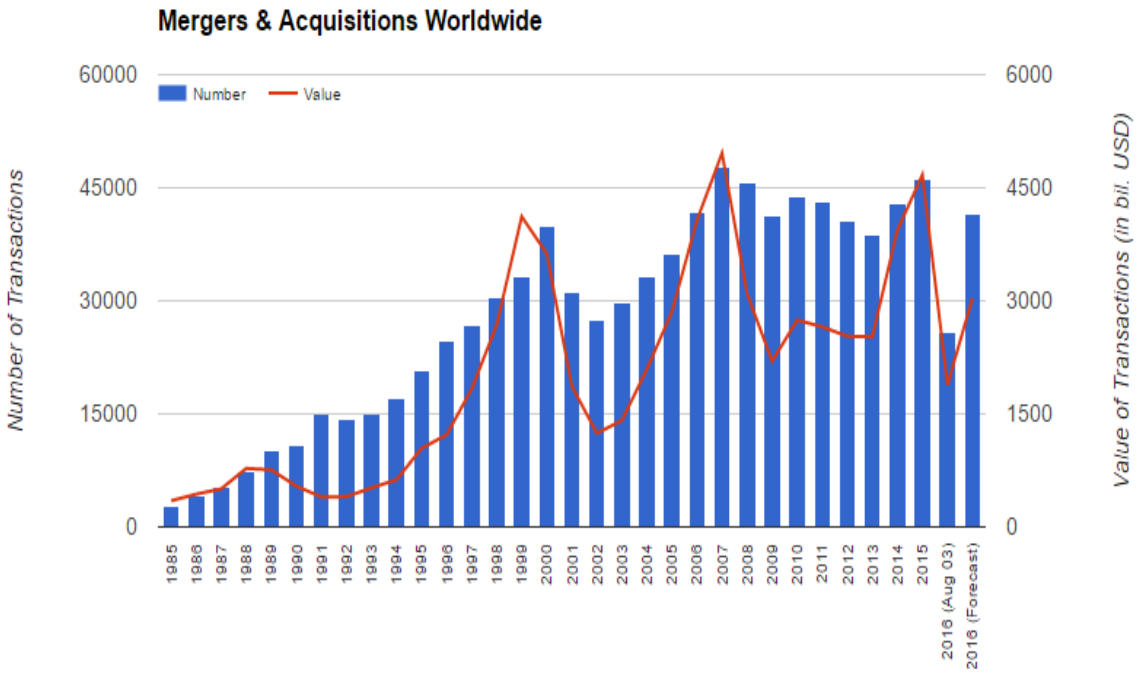
da u određenom vremenskom periodu neće uvećavati svoje vlasništvo u ciljnom poduzeću. Ovaj sporazum se aktivira kada kupac posjeduje dovoljan broj dionica za otpočinjanje borbe za preuzimanje ciljnog poduzeća.[31]**Izmjene strukture kapitala** mogu se koristiti na četiri osnovna načina, putem rekapitalizacije, pribavljanjem većeg duga, emitiranjam dodatnih dionica i otkupom dionica.[32] Kompanija koja ima niži nivo dugovanja u odnosu na dionički kapital povećava rizik od preuzimanja. **Pribavljanje većeg duga** uvećava nivo rizika kompanije što može završiti bankrotom ciljne kompanije. Ciljna kompanija može povećati zaduženost pozajmicom direktno od banke ili nekog drugog i emitiranjem obveznica. Čolak Mihalik navod kako **emisija dodatnih dionica** dovodi do izmjene strukture kapitala s obzirom da se uvećava ukupni iznos kapitala. Nedostatak emisije dodatnih dionica je razvodnjavanje vlasništva. Ciljna kompanija nastoji izdati dodatne dionice direktno u sigurne, prijateljske ruke. Kada se emitirane dodatne dionice ne dodjeljuju nekoj određenoj grupi ili kompaniji, onda se radi o općoj emisiji dionica gdje postoji opasnost od pada dionica u ruke neprijateljskog ponuđača. Još jedna od mogućnosti da se spriječi preuzimanje ciljne kompanije je **ponovni otkup dionica**. Ponuđač više nije u mogućnosti kupiti te dionice. Sredinom sedamdesetih godina **parničenje** je predstavljalo efikasnu mjeru obrane od neprijateljskog preuzimanja. Vremenom je njena efikasnost slabila i danas je ona samo jedna u nizu mjera obrane koju primjenjuju ciljne kompanije. Mihalik navodi četiri cilja parničenja kao obrane od neprijateljskog preuzimanja: izbor najpogodnijeg suda, sprječavanje osvajača da preuzme inicijativu i prvi utuži, odgađanje ponude dok ciljna kompanija ne pronađe odgovarajućeg „bijelog viteza“ i pružanje psihološke podrške upravi ciljne kompanije.[33] Posljednje navedena metoda obrane je **Pac-Mac**. Ova metode obrane dobila je naziv po video igri u kojoj likovi pokušavaju pojesti jedni druge. Bit ove metode je da ciljna kompanija ponudi kupnju kompanije napadača i to kao odgovor na njegovu ponudu. Ovom metodom se često prijeti, ali se ona rijetko primjenjuje.[34]

[31]Gaughan, P. A. (2007): nav. dj. str. 203.
[32]Gaughan, P. A. (2007): nav. dj. str. 213-222.
[33]Čolak Mihalik, M. (2006): nav. dj. str. 45.
[34]Gaughan, P. A. (2007): nav. dj. str. 229.

4. PRAKTIČNI PRIMJERI PREUZIMANJA KOMPANIJA PUTEM BURZI VRIJEDNOSNICA

4.1. Trendovi u preuzimanjima

U svijetu su u 2015. godini kompanije objavile preko 46 000 M&A transakcija u ukupnoj vrijednosti većoj od 4 500 milijardi dolara. U odnosu na 2014. godinu, broj je rastao tek za 2,7%, dok je vrijednost transakcija porasla za 16%.[35] Zbog turbulentnog gospodarskog i političkog okruženja rast je zaustavljen u prvoj polovici 2016. godine. Padu broja transakcija je zasigurno „kumovalo“ i stanje u Ujedinjenom Kraljevstvu povodom referenduma o izlasku Ujedinjenog Kraljevstva iz Europske unije, te su zasigurno tada nadolazeći predsjednički izbori u Sjedinjenim Američkim Državama doprinijeli nesigurnosti na tržištu.



Slika 2: Spajanja i preuzimanja širom svijeta u 2015. godini

Izvor: Number & Value of M&A Worldwide, dostupno na: https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/[26.09.2016.]

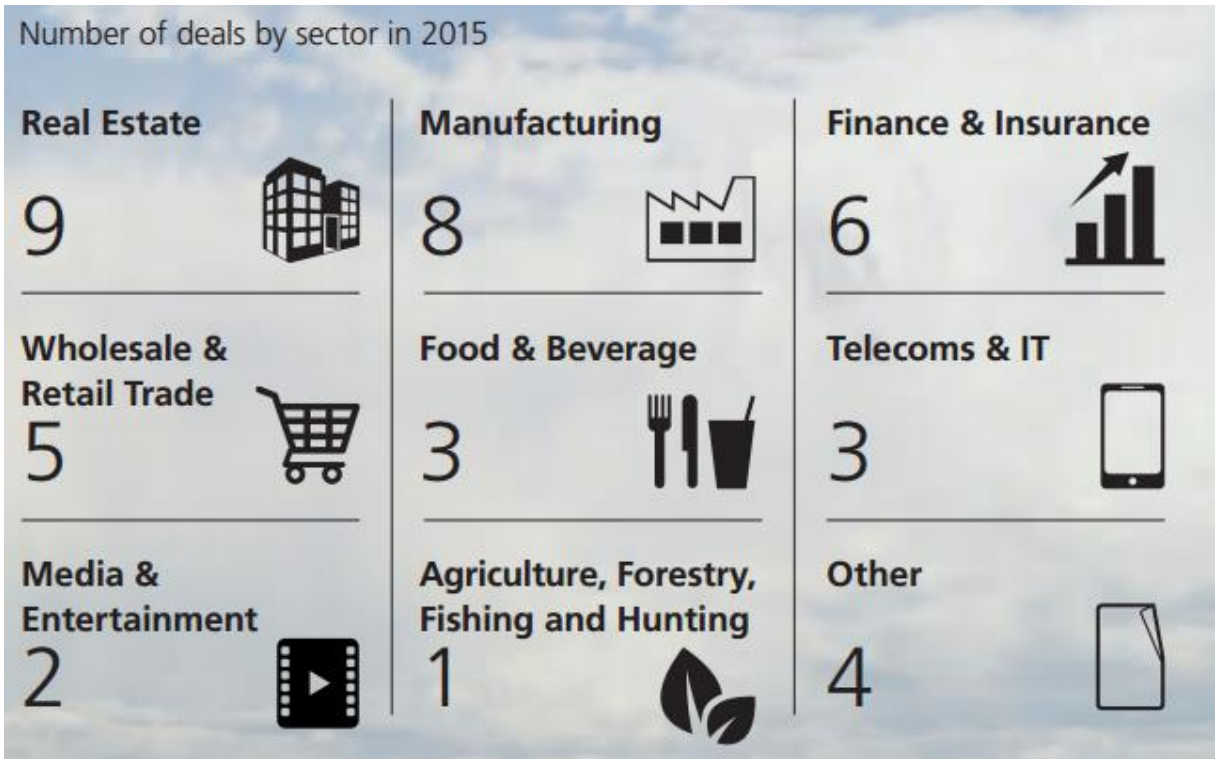
Na slici 2 vidljivo je kako je recesija ostavila značajan trag na M&A, tako da je broj i vrijednost M&A transakcija na svjetskoj razini manji nego u 2007. godini kad su transakcije

[35]Number & Valueof M&A Worldwide, dostupno na: https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/,[26.09.2016.]

dostigle vrhunac s vrijednošću najavljenog M&A od otprilike 5 000 milijardi dolara. Međutim, iako je broj M&A transakcija 2016. godine pao u odnosu na 2007. godinu, vrijednosti M&A transakcija na svjetskoj razini za 2013. godinu su poboljšane u usporedbi s vrijednostima za 2009. godinu, kada su se prve posljedice krize počele osjećati. Uz SAD kao najaktivniju zemlju i važno rastuće tržište, Europa je i dalje druga najaktivnija regija u M&A transakcijama.

„Hrvatske tvrtke spadaju pod tržište koje postaje sve više zanimljivo za investitore jer je Hrvatska sada članica EU i njen zemljopisni položaj pruža brojne mogućnosti u vezi gospodarske suradnje sa susjednim zemljama od kojih se također očekuje da će pridonijeti svijetu M&A transakcija u budućnosti.“[36]Slika 3 prikazuje M&A tržište u Hrvatskoj u 2015. godini. Ukupan broj M&A transakcija je bio 41. Najviše M&A transakcija broji sektor nekretnina, potom ga slijedi sektor proizvodnje. Kod nas je M&A tržište još uvijek na niskim razinama.

[36]Emerging Europe, dostupno na: http://bpcc.org.pl/uploads/ckeditor/attachments/8371/FINAL_SCREEN_2016_Emerging_Europe__report_18.01.pdf, [25.09.2016.]

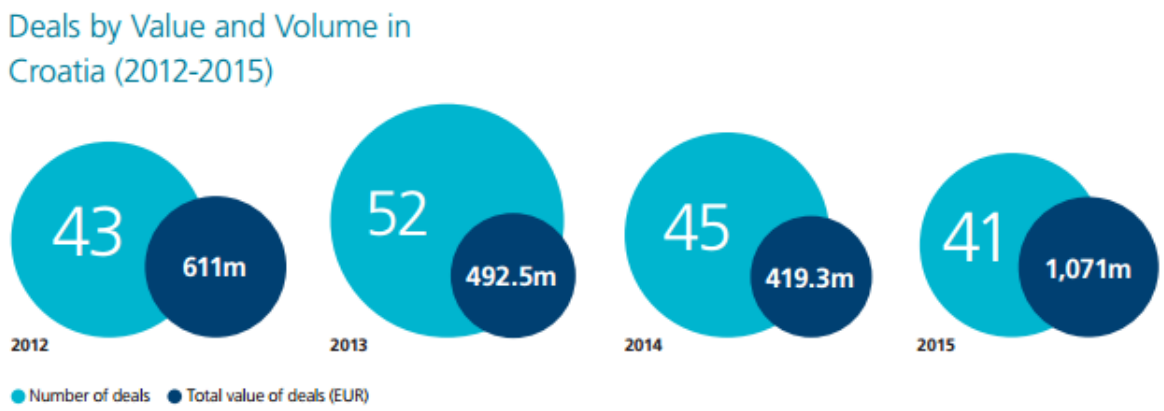


Slika 3: Broj M&A transakcija po sektorima u 2015. godini na području Hrvatske

Izvor: Emerging Europe, dostupno na: http://bpcc.org.pl/uploads/ckeditor/attachments/8371/FINAL_SCREEN_2016_Emerging_Europe__report_18.01.pdf, [25.09.2016.]

„Privatni sektor je daleko aktivniji nego prethodnih godina. Ukupna vrijednost deset najskupljih M&A transakcija u 2015. godini je premašila 1 milijardu eura. Treba istaknuti preuzimanje Tvornice duhana Rovinj (TDR) od strane BAT-a (British American Tobacco) za 550milijuna eura i Agrokorovo stjecanje blizu 70% VUPIK-a. U 2016. se očekivalo da energetski sektor bude aktivan, posebno razvoj LNG terminala, te eksploatacija nafte i plina. Daljnje privatizacije u državnom vlasništvu, uključujući Hrvatske pošte, HEP, HŽ Cargo, HAC, sve zračne luke, obje banke u vlasništvu države, nacionalne lutrije i objekti sa turističkim potencijalima trebale bi u budućnosti imati velikog utjecaja na M&A tržište u Hrvatskoj. “[37]Na slici 4 vidljivo je kako je broj M&A transakcija u opadanju, dok s druge strane vrijednost obavljenih M&A transakcija premašuje 1 milijardu eura, te je tako u 2015. godini zabilježena najveća vrijednost sveukupnih M&A transakcija, nakon 2012. godine.

[37]Ibidem



Slika 4: M&A transakcije po vrijednosti i obujmu u Hrvatskoj od 2012. - 2015. godine

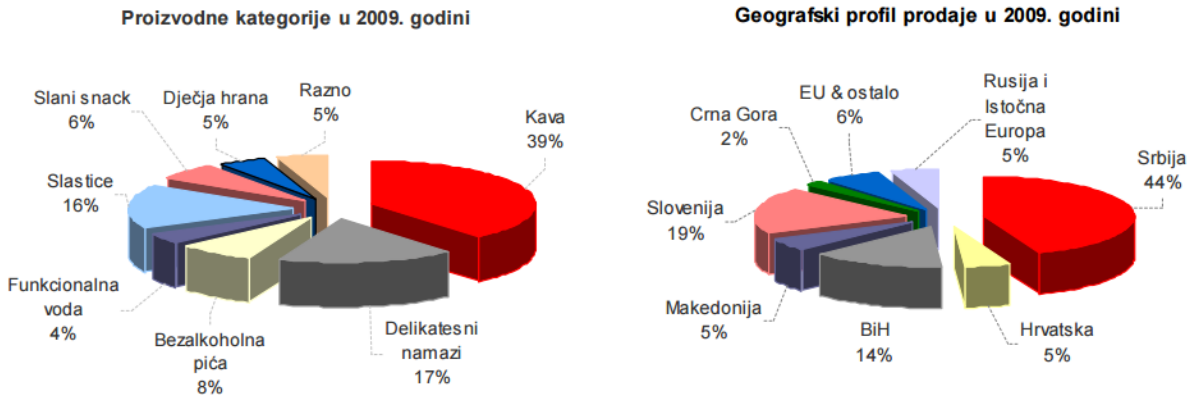
Izvor: Emerging Europe, dostupno na: http://bpcc.org.pl/uploads/ckeditor/attachments/8371/FINAL_SCREEN_2016_Emerging_Europe__report_18.01.pdf, [26.09.2016.]

4.2. Primjer preuzimanja: Atlantic Grupa-Droga Kolinska

Preuzimanje Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe dano je za primjer jer je tom akvizicijom Atlantic Grupa postala jaka regionalna kompanija. Emil Tedeschi 1991. godine osnovao je Atlantic Trade, poduzeće koje od 2002. godine posluje pod nazivom Atlantic Grupa. 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 Zajednice neovisnih država i zapadne Europe, a s asortimanom sportske prehrane Atlantic Grupa je vodeća europska kompanija u ovom segmentu.[38] „Droga Kolinska je prehrambena kompanija s razvijenim portfeljem brandova s vodećim tržišnim pozicijama na regionalnim tržištima te prisutnošću na ruskom i ukrajinskom tržištu zahvaljujući segmentu dječje hrane. Poslovni model Droge Kolinske obuhvaća sedam proizvodnih kategorija operativno podijeljenih u pet poslovnih segmenata s ukupnim prihodom od prodaje od 325,8 milijuna eura u 2009. godini.“[39] Na slici 5 je prikazana geografska prodaja Droge Kolinske gdje je tržište Srbije dominantno s 44% prodaje, dok van regionalnih tržišta Droga Kolinska

[38]ATLANTIC GRUPA, lanac vrijednosti, studija slučaja, dostupno na: http://www.perkov-savjetovanje.hr/odrzani_seminari/ATLANTIC_GRUPA_lanac_vrijednosti_studija_slucaja_2012Perkov_D.pdf, [23.05.2016.]
[39]ATLANTIC GRUPA FORMALLY TAKES OVER DROGA KOLINSKA, dostupno na: http://www.atlantic.hr/en/news/corporate/atlantic-grupa-formally-takes-over-droga-kolinska-/, [22.09.2016.]

ostvaruje 11% prihoda od prodaje, odnosno 35 milijuna eura prihoda. Lijevi dio slike prikazuje proizvodne kategorije gdje su najveće proizvodnja i prodaja kave (Barcaffe i Grand Kafa). Potom slijede delikatesni namazi poput Argete koja je danas jedan od vodećih brendova Atlantic Grupe.



Slika 5: Proizvodne kategorije i geografski profil prodaje Droge Kolinske u 2009. godini

Izvor: Akvizicija Droge Kolinske, dostupno na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf, [22.09.2016.]

Droga Kolinska ima 9 brandova s prodajom većom od 10 milijuna eura, dok prvih 5 brandova (Grand Kafa, Argeta, Barcaffe, Cockta – gazirana bezalkoholna pića i Smoki – slani snack) čini 64% ukupne prodaje kompanije. U segmentu kave na tržištima Srbije i Slovenije te u segmentu namaza na tržištima Slovenije, BiH i Makedonije drži vodeću poziciju, a drugu poziciju ima u segmentu gaziranih bezalkoholnih pića na tržištima Slovenije i Bosne i Hercegovine. Droga Kolinska u posjedu ima 14 proizvodnih pogona na devet lokacija na regionalnim tržištima Slovenije, BiH, Srbije i Makedonije.[40]

„Strateško promišljanje menadžmenta prilikom akvizicije Droga Kolinske temeljilo se na tri ključna faktora: 1.) kompatibilnost industrija, proizvodnih asortimana te tržišta između Droge Kolinske i Atlantic Grupe, 2.) potencijal za ostvarivanje prodajnih i troškovnih sinergija te 3.) primjena dosadašnjeg znanja i iskustva Atlantic Grupe u akvizicijama s fokusom na povećanje operativne efikasnosti, a time i profitabilnosti akvizirane kompanije. Atlantic Grupa je identificirala sinergijske učinke kako na prodajnoj tako i na troškovnoj strani čija se realizacije očekuje u srednjoročnom razdoblju. Na prodajnoj strani, Atlantic Grupa vidi sinergijski potencijal u svim proizvodnim kategorijama pri čemu je najizraženiji u segmentu

[40]Akvizicija Droge Kolinske, dostupno na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf, [22.09.2016.]

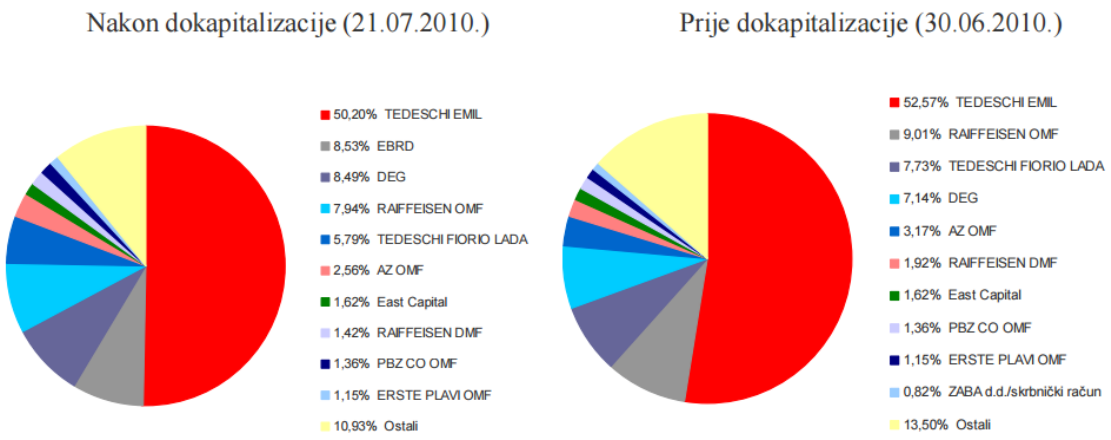
namaza i bezalkoholnih pića, dok se geografski potencijal ponajviše ističe na hrvatskom tržištu te na tržištu BiH.“[41]

Spajanjem Atlantic Grupe i Droga Kolinske stvorila se jedna od vodećih prehrambenih kompanija na regionalnom tržištu, koja je također prisutna na tržištu Europske unije i Rusije, s razvijenom i razgranatom regionalnom distribucijskom mrežom te time i osnaženom pregovaračkom moći s kupcima. Kompanija s snažnom mrežom proizvodnih pogona na regionalnim tržištima te proizvodnim pogonom u EU. Nastala je kompanija s 12 vlastitih brandova (Grand Kafa, Argeta, Cedevita, Barcaffe, Multipower, Cockta, Smoki, Najlepše želje, Donat, Champ, Bebi, Bonito) te 3 principalska branda s prodajom većom od 10 milijuna eura. Kao takva objedinjuje: Istraživanje i razvoj – proizvodnju – marketing – distribuciju - maloprodaju.

„Za 100 postotno vlasništvo nad Droga Kolinskom, Atlantic Grupa je u studenom 2010. godine platila 382 milijuna eura umanjeno za iznos neto duga utvrđenog na datum preuzimanja koji se procjenjuje na 140 milijuna eura. Sredstva za akviziciju Droga Kolinske osigurana su iz nekoliko izvora: u sindiciranom kreditu sudjelovali su: Raiffeisen Group (pritom zajednički djeluju Raiffeisenbank Austria d.d. i Raiffeisen Zentralbank Oestereich AG) i UniCredit Group (pritom zajednički djeluju UniCredit Bank Austria AG i Zagrebačka banka d.d.). Subordinirani kredit odobrio je EBRD. Dokapitalizacijom Atlantic Grupe izdalo se 864.305 novih redovnih dionica (nominalne vrijednosti od 40,00 kn) čime se temeljni kapital Atlantic Grupe d.d. povećao s 98.799.800,00 kn za iznos od 34.572.200,00 kn na iznos od 133.372.000,00 kn. Nove redovne dionice izdale su se za iznos od 700,00 kn po dionici što je u konačnici rezultiralo prikupljanjem 605 milijuna kuna. Provedba dokapitalizacije je bila organizirana kroz dva kruga. Pritom je u prvom krugu pravo na upis i uplatu novoizdanih dionica imalo prvih 15 osoba koje su na dan 30. lipnja 2010. godine u depozitoriju Središnjeg klirinškog i depozitarnog društva d.d. bile upisane kao dioničari Atlantic Grupe d.d. bilo neposredno ili putem banke skrbnika. Svaki od ulagatelja imao je pravo na upis novih dionica koji je odgovarao njegovom pravu na razmjeran upis. Prvi krug uspješno je okončan upisivanjem 535.004 dionice, čime je u drugom krugu ostalo 329.301 dionica koje su ponuđene na upis kvalificiranim ulagateljima: njemačkoj razvojnoj banci - DEG i Europskoj banci za obnovu i razvoj - EBRD. Alokacija među istima se odvila na način da je DEG upisao 45.000 dionica (povrh 61.748 dionica upisanih u prvom krugu), a EBRD 284.301 dionicu i

[41]Ibidem

time ušao u vlasničku strukturu Atlantic Grupe. Slika 6 prikazuju vlasničku strukturu s prvih 10 dioničara prije i nakon dokapitalizacije.“[42]



Slika 6: Atlantic Grupa – vlasnička struktura prije i nakon dokapitalizacije

Izvor: Financijski rezultati Atlantic Grupe, dostupno na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-prvo-polugodiste-2010/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%201H2010.PDF, (22.09.2016.)

4.3. Primjer obrane od neprijateljskog preuzimanja u slučaju Plive

Najveća hrvatska farmaceutska kompanija, zagrebačka Pliva, proizvođač generičkih lijekova, kroz povijest je bila najaktivnija u spajanjima i preuzimanjima. Prema Tipuriću nakon što je Actavis poslao ponudu za preuzimanje, Plivina uprava odlučila se za strategiju „bijelog viteza“, odnosno pronašla je kupca koji joj odgovara i koji je spreman nadmetati se s Actavisom. BarrPharmaceuticals je prema dotadašnjim iskustvima bio dobar izbor: američka tvrtka bez europske baze, s mnogo novca spremnog za akvizicije, osnovana 1970. godine u New Yorku kao Barr Laboratories, Inc kao prva generička tvrtka u SAD-u. Bavi se razvojem, proizvodnjom i marketingom generičkih i brendiranih farmaceutskih proizvoda.[43]

Kompanija Actavis je jedna od vodećih svjetskih proizvođača generičkih lijekova, osnovana 1956. godine pod imenom Pharmaco (od 2004. godine Actavis). Pozicionirala se među prvih pet najvećih kompanija farmaceutske industrije u svijetu, te ima nisku troškovnu bazu.

[42]Financijski rezultati Atlantic Grupe, dostupno na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-prvo-polugodiste-2010/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%201H2010.PDF, (22.09.2016.)

[43]Preuzimanje Plive d.d., dostupno na: http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Tr%C5%BEi%C5%A1te%20za%20korporativnu%20kontrolu%20-%20Pliva.pdf , (22.09.2016.)

Krajem 2006. godine dovršeno je preuzimanje Plive od strane američke farmaceutske kompanije Barr. U tom preuzimanju Barr je preuzeo 96,38 posto dionica Plive sa pravom glasa. Barr je kupio 17.056.977 dionica Plive po cijeni od 820 kuna, te tako ukupna vrijednost preuzimanja iznosi gotovo 14 milijardi kuna, tj. oko 2,5 milijardi američkih dolara. Preuzimanju je prethodilo nadmetanje islandskog Aktavisa i Barra za Plivu, koje je počelo Aktavisovom ponudom za prijateljskim preuzimanjem po cijeni od 570 kuna po dionici, a završilo odustajanjem Actavisa nakon što je Barrova ponuda od 820 kuna za dionicu premašila njihovu posljednju ponudu od 795 kuna za dionicu. Kompanija Barr je odigrala ulogu „bijelog viteza“. Objavom Plivinih godišnjih rezultata (gubitak od 75 mil. USD) 1. ožujka 2006. godine započinje proces nadmetanja koji je prikazan u tablici broj 2. Actavis šalje neobaveznu ponuda od 570 kn po dionici13. ožujka 2006. godine. Pliva je angažirala Deutsche Bank kao savjetnika pri preuzimanju. Actavis povećava svoju neobaveznu ponudu na 630 kn. Slijedi Barrova neobavezna ponuda od 705 kn po dionici (2,1 mlrd. USD), te tada Actavis povećava ponudu na 723 kn po dionici i od PBZ CO mirovinskog fonda kupuje 10% dionica Barr odgovara protuponudom od 743 kn po dionici. Barr objavljuje ponudu za preuzimanje u Narodnim novinama i Večernjem listu 3. srpnja 2006. godine. Potom slijedi objavljivanje Actavisove ponude 6., 7. i 10. srpnja 2006. u Narodnim novinama, Večernjem i Jutarnjem listu. Prva Barrova obvezna ponuda za preuzimanje, potvrda stare cijene od 743 kn stiže 14. kolovoza 2006. godine Actavis šalje protuponudu od 795 kn 2. rujna 2006. godine, te naposljetku Barr odgovara ponudom sa 820 kn po dionici. Actavis se povlači iz igre 18. rujna 2006. godine [44] Tijekom nadmetanja Uprava Plive je u jednom trenutku preporučila dioničarima manju ponudu Barra iz razloga što bi Barr zadržao dotadašnji menadžment. S druge strane bezuvjetna ponuda Actavisa je donosila trenutačnu vrijednost dioničarima jer za razliku od Barra, Actavis svoju ponudu nije uvjetovao prethodnim odobrenjima regulatornih tijela SAD - a, Njemačke ili bilo koje druge jurisdikcije. Preuzimanje Plive je najveća dotadašnja poslovna transakcija u Hrvatskoj i najveći iznos pojedinačne američke transakcije u ovom dijelu Europe, te je rijedak slučaj pokušaja neprijateljskog preuzimanja u Europi. Pliva i dalje nastavlja poslovati kao pravno samostalno poduzeće, ali je pod kontrolom i nadzorom svog većinskog vlasnika.

[44] Ibidem

Tablica 2: Hodogram aktivnosti u procesu preuzimanja Plive

13. ožujka 2006. godine Actavisova neobavezna ponuda – 570 kuna po dionici
Actavisova neobavezna ponuda – 630 kuna po dionici
Barrova neobavezna ponuda – 705 kuna po dionici
Actavisova neobavezna ponuda – 723 kune po dionici
Barrova neobavezna ponuda – 743 kune po dionici
3. srpnja 2006. godine Barr objavljuje ponudu za preuzimanje
6. srpnja 2006. godine Actavis objavljuje ponudu za preuzimanje
14. kolovoza 2006. godine – prva Barrova obvezna ponuda od 743 kune po dionici
2. rujna 2006. godine –Actavisova ponuda od 795 kuna po dionici
Barr šalje ponudu – 820 kuna po dionici
18. rujna 2006. godine Actavis se povlači iz igre
Krajem godine dovršeno preuzimanje od strane Barra u vrijednosti od gotovo 14 milijardi kuna. Američka farmaceutska kompanije je tako postala vlasnikom 96,38 % dionica Plive sa pravom glasa.

Izvor: Izradila studentica po uzoru na Tipurić, D. (2008): Poslovni slučaj „Preuzimanje Plive“, Zagreb

5. ZAKLJUČAK

Procesi spajanja i preuzimanja postali su svakodnevnica u poslovnom svijetu. Gotovo da ne postoji kompanija svjetskih razmjera koja svoj rast i razvoj između ostalog ne duguje i tim procesima. Osnovni cilj poduzeća je stvoriti veću vrijednost za vlasnike tj. zadovoljiti svoje ciljeve za dugoročni opstanak, rast i razvoj nakon preuzimanja. Većina kompanija smatra kako su akvizicije najbolji način za investiranje. Preuzimanja mogu biti prijateljska i neprijateljska. Preuzimanje se može okarakterizirati kao neprijateljsko ako menadžment kompanije – mete odbije ponudu za preuzimanje, a preuzimatelj ustraje u nastojanju da ga preuzme, te u slučaju kada menadžment preuzimatelja krene u preuzimanje bez obavještavanja menadžmenta kompanije - mete. Kako su se kroz povijest inovirale taktike napadanja, to je sve dovelo do toga da su kompanije-mete počele intenzivnije razmišljati o obranama, što je naposljetku rezultiralo da postoji veći broj taktika obrane koje stoje na raspolaganju kompanijama koje su mete u odnosu na metode napada. Na menadžmentu ciljne kompanije koja je meta neprijateljskog preuzimanja je težak zadatak uvjeravanja svojih dioničara da ne prodaju svoje dionice, što naravno iziskuje dodatne troškove. Uvjeravanje će biti lakše ukoliko iza menadžmenta kompanije stoje dobri poslovni rezultati, teže će ići ukoliko su loši. Ukoliko su preuzimanja prijateljska tada je sve puno jeftinije i manje bolnije za zaposlenike. Promatrajući navedene studije slučaja preuzimanja Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe te primjer obrane Plive od pokušaja neprijateljskog preuzimanja od strane Actavisa može se primijetiti da su oba slučaja imala pozitivan rezultat. U slučaju preuzimanja Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe objema stranama je bilo u interesu izvršiti preuzimanje kako bi ostvarili svoje strateške ciljeve, što je i bio konačan ishod. Spajanjem Atlantic Grupe i Droge Kolinske stvorila se jedna od vodećih prehrambenih kompanija na regionalnom tržištu, prisutna na tržištu Europske unije i Rusije s razvijenom i razgranatom distribucijskom mrežom. No, to ne znači da prijateljsko preuzimanje ne utječe na različite skupine sudionika i da nema i svoje negativne strane u drugim slučajevima. Slučaj obrane Plive od neprijateljskog preuzimanja od strane Actavisa nakon poslane ponude za preuzimanje predstavlja jedan od rijetkih slučajeva pokušaja neprijateljskog preuzimanja u Europi. Konačno preuzimanje Plive od strane američkog Barra predstavlja uspješnu obranu od neprijateljskog preuzimanja primjenjujući strategiju „bijelog viteza“ te odabir kupca koji im odgovara. Važno je da svi sudionici na tržištu imaju jednake uvjete poslovanja i da su im predočena jasna pravila o dopuštenim sredstvima za međusobno natjecanje. Zakonom o preuzimanju dioničkih društava uređuju se uvjeti za davanje ponude za preuzimanje ciljnih

društava, postupak preuzimanja, prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja te nadzor postupka preuzimanja ciljnih društava. Pri pokretanju poslova preuzimanja od iznimne je važnosti analizirati vlastito poslovanje i tržište, te odabrati ciljno poduzeće koje će zadovoljiti strateške ciljeve poduzeća stjecatelja.

LITERATURA

1. Akvizicija Droge Kolinske, http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf

2. ATLANTIC GRUPA, lanac vrijednosti, studija slučaja, dostupno na: http://www.perkov-savjetovanje.hr/odrzani_seminari/ATLANTIC_GRUPA_lanac_vrijednosti_studija_slucaja_2012Perkov_D.pdf

3. Atlantic Grupa Formally Takes Over Droga Kolinska, http://www.atlantic.hr/en/news/corporate/atlantic-grupa-formally-takes-over-droga-kolinska-/

4. Birgham, E.F., Ehrhardt, M.C. (2008): Financial Management: TheoryandPractice, 12th ed., Thomson South-Western, Mason, Ohio, dostupno na: http://bib.convdocs.org/v39266/?download=1

5. Čolak Mihalik, M. (2006): Metode odbrane u procesu preuzimanja kompanija, Bankarstvo, [Online], 5 (6), <raspoloživo na: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2006/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2006-Mihalik.pdf>

6. Ćirović, M. (2004): Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad

7. DePamphilis, D. M. (2010): Mergers, AcquisitionsandOtherRestructuringActivities, AcademicPress, San Diego

8. Dubravec, R. (2006): Preuzimanje dioničkog društva i prijenos dionica manjinskih dioničara, Zagreb, str. 7., dostupno na: http://www.vtsrh.hr/uploads/Dokumenti/Savjetovanja/PREUZIMANJE_DIONICKOG_DRUSTVA.pdf

9. Emerging Europe, http://bpcc.org.pl/uploads/ckeditor/attachments/8371/FINAL_SCREEN_2016_Emerging_Europe__report_18.01.pdf

10. Filipović, D. (2012): Izazovi integracijskih procesa, Sinergija – nakladništvo d.o.o., Zagreb

11. Financijski rezultati Atlantic Grupe, http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-prvo-polugodiste-2010/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%201H2010.PDF

12. Foley, B. J. (1998): Tržišta kapitala, Mate, Zagreb

13. Gaughan, P. A. (2007): Mergers, Acquisitions, andCorporateRestructurings, WileyCorporate F & A, New York, dostupno na: http://www.books.mec.biz/tmp/books/GBLT467T1OVL1V5PIM22.pdf
14. Howson, P. (2006): DueDiligence, Poslovni dnevnik-Masmedia, Zagreb
15. MergersAndAcquisitions: UnderstandingTakeovers, http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp
16. Mishkin, F. S. i Eakins, S. G. (2005): Financijska tržišta i institucije, Mate, Zagreb
17. Number&Valueof M&A Worldwide, https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/
18. Preuzimanje Plive d.d., http://web.efzg.hr/dok/OIM/dtipuric/Tr%C5%BEi%C5%A1te%20za%20korporativnu%20kontrolu%20-%20Pliva.pdf
19. Rončević, A. (2012): Faze u akvizicijskim procesima, Računovodstvo i financije, [Online], 58 (8), Hrvatska Zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb
20. Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija, Informator, Zagreb
21. Tipurić, D. i svi (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo, Zagreb
22. Višić, J. (2012): Utjecaj preuzimanja na performanse poduzeća, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Split
23. What is thedifferencebetweenanacquisitionand a takeover, http://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-acquisition-and-takeover.asp
24. Zakon o preuzimanju dioničkih društava (NN, broj 148/13)
25. Ziegenbein, K. (2008): Kontroling, RRiF-plus, Zagreb

POPIS SLIKA

Slika 1: Proces preuzimanja poduzeća 6
Slika 2: Spajanja i preuzimanja širom svijeta u 2015. godini 16
Slika 3: Broj M&A transakcija po sektorima u 2015. godini na području Hrvatske 18
Slika 4: M&A transakcije po vrijednosti i obujmu u Hrvatskoj od 2012. - 2015. godine 19
Slika 5: Proizvodne kategorije i geografski profil prodaje Droge Kolinske u 2009. godini 20
Slika 6: Atlantic Grupa prije i nakon dokapitalizacije 22

POPIS TABLICA

Tablica 1: Faze procesa preuzimanja poduzeća prema različitim autorima 7
Tablica 2: Sažeti prikaz aktivnosti u procesu preuzimanja Plive 24

SAŽETAK

U ovome radu problem istraživanja je bio preuzimanje kompanija putem burzi vrijednosnica te obrane od neprijateljskog preuzimanja, te je cilj rada bio istražiti načine preuzimanja kompanija, kao i obrane od neprijateljskog preuzimanja. Stoga su u radu prezentirane osnovne karakteristike preuzimanja kompanija posredstvom burzi vrijednosnica, te taktike obrane od neprijateljskog preuzimanja koje napadnuta kompanija može primijeniti. Kroz primjere iz prakse navedene u ovom radu može se dobiti detaljniji uvid u procese preuzimanja.

Ključne riječi: preuzimanje poduzeća, burza, obrane od neprijateljskog preuzimanja.

SUMMARY

The thesis presents research of the takeovers of companies through the stock exchange, as well as defense against a hostile takeover; there for the aim of the study was to explore ways of acquiring companies, as well as defense against a hostile takeover. Hence, the student presented the basic characteristic of takeovers through the stock exchange and thesis of defense that attacked companies may apply. Through praxis examples mentioned in this thesis a more detailed look into the process of takeovers is available.

Key words: takeovers of companies, stock exchange, tactics of defense against hostile takeovers of companies.