Pojam i suština neprijateljskih preuzimanja

Haistor Ramić, Sanel

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **The Polytechnic of Rijeka / Veleučilište u Rijeci**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:125:647862

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-20**

Repository / Repozitorij:

Polytechnic of Rijeka Digital Repository - DR PolyRi

VELEUČILIŠTE U RIJECI
POSLOVNI ODJEL

Sanel Haistor Ramić

POJAM I SUŠTINA NEPRIJATELJSKIH PREUZIMANJA

(specijalistički završni rad)

Rijeka, 2021.

VELEUČILIŠTE U RIJECI

Poslovni odjel

Specijalistički diplomski stručni studij Poduzetništvo

POJAM I SUŠTINA NEPRIJATELJSKIH PREUZIMANJA

(specijalistički završni rad)

MENTOR

dr. sc. Denis Buterin, viši predavač

STUDENT

Sanel Haistor Ramić

Rijeka, srpanj 2021.

VELEUČILIŠTE U RIJECI

Poslovni odjel

Rijeka, 12. veljače 2021.

ZADATAK
za specijalistički završni rad

Pristupniku Sanelu Haistoru Ramiću **MBS:** 2423000069/19

Studentu specijalističkog diplomskog stručnog studija Poduzetništvo izdaje se zadatak za specijalistički završni rad – tema specijalističkog završnog rada pod nazivom:

POJAM I SUŠTINA NEPRIJATELJSKIH PREUZIMANJA

Sadržaj zadatka: *U radu povezati teorijska i praktična saznanja iz financija i financijskih tržišta te ih primijeniti na integracijske procese poduzeća. U teorijskom dijelu rada sustavno analizirati integracijske procese. Objasniti specifičnosti spajanja i preuzimanja te istražiti metode obrane od neprijateljskih preuzimanja. U drugom dijelu rada proučiti integracijske procese u praksi, s konkretnim pokazateljima po regijama. Analizirati integracijske procese u Republici Hrvatskoj primjenjujući metodu anketiranja. Nakon toga donijeti odgovarajuće zaključke.*

Preporuka:

Rad obraditi sukladno odredbama Pravilnika o završnom radu Veleučilišta u Rijeci.

Zadano: 12. veljače 2021.

Mentor:

Dr. sc. Denis Buterin, prof. v. š.

Pročelnica odjela:

Dr. sc. Anita Stilin, v. pred.

Zadatak primio dana: 12. veljače 2021.

Sanel Haistor Ramić

Dostavlja se:
- **mentoru**
- **pristupniku**

I Z J A V A

Izjavljujem da sam završni rad pod naslovom POJAM I SUŠTINA NEPRIJATELJSKIH PREUZIMANJA izradio samostalno uz pomoć mentora dr.sc. Denisa Buterina, višeg predavača.

Ime i prezime

(potpis studenta)

SAŽETAK

Preuzimanje poduzeća označava svako stjecanje druge tvrtke. Motivi za preuzimanje mogu biti različiti. Isto tako, postoje prednosti i nedostaci preuzimanja. Ako uprava preporuči prihvaćanje ponude za preuzimanje, smatra se da je ponuda prijateljska; ako uprava službeno odbije ponudu, preuzimanje se smatra neprijateljskim. Kod neprijateljskog preuzimanja postoji velika mogućnost da će se ciljna kompanija nastojati obraniti, pri čemu uprava i menadžment poduzeća mete imaju na raspolaganju određene strategije kojima se mogu obraniti od neželjenog preuzimanja, pri čemu su u radu obrađene sljedeće: Poison Pill, Bear Hug, Crown Jewles, Pacman Defense i White Knight.

Ključne riječi: prijateljsko i neprijateljsko preuzimanje, strategije obrane, Poison Pill, Bear Hug, Crown Jewles, Pacman Defense, White Knight

SADRŽAJ

1. UVOD ... 1

1.1. Predmet istraživanja ... 1

2.2. Problem istraživanja ... 1

1.3. Svrha i cilj rada ... 2

1.4. Struktura rada ... 2

2. OPĆENITO O INTEGRACIJSKIM PROCESIMA ... 3

2.1. Spajanje, pripajanje i preuzimanje ... 3

2.2. Teorijski pristupi spajanjima i preuzimanjima poduzeća ... 4

2.2.1. Objašnjenje spajanja i preuzimanja poduzeća sukladno pristupu industrijske organizacije ... 5

2.2.2. Menadžerski teorijski pristup integracijskim procesima spajanja i preuzimanja poduzeća ... 7

2.2.3. Financijski teorijski pristup procesima spajanja i preuzimanja poduzeća ... 9

2.2.4. Pristup spajanju i preuzimanju poduzeća utemeljen na upravljanju ljudskim potencijalima ... 10

2.3. Spajanje, pripajanje ili preuzimanje u praksi ... 11

2.4. Tipologija integracijskih procesa ... 13

3. STATISTIČKI POKAZATELJI O INTEGRACIJSKIM PROCESIMA ... 17

3.1. Globalni statistički pokazatelji o broju i vrijednosti transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja ... 17

3.2. Statistički pokazatelji o broju transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta ... 19

3.3. Statistički pokazatelji o vrijednosti transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta ... 20

4. PRIJATELJSKA I NEPRIJATELJSKA PREUZIMANJA ... 22

4.1. Prijateljsko preuzimanje ... 23

4.2. Neprijateljsko preuzimanje ... 24

4.2.1. Povijesni „valovi“ integracijskih procesa s naglaskom na neprijateljska preuzimanja ... 25

4.2.2. Strateški plan neprijateljskog preuzimanja poduzeća ... 30

4.2.3. Izvori financiranja neprijateljskog preuzimanja poduzeća ... 32

4.2.4. Strategije neprijateljskog preuzimanja poduzeća ... 33

4.2.6. Strategije obrane od neprijateljskog preuzimanja ... 38

Poison pill ... 39

Bear Hug 39
Crown jewles 41
Pacman defense 42
White knight 43
5.PRIMARNO ISTRAŽIVANJE STAVOVA MENADŽMENTA PODUZEĆA U RH O SPAJANJIMA I PREUZIMANJIMA 44
5.1. Metodologija istraživanja 44
5.2. Ispitanici 45
5.3. Rezultati istraživanja i interpretacija 48
6. ZAKLJUČAK 56
LITERATURA 58
POPIS SLIKA 62
POPIS GRAFIKONA 62

1. UVOD

Pripajanjem ili spajanjem društva se ujedinjuju u jedno društvo, na način da se spaja imovina svih društava obuhvaćenih pripajanjem ili spajanjem i da nakon provedenog postupka postoji samo jedno društvo. Pripajanje i spajanje društava mogu, temeljem Zakona o trgovačkim društvima, izvršiti društva kapitala – dioničko društvo i društvo s ograničenom odgovornošću. Preuzimanje je manje određen pojam, pa se nekada koristi samo za „neprijateljsko" preuzimanje, a nekada za prijateljska ili neprijateljska preuzimanja drugih. Pojma i suština ovih vrsta preuzimanja te strategija obrane tema su pisanja ovog rada.

1.1. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja je analiza integracijskih procesa i njihova uloga u osiguranju rasta i razvoja poduzeća, s posebnim osvrtom na neprijateljsko preuzimanje. Preuzimanje poduzeća označava stjecanje poduzeća ili značajnijeg udjela u vlasničkoj glavnici druge tvrtke bez obzira na to je li to stjecanje ostvareno kupnjom imovine ili vlasničkog udjela preuzete tvrtke ili pak udruživanjem vlasničkih interesa. U ovom radu istražuju se vrste preuzimanja i motivi za isto. Osim toga, istražuju se načini neprijateljskog stjecanja i obrane od nepoželjnog preuzimanja. Kako bi se procijenila vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja među dioničkim društvima u RH, provedeno je primarno istraživanje stavova zaposlenika dioničkih društava u RH.

2.2. Problem istraživanja

Preuzimanje poduzeća označava svako stjecanje druge tvrtke. Za razliku od spajanja, preuzimanje poduzeća se može provoditi s prijateljskom ili neprijateljskom namjerom. Ako uprava preporuči prihvaćanje ponude za preuzimanje, smatra se da je ponuda prijateljska; ako uprava službeno odbije ponudu, preuzimanje se smatra neprijateljskim. Postavljaju se pitanja kojim se strategijama poduzeće preuzimatelj može koristiti kako bi stekao poduzeće metu i koje metode obrane u slučaju neprijateljskog preuzimanja poduzeće meta može primijeniti?

1.3. Svrha i cilj rada

Cilj je pisanja ovog rada upoznati čitatelja s pojmom integracijskih procesa uz osobiti naglasak na prijateljska i neprijateljska preuzimanja te objasniti svrhu istih na način da se odgovori na sljedeća pitanja:

- Što je preuzimanje i kakvo ono može biti?
- Jesu li hrvatski menadžeri dovoljno upoznati s politikama spajanja i akviziciji?
- Kakve metode obrane poduzeće koje je meta preuzimanja može imati te na koji način te strategije djeluju?
- U kojoj je mjeri razvijenost tržišta kapitala čimbenik koji utječe na vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja?
- U kojoj je mjeri ovisnost poduzeća o eksternom financiranju putem tržišta kapitala čimbenik koji utječe na vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja?

1.4. Struktura rada

U poglavlju koje slijedi definiraju se pojmovi spajanja, pripajanja, odnosno preuzimanja. Navode se vrste spajanja te se istražuje na koji način se preuzimanja odvijaju u praksi. Nakon toga se prelazi na objašnjenje razlikovanja prijateljskih od neprijateljskih preuzimanja. U slučaju neprijateljskog preuzimanja tvrtka meta ima mogućnost odabrati više različitih strategija obrane od preuzimanja. U radu su obrađene neke od mogućih strategija: Poison Pill, Bear Hug, Crown Jewles, Pacman Defense i White Knight. Posljednje poglavlje je zaključak rada.

2. OPĆENITO O INTEGRACIJSKIM PROCESIMA

Zakon o trgovačkim društvima u glavi VII definira pojam pripajanja i spajanja društava. Prema ZTD-u, jedno ili više dioničkih društva mogu se pripojiti drugome dioničkome društvu bez da se provede postupak likvidacije prijenosom cijele imovine jednoga ili više društava (pripojenih društava) drugome društvu (društvu preuzimatelju) u zamjenu za dionice toga društva. (Zakon o trgovačkim društvima, čl. 512.) Također, jedno ili više društava s ograničenom odgovornošću mogu se pripojiti drugom društvu sa ograničenom odgovornošću bez provođenja postupka likvidacije prijenosom cijele imovine pripojenih društava drugome društvu – preuzimatelju u zamjenu za udjele u tome društvu. Društvo preuzimatelj postaje time univerzalni pravni sljednik pripojenog društva, ali tek nakon što se pripajanje upiše u sudski registar. (ZTD, čl. 549) Dakle, pripajanje i spajanje društava mogu, temeljem Zakona, izvršiti samo društva kapitala – dioničko društvo i društvo s ograničenom odgovornošću.

2.1. Spajanje, pripajanje i preuzimanje

Pripajanjem ili spajanjem društva se ujedinjuju u jedno društvo, na način da se spaja imovina svih društava obuhvaćenih pripajanjem ili spajanjem i da nakon provedenog postupka postoji samo jedno društvo. To društvo je univerzalni pravni sljedbenik društava koje prestaju postojati uslijed pripajanja ili spajanja. Osnovna razlika između pripajanja i spajanja je u tome što kod pripajanja društvo preuzimatelj već postoji i dalje će postojati, a pripojeno društvo ili društva primanjem prestaju postojati.

Spajanje ili fuzija je postupak u kojem dva ili više društava (pripojena društva) osnivaju novo društvo (društvo preuzimatelj) na kojeg prenose cijelu svoju imovinu i time prestaju postojati bez provođenja postupka likvidacije, a članovi pripojenih društava u zamjenu za svoje dionice odnosno udjele koje su imali u pripojenim društvima dobivaju dionice odnosno udjel društva preuzimatelja. (Curnić, 2020) Pri spajanju povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu, zajedničku tvrtku, a prijašnja samostalna poduzeća prestaju postojati. Ime novostvorenog poslovnog subjekta najčešće preuzima imena dotada samostalnih kompanija. Spajanja se

najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije. (Lazibat i dr., 2006)

Drugim riječima, spajanja (konsolidacije) su poslovne kombinacije kojima se dva ili više društava povezuju da bi stvorili posve novo trgovačko društvo. Sva društva koja se spajaju nestaju, a nastavlja poslovanje samo nova cjelina koja je nastala. Premda postoje razlike između pojma pripajanja i spajanja oni se nekada koriste u istom značenju, s tim da ih zakoni jasno razlikuju. Općenito, kada su tvrtke koje sudjeluju u kombinaciji približno iste veličine, primjenjuje se pojam konsolidacije, a kada se tvrtke razlikuju po veličini, primjenjuje se pojam pripajanja. U praksi se ova distinkcija zamagljuje, a pojam pripajanja koristi se i kod tvrtki iste, ali i različite veličine. (Curnić, 2020)

Pripajanje je kombiniranje dvaju trgovačkih društava pri čemu samo jedno društvo preživljava, a pripojeno društvo nestaje. U pripajanju društvo koje vrši pripajanje preuzima imovinu i obveze pripojenog društva. Drugim riječima, pripajanje je postupak u kojem jedno ili više društava (pripojena društva) prenose cijelu svoju imovinu drugom društvu (društvu preuzimatelju) i time prestaju postojati bez provođenja postupka likvidacije, a članovi pripojenih društava u zamjenu za svoje dionice odnosno udjele koje su imali u pripojenim društvima dobivaju dionice odnosno udjele društva preuzimatelja. (Curnić, 2020)

Još jedan pojam koji se često koristi je preuzimanje. Ovaj pojam je manje određen, pa se nekada koristi samo za "neprijateljsko" preuzimanje, a nekada za prijateljska ili neprijateljska preuzimanja drugih tvrtki od strane nekog preuzimatelja. (Novak, 2000) U najširem smislu akvizicija ili preuzimanje poduzeća označava svako stjecanje druge tvrtke ili značajnijeg udjela u vlasničkoj glavnici druge tvrtke od strane tzv. akviziterske tvrtke bez obzira na to je li to stjecanje ostvareno kupnjom imovine ili vlasničkog udjela preuzete tvrtke ili pak udruživanjem vlasničkih interesa. Pri tome je svejedno prestaje li preuzetoj tvrtki kontinuitet poslovanja ili ona nastavlja poslovanje pod svojom tvrtkom ali pod kontrolom akviziterske tvrtke. (Curnić, 2020)

2.2. Teorijski pristupi spajanjima i preuzimanjima poduzeća

Ključni teorijski pristupi koji analiziraju procese spajanja i preuzimanja poduzeća kao integracijske procese su pristup industrijske organizacije te menadžerski, financijski i organizacijski pristup usmjeren na upravljanje ljudskim resursima.

2.2.1. Objašnjenje spajanja i preuzimanja poduzeća sukladno pristupu industrijske organizacije

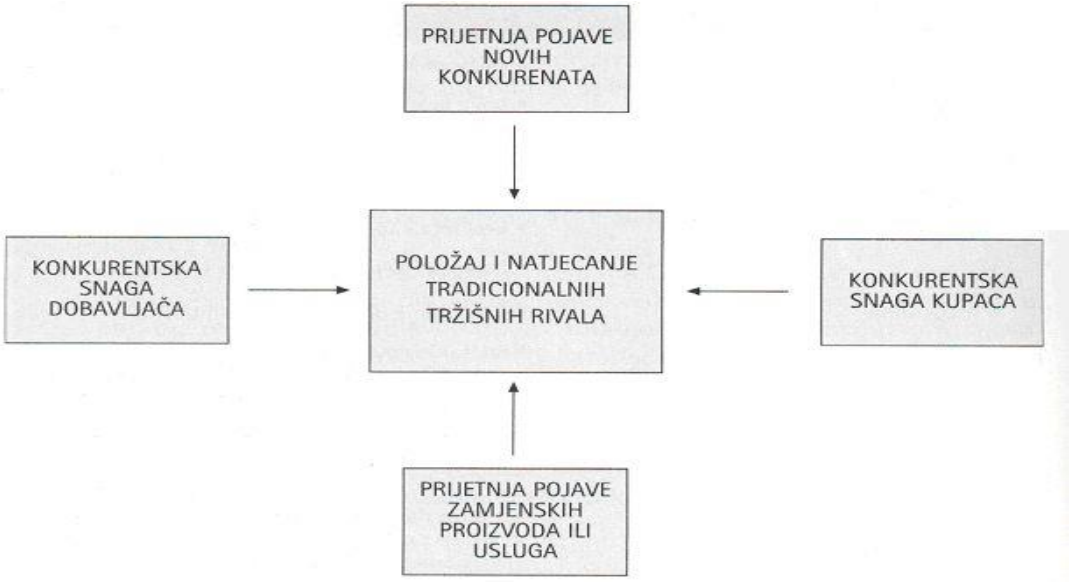
Sukladno pristupu industrijske organizacije, temeljno objašnjenje i razlog za provedbu procesa spajanja i preuzimanja u poduzećima proizlazi iz pozitivnog učinka na obujam i strukturu organizacijskih troškova kao i iz pozitivnog učinka na tržišni položaj i snagu poduzeća. Integracijski procesi spajanja i preuzimanja poduzeća doprinose smanjenju troškova i povećanju tržišne snage i položaja integriranih poduzeća unutar cjelokupnog gospodarskog sektora. Integracije u vidu spajanja i preuzimanja poduzeća generiraju dugoročnu profitabilnost poduzeća kroz utjecaj na promjene u industrijskoj strukturi u kojoj poduzeća posluju (Church i Ware, 2000).

Analiza konkurentnosti poduzeća provodi se u kontekstu cjelokupnog industrijskog sektora i ključnih sektorskih dionika. Odnosi u strukturi gospodarskog sektora uvjetuju stupanj rivalstva među konkurentima, utječu na donošenje odluka o strateškim smjernicama u rastu i razvoju poduzeća te utječu na način izvedbe poslovnih procesa.

Strateški alat kojim se analizira položaj poduzeća u okviru industrije je model 5 konkurentskih snaga. Konkurentske snage koje oblikuju položaj poduzeća u sklopu industrije su:

- Jačina industrijskog suparništva (jačina konkurentnosti među poduzećima unutar promatrane industrije),
- Opasnost od konkurenata,
- Pregovaračku moć kupca
- Pregovaračku moć dobavljača
- Opasnost od zamjenskih proizvoda (supstituta) (Rašić Jelavić i Brkić, 2016).

Porterov model pet konkurentskih sila prikazan je na slici 1.



Slika 1. Porterov model pet konkurentskih sila

Izvor: Rašić Jelavić, S., Brkić, I. (2016). Analiza cementne industrije u Hrvatskoj primjenom Porterova modela pet konkurentskih sila. *Poslovna izvrsnost, 10*(1), 75-95.

Pet konkurentskih sila utječu na oblikovanje profitnog potencijala u gospodarskom sektoru kao i na stupanj privlačnosti ulaganja u taj sektor. Temeljni preduvjeti za dugoročnu profitabilnost u gospodarskom sektoru su povoljan položaju u odnosu na dobavljače i kupce te zamjenske proizvode. Stabilna konkurentska struktura također je važan čimbenik profitabilnosti sektora, a integracijski procesu su najznačajniji čimbenik koji utječe na promjene u postojećoj konkurentskoj strukturi na industrijskog razini (Hackbarth i Miao, 2012).

Barijere ulasku novih konkurenata u gospodarski sektor utječu na stupanj stabilnosti i opstojnosti postojećih konkurentskih odnosa. Nepostojanje barijera za ulazak u gospodarski sektor privlači nove konkurente te uzrokuje promjene u postojećoj ravnoteži unutar sektora, a osobito promjene u smislu potencijalnog snižavanja cijena proizvoda i usluga. Opisana cjenovna kretanja mogu uzrokovati opadanje profitabilnosti u poslovanju svih uključenih dionika te se stoga poslovni subjekti sve više okreću integracijskim procesima kako bi ojačali svoju tržišnu poziciju i snagu te kako bi racionalizirali troškove poslovanja (Sudarsanam, 2005).

Preuzimanjem i spajanjem u određenoj industriji poduzeća pojačavaju pregovaračku snagu bilo da su u poziciji kupca ili dobavljača. Ako poduzeće kupac preuzme ili se spoji sa svojim konkurentom, poduzeće će biti u situaciji utjecati na cijenu usluga ili proizvoda koji kupuje.

Jako industrijsko suparništvo može inicirati cjenovne borbe koje mogu ograničiti profitabilnost industrije smanjivanjem cijena. Preuzimanjem ili spajanjem s konkurentom pojačava se pregovaračka snaga preuzimatelja, ako preuzimanje rezultira smanjenjem brojka konkurenata. Snažni supstituti smanjuju tržišnu moć industrije, dodatno ograničavajući utjecaj poduzeća u industriji na cijene. Preuzimanjem poduzeća koji nude zamjenske proizvode može se ojačati tržišna pozicija i na taj način poboljšati profitabilnost preuzimatelja (Hackbarth i Miao, 2012).

2.2.2. Menadžerski teorijski pristup integracijskim procesima spajanja i preuzimanja poduzeća

Prije samog obrazloženja menadžerskog teorijskog pristupa procesima spajanja i preuzimanja poduzeća, nužno je definirati dvije ključne teorije u korporativnom upravljanju, a to su agencijska teorija i teorija uslužnosti. Ove teorije opisuju odnos oprečnosti/sukladnosti menadžerskih ciljeva s ciljevima vlasnika i dioničara, što je važan čimbenik i utječe na uspješnost provedbe procesa integracije poduzeća.

Agencijska teorija je organizacijska i ekonomska teorija koja pokušava objasniti odnose između principala (vlasnika) i agenata (menadžera) prilikom delegiranja procesa upravljanja profesionalnim menadžerima. Teorija naglašava da su interesi principala i agenata po svojoj prirodi oprečni te će se menadžeri ponašati oportuno kako bi maksimalizirali vlastite interese i ciljeve, što može biti na štetu vlasnika i dioničara u poduzeću. Kako bi se izbjegla navedena priroda odnosa, poduzeća sve više u sustav nagrađivanja menadžera ugrađuju pakete dionica da bi i menadžeri stekli dioničarski status (Schroeder i sur., 2011). Ukoliko se uspješno postigne sklad ciljeva menadžera i vlasnika poduzeća, tada se odnosi agenata i principala poimaju u kontekstu teorije uslužnosti (Panda i Leepsa, 2017).

Sukladno menadžerskom teorijskom pristupu spajanjima i preuzimanjima, brojni integracijski procesi obilježeni su visokim stupnjem neuspješnosti jer odluke koje donose menadžeri nisu u skladu s interesima ostalih dionika u poduzeća. Takva odluke ne kreiraju potrebnu novostvorenu vrijednost za vlasnike i dioničare. Kada ne postoji mogućnost učinkovitog discipliniranja menadžera od strane dioničara i konkurentskih sila na tržištu, integracijski procesi ne mogu rezultirati adekvatnim stupnjem uspješnosti.

Oportunistički pristup spajanjima i preuzimanjima poduzeća od strane menadžera zasniva se na realizaciji vlastitih interesa koji postupno dovode do pada vrijednosti poduzeća. Odluke o spajanjima i preuzimanjima se ne bi smjele dovoditi na temelju visine menadžerskih materijalnih i nematerijalnih poticaja i nagrada jer na taj način nastaje menadžerska miopija ili kratkovidnost koja dugoročno vodi ka gubitku za sve dionike.

Osim visine materijalnih i nematerijalnih poticaja, na objektivnost donošenja odluke o integracijskim procesima spajanja i preuzimanjima može utjecati i težnja menadžera za zadržavanjem kontrole nad procesima upravljanja. U takvim su situacijama mogući različiti kompromisi koji se negativno odražavaju na interese vlasnika i dioničara, poput prodaje dionica po nižoj cijeni kako bi se zadržale upravljačke pozicije. Ugovori između agenata i principala stoga trebaju biti koncipirani na način da se minimizira mogućnost oportunističkog djelovanja menadžerskih struktura prilikom provedbe spajanja i preuzimanja (Filipović, 2012).

U sklopu menadžerskog teorijskog pristupa spajanjima i preuzimanjima je važna i „hipoteza menadžerske arogancije“. Ova je hipoteza razvijena kako bi se obrazložila činjenica da je kod menadžera organizacije koja je cilj procesa preuzimanja često prisutna visoka razina subjektivnosti u pogledu procjene vrijednosti poduzeća. Racionalan pristup donošenju odluke o preuzimanju poduzeća treba se temeljiti na utvrđivanju i usporedbi realne (knjigovodstvene) i tržišne vrijednosti poduzeća. Usprkos tome, menadžeri se često oslanjaju na subjektivne procjene o vrijednosti poduzeća, što znači da se odluke o preuzimanju ponekad ne donose na racionalnim i činjenično utemeljenim analizama. U takvim situacijama je preuzimatelj sklon precijeniti vrijednost poduzeća i generirati dodatnu vrijednost za poduzeće preuzimatelja na temelju vlastite subjektivne evaluacije (Roll, 1986).

Oslanjanje na subjektivnu procjenu vrijednosti poduzeća koje je meta preuzimanja se u literaturi o menadžmentu naziva i „pobjedničkom kletvom“ te ukazuje na važnost pomnog i detaljnog planiranja i pripreme integracijskih procesa te na važnost provedbe *due dilligence*

procesa kako bi se utvrdilo realno stanje u poduzeću i objektivna procjena njegove vrijednosti (Boone i Mulherin, 2008).

2.2.3. Financijski teorijski pristup procesima spajanja i preuzimanja poduzeća

Financijski teorijski pristup spajanjima i preuzimanjima poduzeća je značajan jer osigurava odgovor na probleme koji mogu proizaći iz diskrecijskog i oportunističkog ponašanja menadžera prilikom provedbe integracijskih procesa (Sisek i Strahonja, 2012).

Za razliku od poduzetničkih poslovnih pothvata u kojima je vlasnička i upravljačka funkcija ujedinjena u jednom nositelju ovih funkcija (poduzetniku), rast i razvoj poduzeća rezultira razdvajanjem upravljačke i vlasničke funkcije te kontrola nad procesom donošenja odluka nije u rukama vlasnika ili dioničara, već primarno u rukama menadžerskih struktura (Vinšalek Stipić, 2020). Zadaća menadžera je na racionalan način angažirati potrebne čimbenike proizvodnje kako bi se generirala nova vrijednost, a sposobnost generiranja nove vrijednosti je ujedno temeljno mjerilo uspješnosti izvedbe menadžerskog (upravljačkog) kadra te je stoga sustav poticaja menadžera potrebno uskladiti s postignutim rezultatima (Štefulić Radman Peša, 2012).

Najznačajniji doprinos financijskog pristupa procesima spajanja i preuzimanja poduzeća proizlazi iz „teorije slobodnog novčanog toka“. Slobodni novčani tok predstavlja likvidna novčana sredstva kojima poduzeće raspolaže nakon ulaganja u investicijske projekte koji su rezultirali pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću. Odluka o raspodjeli slobodnih novčanih sredstava može biti konfliktna sa stajališta menadžmenta i vlasnika (dioničara). Ukoliko se menadžment odluči na isplatu dividende, smanjuje količinu slobodnih novčanih sredstava, a time i stupanj kontrole menadžera nad poslovanjem poduzeća. Menadžeri će biti više motivirani investirati slobodne novčane tokove nego isplatiti dividendu jer na taj način povećavaju obujam vlastite moći i kontrole. Odluka o preuzimanjima poduzeća često proizlazi kao odgovor na opisanu konfliktnu situaciju. Menadžeri poduzeća sa viškom slobodnih novčanih sredstava često se odlučuju na preuzimanje drugih poduzeća, a ukoliko taj postupak nije pomno planiran i utemeljen na činjenicama, zasigurno će rezultirati negativnim učincima na interese dioničara (Ayash, 2020).

2.2.4. Pristup spajanju i preuzimanju poduzeća utemeljen na upravljanju ljudskim potencijalima

Razvoj društva i ekonomije znanja sve više analizira utjecaj pojedinih organizacijskih procesa sa stajališta ljudskih potencijala kao najznačajnijeg resursa u kreiranju konkurentske prednosti suvremenih poduzeća. Donošenje odluka o integracijskim procesima spajanja i preuzimanja je potrebno vrlo precizno sagledati s obzirom na prednosti i nedostatke te utjecaj integracijskih procesa na ljudske potencijale koji može bit dvojak (Filipović, 2011) i uvjetovan je ponajviše stilom vodstva nakon procesa integracije.

Prilikom procesa spajanja i preuzimanja poduzeća mogu doći do izražaja oprečni interesi pojedinih interesnih skupina vezano uz upravljanje ljudskim potencijalima, a ponajviše uz zadržavanje ili otpuštanje pojedinih timova zaposlenika. *Downsizing* ili mjeru smanjenja broja zaposlenih je nužno primjenjivati samo u krajnjoj nuždi jer se vrlo negativno odražava na organizacijsku kulturu i moral te na stav zaposlenika o provedenom procesu spajanja i preuzimanja (Kemal i Shadid, 2012).

Procesi spajanja i preuzimanja poduzeća svakako zahtijevaju uspješnu provedbu organizacijskih promjena s ciljem uspostave kohezije u novom i širem poslovnom sustavu. Organizacijske promjene su vrlo često popraćene strahom i otporom kod zaposlenih. Uspješno upravljanje procesom tranzicije ili organizacijskih promjena u kojem se primjenjuje etično i transformacijsko vodstvo s naglaskom na participaciju zaposlenika, predstavlja ključ za uspješnu i učinkovitu prilagodbu neminovnim organizacijskim promjenama i za stvaranje čvrste i postojanje organizacijske kulture koja je orijentirana na realizaciju strateških ciljeva zbog kojih su i provedeni procesi spajanja i preuzimanja (Gotal, 2013).

Transformacijsko vodstvo je čimbenik kojim se minimiziraju problemi koji mogu nastati uslijed nesklada između prethodnih organizacijskih kultura poduzeća koja su integrirana. Ovim se stilom vodstva može osnažiti osjećaj pripadnosti novoj organizacijskoj kulturi te izbjeći problem fragmentiranosti i osjećaja nesigurnosti kod zaposlenika nakon provedbe procesa spajanja i preuzimanja poduzeća (Kemali Shadid, 2012).

2.3. Spajanje, pripajanje ili preuzimanje u praksi

Spajanja, pripajanja i preuzimanja predstavljaju pojave koje u zadnjih stotinu godina bude pažnju profesionalnih ekonomista, poduzetnika, najšire javnosti te zakonodavnih i kontrolnih organa u privredama brojnih zemalja. Najviše transakcija spajanja i preuzimanja događa se u telekomunikacijama, televizijskim mrežama, farmaceutskoj industriji, proizvodnji kompjutorskog softvera, bankarstvu i maloprodaji. (Novak, 2000)

Dosadašnja su iskustva pokazala da veliki broj spajanja i pripajanja završava neuspjehom. Spajanja i preuzimanja visoko su rizične transakcije koje imaju potencijalno veliki prinos. Posljedice neuspjeha imaju dugotrajan učinak i često su kobne. (Novak, 2000) Izrazito je važno da se prilikom njihove provedbe kompanije pridržavaju ovih pravila:

1. „Odabir prikladnog ciljnog partnera.
2. Podrobno istraživanje tržišne pozicije potencijalnog partnera.
3. Pokušaj određivanja kompatibilnosti kulture tvrtki i njihovog menadžmenta.
4. Određivanje nove strukture organizacije nakon provedenoga spajanja ili akvizicije.
5. Zaštita ključnih resursa ciljne kompanije.
6. Procjena vrijednosti dionica.
7. Planiranje integracije“ (Lazibat i dr., 2006: 66)

Prije svega možemo postaviti pitanje zašto se ulazi u spajanja, pripajanja ili preuzimanja poduzeća. Gospodarski razlozi pripajanja i spajanja leže u potrebi koncentracije kapitala, tehnologije, stručnjaka, radne snage, resursa. U poslovnoj praksi ti postupci imaju izuzetno veliki značaj. Moglo bi se reći da se u praksi češće provodi pripajanje. Njegova prednost u odnosu na spajanje jest u tome što jedno društvo i dalje postoji, zadržava postojeću tvrtku, sve odnose na tržištu, što ima svoju gospodarsku vrijednost. (Curnić, 2020) Prednosti koje može dati spajanje jesu:

- Rast snage društva, povećanje udjela na tržištu te proširenje proizvodnih linija.
- Pomaže u diverzifikaciji te time smanjuje cikličke i operativne utjecaje.
- Olakšava društvu pozajmljivanje financijskih sredstava kada se spoji s tvrtkom koja ima značajna likvidna sredstva i nisku zaduženost.
- Daje dobar prinos na investicije kada je tržišna vrijednost preuzete tvrtke značajno niža od troškova njezine zamjene.

- Poboljšava u nekim slučajevima tržišnu cijenu dionica, što daje veći P/E odnos. Na primjer, dionice većeg društva mogu se doživljavati kao utrživije, sigurnije i stabilnije.
- Daje neku karakteristiku koja je nedostajala. Na primjer, to može biti bolje upravljanje razvojem.
- Ostvarenje sinergijskog učinka, što znači da je rezultat kombinacije veći od zbroja dijelova.

Nedostaci spajanja jesu:

- „Obrnuta sinergija koja smanjuje neto vrijednost kombinirane cjeline (na primjer, prilagođavanja načina plaćanja zaposlenih, troškovi servisiranja duga nastalog preuzimanjem, nedostaci ključnih osoba u preuzetoj tvrtki).
- Suprotni financijski učinci jer se predviđene koristi nisu ostvarile, na primjer, nisu ostvarene uštede troškova.
- Antimonopolske aktivnosti koje sprječavaju ili odlažu predloženo spajanje.
- Problemi zbog neslaganja manjinskih dioničara.“ (Novak, 2000: 48-49)

Sva spajanja i preuzimanja objašnjavaju se mnogobrojnim ciljevima, ali je jedan osnovni koji leži iza svih tih ciljeva - da se za dioničare poveća vrijednost. Spajanja i preuzimanja spadaju u visokorizične transakcije, ali naravno da su i mogući prinosi takvih transakcija veliki. Neke su transakcije uspješne, druge nisu. (Novak, 2000) Obećava se rast ekonomskih vrijednosti, a projicira se i ubrzani rast. Nažalost, izazovi u ispunjenju tih obećanja se podcjenjuju. U brojnim velikim spajanjima vidljivi su nezadovoljavajući rezultati. Kako preuzimatelji sve više prihvaćaju pad produktivnosti, nizak moral, internu konkurenciju, odlazak izvršnog osoblja kao posljedicu preuzimanja, dioničari postaju nezadovoljni. Smanjenje troškova je uvijek daleko skuplje nego što je bilo tko predviđao. Ono se rijetko ostvaruje tako brzo kako se očekivalo. (Novak, 2000)

Podaci o podršci menadžmenta politici spajanja i akvizicija iz istraživanja Lazibat i dr. (2006) idu u prilog tvrdnji da su spajanja i akvizicije nedovoljno poznat pojam, jer čak jedna trećina ispitanika nije znala odgovor na pitanje postoji li u njihovim poduzećima podrška menadžmenta navedenim procesima ili ne postoji. Također je, sa čak 64.5% prihvaćena tvrdnja o velikoj važnosti spajanja i akvizicija za uključivanje u proces globalizacije. (Lazibat i dr., 2006)

2.4. Tipologija integracijskih procesa

Procesi spajanja i preuzimanja u poduzećima se uobičajeno dijele na horizontalne i vertikalne integracijske procese. Pod horizontalnim integracijskim procesima se podrazumijevaju sve vrste spajanja i preuzimanja koja se odvijaju u okviru istog industrijskog sektora (Filipović, 2011). Na ovaj način dolazi do koncentracije imovine i resursa u gospodarskom sektoru te do značajnog jačanja tržišne pozicije u odnosu na konkurente.

Horizontalnim integracijskim procesima se snažno utječe na povećanje profitabilnosti u poslovanju poduzeća jer koncentracija resursa osigurava racionalizaciju operativnih troškova poslovanja, a time i postizanje ekonomije obujma. „Osnova je ekonomije obujma trošak po jedinici isporučene usluge ili proizvoda. U uvjetima veće isporučene količine, trošak po jedinici isporučene količine manji je od troška manje količine isporučenih jedinica određene usluge ili proizvoda.“ (Juričić, 2008: 458). Racionalizacija troškova i stvaranje ekonomije obujma nisu rezultat samo povećanih proizvodnih ili uslužnih kapaciteta u horizontalno integriranim poduzećima, već su i rezultat povećanja pregovaračke moći horizontalno integriranih poduzeća na tržištu nabave i prodaje (Allen, Clark i Houde, 2019).

Horizontalni integracijski procesi pridonose razvoju masovne proizvodnje i disperziji troškova. Poduzeća koja su horizontalno integrirana ujedno imaju u velikoj mjeri jačaju sposobnosti i potencijale za diferencijacijom postojećih proizvodno-uslužnih programa i asortimana kojeg nude na tržištu. Integracija osigurava mogućnost proizvodnje šireg spektra proizvoda koje je moguće grupirati i sortirati na komplementaran način. Grupiranjem i prodajom proizvoda u kompletima se smanjuju zavisni troškovi nabave te je moguće kupcima isporučiti dodanu vrijednost za cijenu i tako ostvariti dodatnu cjenovnu konkurentsku prednost na tržištu (Filipović, 2011).

Horizontalni integracijski procesi dovode do povećanja koncentracije u gospodarskom sektoru te se često koriste kao alat kojim se smanjuje intenzitet konkurencije u suvremenom poslovanju, no ne do razine kojom bi se ugrozila fer tržišna utakmica u skladu s načelima slobodne i ravnopravne tržišne konkurencije. Jačanje tržišne pozicije horizontalno integriranih poduzeća rezultira novom prirodom odnosa s ključnim tržišnim dionicima, a poglavito s dobavljačima i kupcima (Filipović, 2011).

Vertikalni integracijski procesi su oni procesi kod kojih poduzeće provodi spajanje s drugim poduzećem ili preuzimanje poduzeća iz drugog gospodarskog sektora te na taj način provodi diversifikaciju vlastitog poslovanja i stvara temelj za dugoročno povećanje profitabilnosti i konkurentske prednosti (Filipović, 2011). Vrlo važan čimbenik zbog kojeg se u ekonomiji znanja provode integracijski procesi je uspješan transfer tehnologije i znanja (Rupčić, 2003) kao osnovica dugoročnog ekonomskog, tržišnog i financijskog uspjeha u poslovanju.

Vertikalni integracijski procesi mogu značajno doprinijeti unaprjeđenju dugoročne profitabilnosti jer se ključnim proizvodima, uslugama i poslovnim procesima može vrlo uspješno dodati nova vrijednost. Razlog tome je racionalizacija operativnih troškova koja nastaje kao rezultat vertikalne integracije poduzeća. Poduzeća koja se vertikalno integriraju uobičajeno su motivirana težnjom za uspostavom znatno višeg stupnja kontrole nad cjelokupnim lancem opskrbe i lancem stvaranja vrijednosti (Vouk, 2005).

Opisane značajke vertikalne integracije je moguće ilustrirati na primjeru integracija na turističkom tržištu. „Glavna prednost vertikalne integracije u slučaju turoperatora je veća kontrola proizvodnje i plasmana paket aranžmana. Na tržištu Velike Britanije karakteristično je preuzimanja lanaca turističkih agencija i avio-kompanija“ (Krajnović, Gospić i Sikirić, 2017: 212). I u drugim gospodarskim sektorima se vertikalnim integracijama također osigurava veća razina kontrole proizvode te tržišnog plasmana proizvoda i usluga.

Procese vertikalne integracije je moguće detaljnije podijeliti na:

- Vertikalnu integraciju „prema nazad“ i
- Vertikalnu integraciju „prema naprijed“ (Sharma i sur., 2014).

Pod vertikalnom integracijom „prema nazad“ se podrazumijeva integracija (spajanje ili preuzimanje) poduzeća s poduzećima koja se bave djelatnostima koja po fazama stvaranja vrijednosti prethode proizvodnji ili pružanju usluga konkretnog poduzeća. Na ovaj se način uspostavlja kontrola nad tržištem nabave, odnosno nad izvorima resursa koji su inputi u provedbi procesa proizvodnje ili pružanja usluga u poduzeću koje primjenjuje vertikalnu integraciju „prema nazad“ (Sharma i sur., 2014).

Cilj poduzeća koja primjenjuju vertikalnu integraciju „prema naprijed“ je steći veći stupanj kontrole nad fazama stvaranja vrijednosti koje slijede nakon što poduzeće obavi svoju fazu u ukupnom procesu stvaranja vrijednosti. Pod vertikalnom integracijom „prema naprijed“ se stoga podrazumijeva ulazak poduzeća u industrije koje su specijalizirane za distribuciju te veleprodaju i maloprodaju određenih proizvoda i usluga (Spiegel, 2013).

U suvremenom poslovnom okruženju se brojna poduzeća koriste strategijama vertikalne integracije „prema naprijed“. IBM je uspješno primijenio strategiju vertikalne integracije „prema naprijed“ razvojem softverske podrške i konzultantskih usluga u sklopu IT sektora, a Apple je razvojem vlastitih specijaliziranih maloprodajnih jedinica uspostavio značajan stupanj kontrole nad prodajom i izgradnjom tržišne i financijske vrijednosti njihova globalno prepoznatljivog brenda (Webber, 2012).

Vertikalnom integracijom se uspostavlja značajan iskorak u stvaranju i održavanju održive konkurentske prednosti. Tržišna snaga i prednost koja proizlazi iz procesa vertikalne integracije stvara snažne ulazne barijere za ulazak novih konkurenata u gospodarski sektor. Također se olakšava ulaganje u specijaliziranu imovinu koja je usmjerena povećanju efikasnosti poslovanja i zaštita kvalitete proizvoda (Filipović, 2011).

Podjela tipova integracijskih procesa na vertikalne i horizontalne integracije je najučestalija jer opisuje ostvaruje li poduzeće integraciju u istoj ili različitoj gospodarskoj djelatnosti od vlastite. Uz vertikalnu i horizontalnu integraciju je važno spomenuti integraciju poduzeća u konglomerate u kojima poduzeća nisu vezani ni odnosima kupca i prodavača što je slučaj kod vertikalne integracije, a nisu ni međusobni konkurenti poput poduzeća koja se uključuju u horizontalne integracijske procese. „Konglomerat je korporacija koju čini niz različitih, ponekad nepovezanih poduzeća. U konglomeratu jedna tvrtka posjeduje kontrolni udio u nizu manjih tvrtki koje sve posluju odvojeno i neovisno“ (Chen i Anderson, 2020). Konglomerati često diversificiraju poslovni rizik upravo poslovanje na brojnim različitim tržištima i ponudom različitih proizvoda i usluga.

Srodnost ključnih poslova poduzeća koja su uključena u integracijske procese još je jedan kriterij na osnovu kojeg je moguće podijeliti tipove integracijskih procesa. Tako je moguće razlikovati srodne i nesrodne integracijske procese (Lazibat, Baković i Lulić, 2006). Poduzeća koja se uključuju u horizontalne integracijske procese prilikom spajanja i preuzimanja uključena su u srodne integracijske procese. S druge strane, vertikalne integracije

podrazumijevaju ulazak u druge i često nepovezane industrije te se, iz tog razloga, i smatraju nesrodnim oblicima integracijskih procesa.

Poduzeće se može uključiti u većinske ili manjinske integracijske procese. Temeljni kriterij na osnovu kojeg se razlikuju većinski i manjinski integracijski procesi je udio u strukturi vlasništva kojeg poduzeće stječe u drugom poduzeću. Ako poduzeće ne stekne kontrolni paket dionica ili minimalno 51% udjela u vlasništvu, radi se o manjinskom integracijskom procesu. Stjecanje kontrolnog paketa dionica ili 51% udjela u vlasništvu i više naziva se većinskim integracijskim procesom u kojem ne dolazi samo do stjecanja vlasništva, već i do prijenosa upravljačkih prava nad poduzećem na drugo poduzeće koje posjeduje 51% dionica ili udjela u vlasništvu (Lazibat i sur., 2005).

Stav uprave poduzeća prema preuzimanju može biti dobrovoljan te uprava može biti suglasna s procesom preuzimanja poduzeća, a u tom se slučaju radi o prijateljskom preuzimanju. Ukoliko su stav i ocjena uprave ciljnog poduzeća o namjeri preuzimanja poduzeća negativni te uprava nije iskazala suglasnost za proces preuzimanja, radi se o neprijateljskom preuzimanju (Lazibat i sur., 2005).

Ovaj rad usmjeren je na istraživanje spajanja i akvizicija ovisno o stavu uprave poduzeća mete. Stoga će u nastavku biti više riječi biti o prijateljskim i neprijateljskim spajanjima, odnosno preuzimanjima.

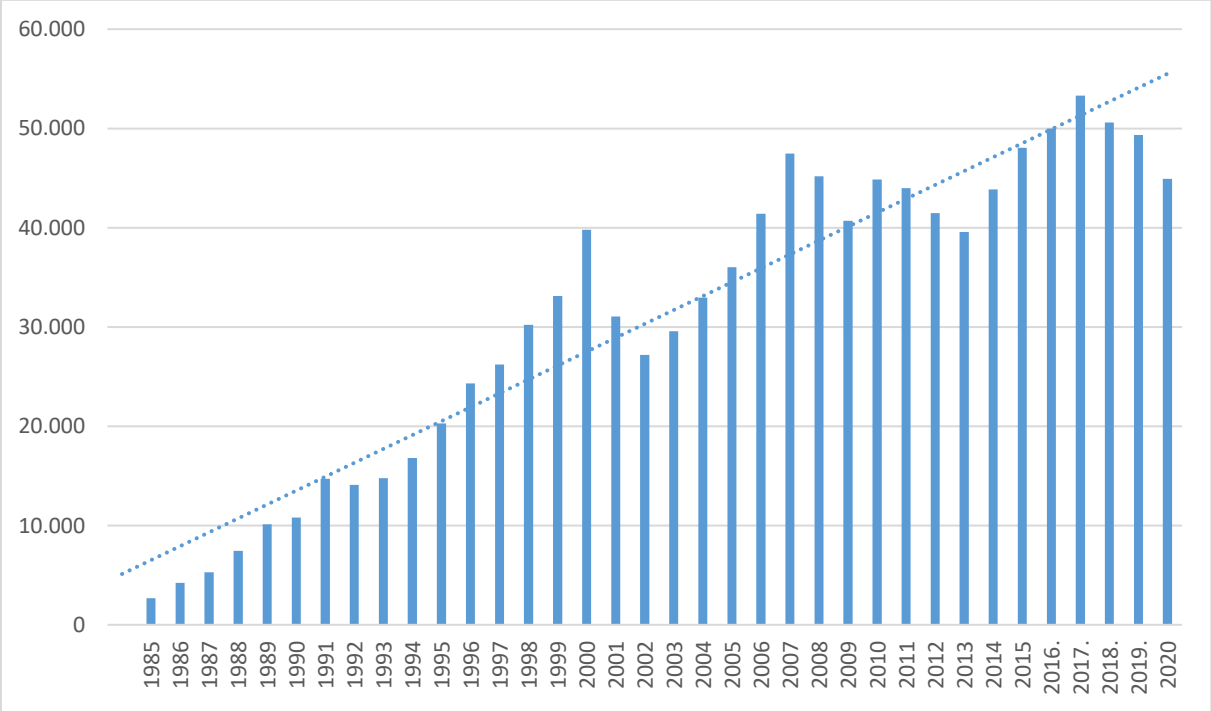
3. STATISTIČKI POKAZATELJI O INTEGRACIJSKIM PROCESIMA

Statistički pokazatelji o integracijskim procesima uključuju podatke o spajanjima, pripajanjima i preuzimanjima na globalnoj razini s obzirom na broj i vrijednost transakcija te s obzirom na zastupljenost navedenih integracijskih procesa u pojedinim regijama.

3.1. Globalni statistički pokazatelji o broju i vrijednosti transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja

Ukupan broj statističkih pokazatelja o broju i vrijednosti transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja na globalnoj razini prikazan je na grafikonu 1. za razdoblje od 1985.-2020. godine.

Grafikon 1. Ukupan broj spajanja, pripajanja i preuzimanja od 1985.-2020. godine

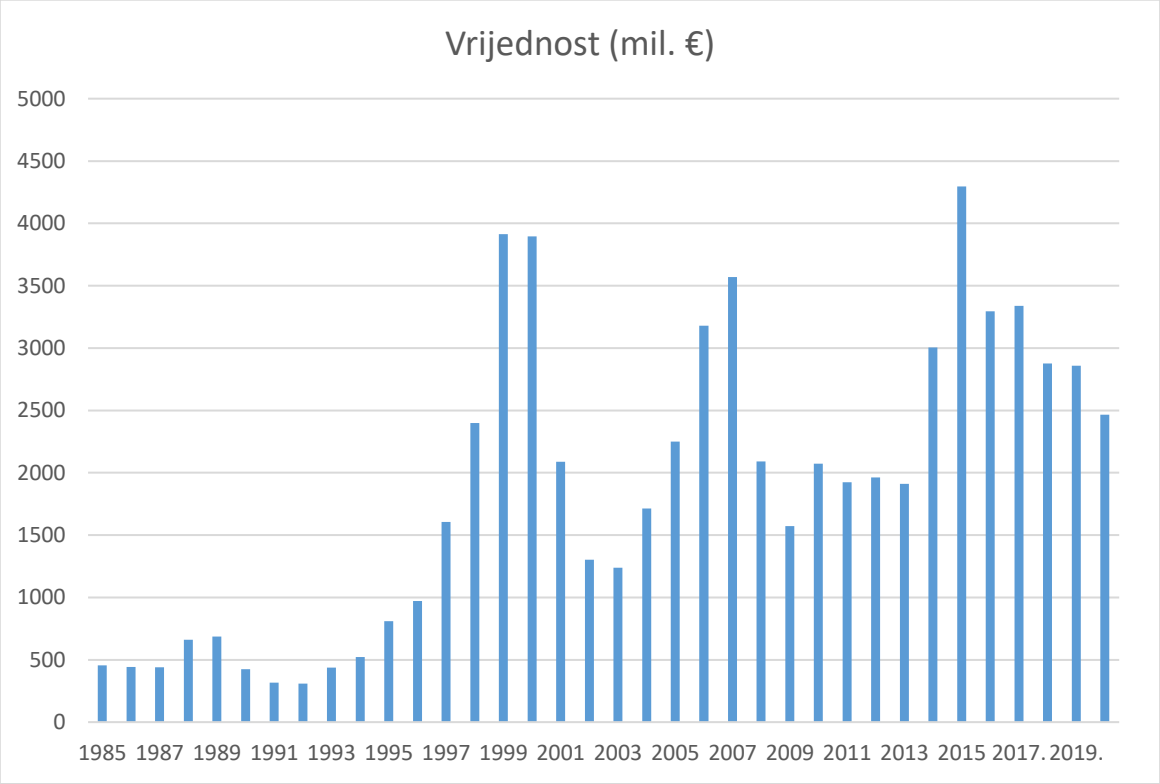


Izvor: IMAA Institute. https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/, 05.06.2021.

U promatranom vremenskom razdoblju od 1985.-2020. godine se bilježi trend kontinuiranog porasta broja spajanja, pripajanja i preuzimanja na globalnoj razini. Tijekom 2020. godine je zabilježeno ukupno 44.926 spajanja, pripajanja i preuzimanja što je za 16 puta više u odnosu na početnu promatranu godinu - 1985. Tijekom 2000. godine je ostvaren značajan broj spajanja, pripajanja i preuzimanja u iznosu od 39.783 integracijska procesa. Od 2001. do 2003. godine se bilježi trend pada ili usporavanja u ukupnom broju integracijskih procesa, a ponovni rast se bilježi od 2004. do 2007. godine. Tijekom 2007. godine, ukupan broj integracijskih procesa je porastao na 47.445, a kako je to godina izbijanja globalne financijske krize, ponovno je uslijedio postupan pad u ukupnom broju transakcija. Od 2014. do 2018. broj transakcija ponovno raste i dostiže rekordnu brojku od 50.607 u 2018., da bi se tijekom 2019. i 2020. zabilježio blagi pad u ukupnom broju transakcija koje se odnose na spajanja, pripajanja i preuzimanja poduzeća na globalnoj razini.

Grafikon 2 je vizualni prikaz kretanja ukupne vrijednosti transakcija koje se odnose na integracijske procese na globalnoj razini. Vrijednost transakcija je iskazana u milijardama eura, a također je prikazana za razdoblje od 1985.-2019. godine.

Grafikon 2. Ukupna vrijednost spajanja, pripajanja i preuzimanja na globalnoj razini od 1985.-2019. godine



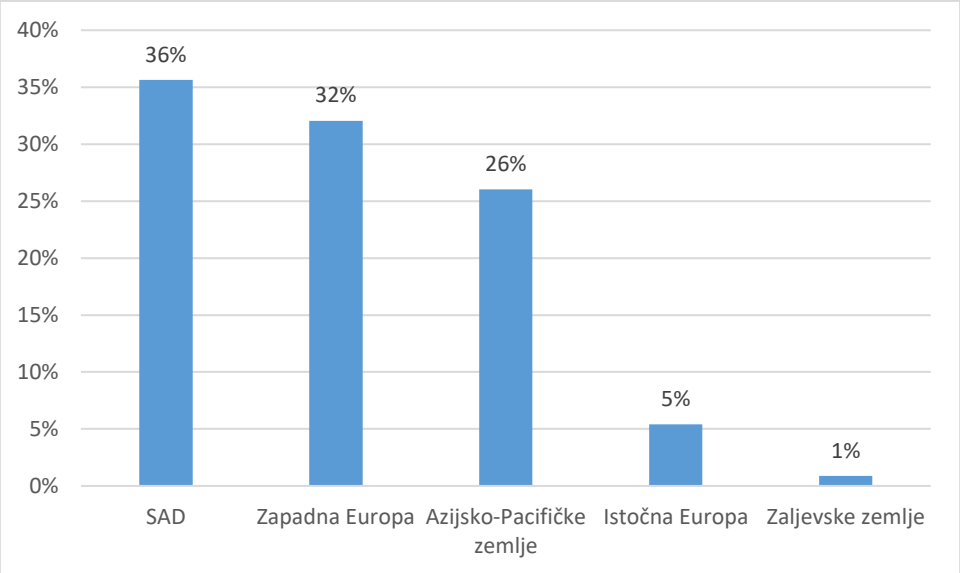
Izvor: IMAA Institute. https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/, 05.06.2021.

Ukupna vrijednost transakcija vezanih uz spajanja, pripajanja i preuzimanja poslovnih subjekata na globalnoj razini također bilježi kontinuirani trend rasta od 1985.-2019. godine. Unatoč općem trendu rasta vrijednosti transakcija, vidljiva su ciklička kretanja vezana uz ovaj parametar. Trend rasta se bilježi od 1985. do 1989. godine kada je vrijednost ukupnih transakcija iznosila 685 milijardi eura. Nakon silazne putanje vrijednosti koja je trajala od 1990. do 1992. godine, od 1993. do 1999. godine se ponovno bilježi trend rasta vrijednosti koja je 1999. godine dosegla 3.913 milijardi eura. Od 2000. do 2004. godine se ukupna vrijednost transakcija na globalnoj razini smanjivala da bi od 2004. do 2007. ponovno počela bilježiti uzlazni trend te je ostvarena vrijednost od 3,571 milijardi eura. Rekordna godina s obzirom na vrijednosti transakcija je 4.297 milijardi eura, nakon čega ponovno dolazi do trenda pada vrijednosti spajanja, pripajanja i preuzimanja.

3.2. Statistički pokazatelji o broju transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta

U grafikonu 3 su prikazani pojedini udjeli u ukupnom broju spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta, a to su SAD, Zapadna i Istočna Europa, Azijsko-pacifička regija i Zaljevske zemlje. Podaci se odnose na 2019. godinu.

Grafikon 3. Udjeli transakcija u ukupnom broju spajanja, pripajanja i preuzimanja u odabranim regijama svijeta



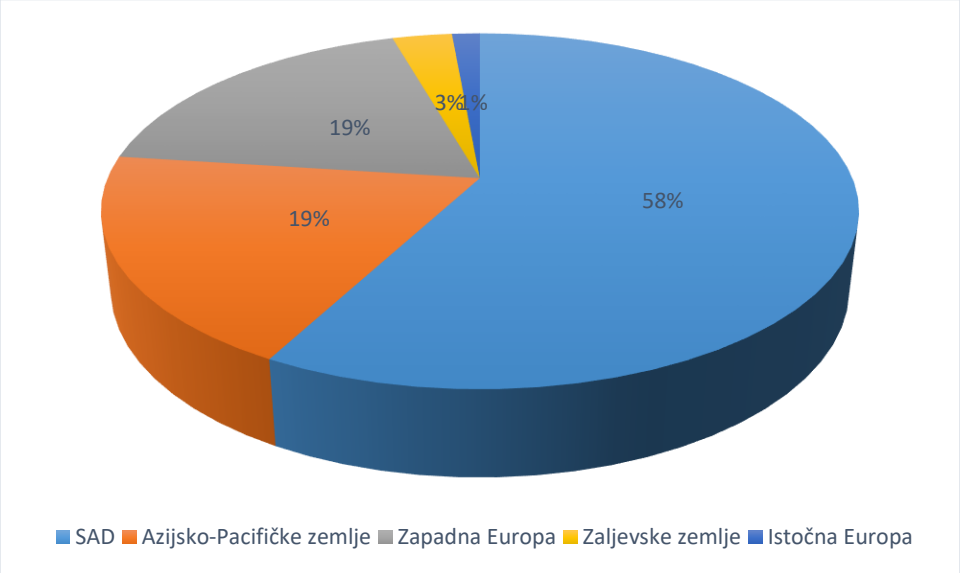
Izvor: IMAA Institute. https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/, 05.06.2021.

Od ukupnog broja transakcija koje se odnose na spajanja, pripajanja i preuzimanja poduzeća u prikazanim regijama svijeta, a kojih je 44.266, najveći udio transakcija se odnosi na područje Sjedinjenih Američkih Država (36%). Na području Zapadne Europe je u 2019. godini ostvareno 32% ukupnog broja spajanja, pripajanja i preuzimanja, a u Istočnoj Europi ih je ostvareno tek 5%. Azijsko-pacifičke zemlje sudjeluju u ukupnom broju spajanja, pripajanja i preuzimanja s udjelom od 26%, dok su integracijski procesi spajanja, pripajanja i preuzimanja najmanje zastupljeni u Zaljevskim zemljama s udjelom od tek 1%.

3.3. Statistički pokazatelji o vrijednosti transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta

U grafikonu 4 su prikazani pojedini udjeli u ukupnoj vrijednosti spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta, a to su SAD, Zapadna i Istočna Europa, Azijsko-pacifička regija i Zaljevske zemlje. Podaci se odnose na 2019. godinu.

Grafikon 4. Udjeli u ukupnoj vrijednosti spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta

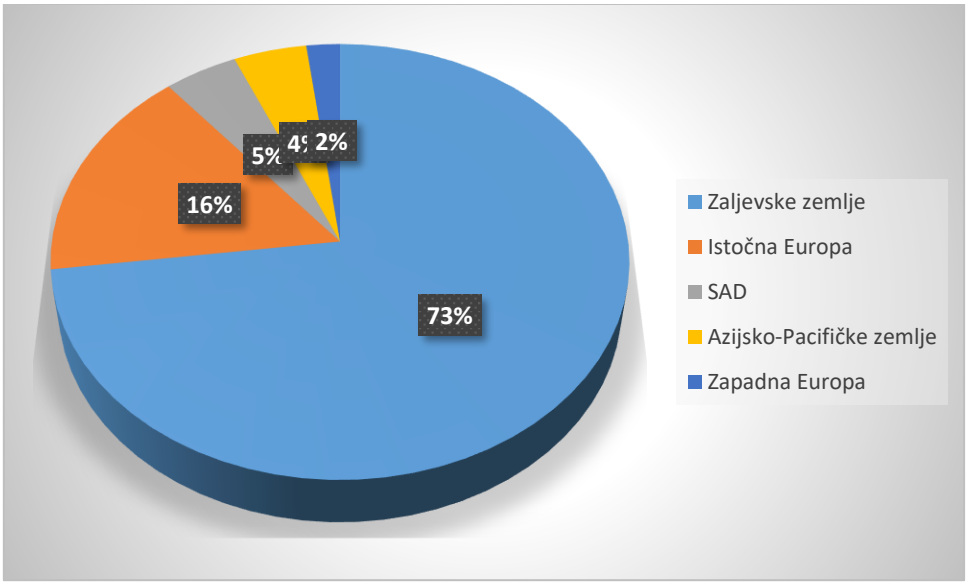


Izvor: IMAA Institute. https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/, 05.06.2021.

I u pogledu vrijednosti spajanja, pripajanja i preuzimanja u 2019. godini prednjače Sjedinjene Američke Države s udjelom od 58%. Azijsko - Pacifičke zemlje sudjeluju u vrijednosti transakcija spajanja, pripajanja i preuzimanja s udjelom od 19% što je jednako i udjelu vrijednosti u transakcijama na području Zapadne Europe. Udio vrijednosti integracijskih procesa na području Zaljevskih zemalja iznosi 3%, dok je vrijednost integracijskih procesa u Istočnoj Europi najniža i iznosi 1% u ukupnoj vrijednosti na prikazane regije svijeta.

Grafikon 5 prikazuje prosječnu vrijednost po transakciji za određenu regiju (SAD, Zapadnu i Istočnu Europu, Azijsko-Pacifičku regiju i Zaljevske zemlje).

Grafikon 5. Prosječna vrijednost po transakciji u pojedinim regijama svijeta



Izvor: IMAA Institute. https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/, 05.06.2021.

Kada se sagleda prosječna vrijednost spajanja, pripajanja i preuzimanja, može se zaključiti da se najviša prosječna vrijednost transakcije realizira na području Zaljevskih zemalja (čak 73%), a potom na području Istočne Europe (16%), a potom slijede SAD sa 5% prosječne vrijednost ulaganja, Azijsko-pacifičke zemlje s 4% te na koncu Zapadna Europa s udjelom od 2% prema visini prosječnog ulaganja po transakciji koja se odnosi na spajanje, pripajanje i preuzimanje poduzeća.

4. PRIJATELJSKA I NEPRIJATELJSKA PREUZIMANJA

Za razliku od spajanja ili fuzija koje su uglavnom sporazumne poslovne kombinacije, preuzimanje poduzeća se može provoditi s prijateljskom ili neprijateljskom namjerom. Spajanja i akvizicije mogu biti prijateljska ili neprijateljska, ovisno o stavu ili o preporuci uprave ciljnoga poduzeća. Ako uprava preporuči prihvaćanje ponude za preuzimanje, smatra se da je ponuda prijateljska; ako uprava službeno odbije ponudu, preuzimanje se smatra neprijateljskim. Pritom se stav uprave ponekad mijenja za vrijeme pregovora. (Curnić, 2020)

Preuzimanje je proces poslovnih integracija koji se provodi kada je poduzeću preuzimatelju cilj preuzeti većinski udio vlasništva i steći upravljačka prava u poduzeću koje je cilj ili meta preuzimanja. S obzirom na stav uprave poduzeća koje je cilj preuzimanja, preuzimanje se može podijeliti na prijateljsko i neprijateljsko preuzimanje. Proces preuzimanja obično iniciraju veća poduzeća koja preuzimaju manja ciljna poduzeća kako bi stekli veći tržišni udio i stabilniju poziciju na ciljnim tržištima. Preuzeta poduzeća tako postaju dijelom tržišno jačih i većih kompanija. Razlika između pripajanja i preuzimanja se sastoji u tome što pripojeno poduzeće prestaje postojati kao pravna osoba, dok je rezultat procesa preuzimanja nastavak poslovanja obaju poduzeća (Filipović, 2011).

Za preuzimanje poduzeća, osim novca i dionica, mogu se, što se u praksi često i primjenjuje – iskoristiti znatna posuđena sredstva. Transakcije preuzimanja poduzeća u kojima se prvenstveno rabi znatan udio duga nazivaju se preuzimanje putem poluge (*engl. leverage buyout).* U preuzimanju putem poluge preuzimatelj kupnju poduzeća financira kombinacijom duga i kapitala. Nakon preuzimanja struktura kapitala preuzetog poduzeća se znatno mijenja i omjer duga je mnogo veći nego prije preuzimanja. Preuzimanja putem poluge često se rabe i prilikom preuzimanja poduzeća od strane menadžera ali i od strane zaposlenika (Kaplan i Stromberg, 2008).

4.1. Prijateljsko preuzimanje

Prijateljsko preuzimanje je oblik preuzimanja poduzeća kod kojeg ne dolazi do opiranja od strane uprave poduzeća koje je cilj preuzimanja. Menadžment poduzeća dogovara se s vlasnicima o prodaji dionici te se vlasnicima preporučuje prodaja vlastitih dionica preuzimatelju. Kod prijateljskog preuzimanja dolazi do izravnih pregovora menadžmenta poduzeća koje je zainteresirano za preuzimanje i menadžmenta ciljnog poduzeća. Poduzeće koje je predmet preuzimanja mora, u slučaju opredjeljenja za nastavak pregovora, iznijeti točne podatke za sagledavanje i ocjenu vrijednosti tvrtke. Ovim pregovorima prethodi niz aktivnosti u cilju prikupljanja informacija i sastavljanja liste potencijalnih tvrtka za preuzimanje. (Spajić, 2019). Drugim riječima, u prijateljskoj transakciji tvrtka kupac može dobiti podatke od ciljnog poduzeća. Rezultati analize poduzeća utjecat će na odluku o tome treba li nastaviti s postupkom preuzimanja poduzeća ili ne. Kod ovakvog preuzimanja nema nekih poteškoća i svađa između uprave tvrtke koja preuzima i uprave ciljanog poduzeća te nema smišljanja bilo kakvih strategija protiv preuzimanja. Odluka o preuzimanju donijeta je kada predstavnici obiju kompanija zaključe ugovor o preuzimanju. (Spajić, 2019)

Ciljanom poduzeću prijateljsko preuzimanje donosi brojne prednosti. Najveća korist je cijena po dionici za ciljno društvo koja preuzimanjem postaje bolja od trenutačne cijene na tržištu. Osim toga koristi su i bolje mogućnosti za proširenjem poslovanja, dolazak na novo tržište i druge prednosti o kojima je bilo više riječi ranije u tekstu. 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.

U kontekstu gospodarstva RH kao posttranzicijskog gospodarstva je važno naglasiti da su spajanja i prijateljska preuzimanja jedan od oblika izravnih stranih investicija u gospodarstvo. Naime, izravne strane investicije realiziraju se i „preuzimanjem ili spajanjem domaćeg poduzeća s postojećom tvrtkom u inozemstvu (engl. brownfield investments). Direktna ulaganja putem procesa privatizacije u tranzicijskim zemljama također se ubrajaju u ovu skupinu. Najčešći oblik FDI-ja je preuzimanje tvrtki i/ili sjedinjenje s velikom multinacionalnom kompanijom, dok su potpuno nove investicije za sada manje zastupljene“ (Buterin i Blečić, 2013: 135).

4.2. Neprijateljsko preuzimanje

Motivacija da korporacija preuzme drugu korporaciju može biti širenje, povećanje opsega kupaca, proizvoda ili zemljopisnog dosega. Korporacije koje teže horizontalnom ili vertikalnom širenju diversificiraju se u industrije, žele steći atraktivne resurse ili učinkovitije upravljati rizicima. Neprijateljsko preuzimanje uglavnom predstavlja bitku za korporacijsku kontrolu i najčešće ga inicira vanjski entitet, obično druga korporacija, koja pokušava pristupiti dioničarima ciljne tvrtke putem različitih mehanizama (Gaughan, 2010).

U slučaju da menadžment poduzeća jasno suprotstavlja procesu preuzimanja i stava je da takva promjena u strukturi vlasništva i upravljačkim pravima neće rezultirati pozitivnim pomacima u poslovanju. Mogućnost uspostave pregovaračkog procesa i dogovora između menadžmenta poduzeća preuzimatelja i poduzeća mete ne postoji zbog nepostojanja zajedničkih interesa i dolaska do kompromisnog rješenja. Način na koji menadžment poduzeća preuzimatelja nastoji preuzeti poduzeće metu je izravno putem neprijateljske javne ponude. Pokušajem stjecanja većinskog udjela vlasništva i upravljačkih prava izravno od dioničara nastoji se zaobići menadžment poduzeća mete. U navedenim slučajevima se menadžment poduzeća mete smjenjuje, dok kod prijateljskog preuzimanja ostaje na upravljačkoj poziciji na kojoj je menadžment bio prije preuzimanja poduzeća (Filipović, 2011).

Preuzimanje se može označiti kao neprijateljsko ako menadžment poduzeća – mete odbije ponudu za preuzimanje, a preuzimatelj ustraje u nastojanju da preuzme poduzeće – metu te u slučaju kada menadžment preuzimatelja krene u preuzimanje bez obavještenja menadžmenta poduzeća – mete. U slučaju uspješnoga neprijateljskog preuzimanja menadžment poduzeća – mete obično biva smijenjen, za razliku od prijateljskoga kada menadžment preuzetoga poduzeća u velikom broju slučajeva zadržava poziciju koju je imao prije preuzimanja. (Spajić, 2019)

Neprijateljsko preuzimanje je skup poduhvat i za njega se, uglavnom, opredjeljuje u slučaju značajne podcijenjenosti firme. Cijenu preuzimanja, između ostalog, opredjeljuju i troškovi angažiranja sredstava namijenjenih isplati dioničara. Često su to značajniji iznosi sredstava, jer kako bi se pridobili dioničari da prodaju dionice, nudi im se cijena viša od tržišne, jer oni često razmišljaju i o zadržavanju dionica uvjereni da će po okončanju procesa preuzimanja firme, iste vrijediti više. (Spajić, 2019)

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. (Ban, 2017) U neprijateljskoj transakciji kompanija kupac mora se poslužiti informacijama dostupnima javnosti zato što im ciljna kompanija dostavlja samo one informacije koje su zakonom propisane. (Curnić, 2020)

Menadžment poduzeća preuzimatelja može se koristiti različitim strategijama i taktikama kako bi ostvario namjeru neprijateljskog preuzimanje. Međutim, ukoliko se odabere pristup neprijateljskog preuzimanja postoji velika mogućnost da će se ciljna kompanija nastojati obraniti. U nastavku teksta donose se neki od način kako se poduzeće-meta može obraniti od preuzimanja, odnosno kojim strategijama se, u slučaju preuzimanja, poduzeće može koristiti.

4.2.1. Povijesni „valovi“ integracijskih procesa s naglaskom na neprijateljska preuzimanja

Procesi preuzimanja poduzeća se intenziviraju istodobno s razvojem globalizacije i liberalizacije tržišta. Prvi val preuzimanja zabilježen je još krajem 1890.-ih godina. Razvoj organiziranog tržišta kapitala na NYSE burzi i novi regulatorni okvir vezan uz udruživanje poduzeća potaknuli su proces konsolidacije u sektoru industrijske proizvodnje. Kako bi ojačala svoju tržišnu poziciju, tadašnja poduzeća su se konsolidirala kako bi stekla tržišni monopol. Na ovaj način se željela postići cjenovna konkurentnost konsolidiranih poduzeća (Martynova i Renneboog, 2008).

Prvi val preuzimanja s kraja 19. i početka 20. stoljeća su horizontalnim integracijskim procesima doveli do nastanka brojnih velikih korporacija s visokom koncentracijom vlasništva. Istodobno se javlja i val integracijskih procesa na europskom kontinentu, ali u manjem obujmu u odnosu na područje SAD-a (Martynova i Renneboog, 2005). Na ovaj su proces u velikoj mjeri utjecali razvoj industrijske proizvodnje i tehnološki napredak postignut tijekom Industrijske revolucije. Značajan pad cijena dionica je zabilježen na području SAD-a od 1903.-1905. godine. U SAD-u se već 1910. godine počinje razvijati zabrinutost vezana uz visoku koncentraciju

vlasništva u pojedinim industrijskim sektorima i njezinu prijetnju slobodnoj tržišnoj konkurenciji te se počinju razvijati prvi antitrustovski zakoni (Dobbin i Dowd, 2000).

Donošenje antitrustovske regulative uzrokovalo je slom brojnih gigantskih poduzeća koja su nastala horizontalnom integracijom te se borba za dominantnu tržišnu snagu i položaj u okviru industrijskog sektora nastavila, ali putem vertikalnih integracija. Val vertikalnih integracijskih procesa koji je započeo 1910.-ih godina u SAD-u nastavljen je sve do 1929. godine, odnosno do izbijanja Velike gospodarske krize od 1929.-1933. godine koja je uzrokovala slom gospodarstva SAD-a. Prvi val integracijskih procesa bio je obilježen nastankom monopola, a drugi formiranjem oligopolnih tržišnih struktura koje su također oblik nesavršene tržišne konkurencije. Tvrtke koje su se uključivale u vertikalne integracijske procese tijekom drugog vala spajanja i preuzimanja težile su postizanju ekonomije razmjera (Martynova i Renneborg, 2005).

Posljedice Velike gospodarske krize iz 1929. godine i Drugog svjetskog rata su odgodile naredni val spajanja i preuzimanja do 1950.-ih godina. Treći val spajanja i preuzimanja trajao je 1950.-ih do 1970.-ih godina, a zaustavljen je pod utjecajem naftne krize iz 1973. godine kada je ujedno ukinuto pokriće novca u zlatu. Val preuzimanja koji je trajao od 1950.-ih do 1970.-ih godina je na području SAD-a bio usmjeren na strategiju diversifikacije poslovanja s ciljem lakšeg upravljanja rizicima te su na ovaj način stvoreni brojni konglomerati. Na području europskog kontinenta i Velike Britanije je zabilježen trend preuzimanja usmjeren na horizontalnu integraciju ili okrupnjavanje vlasničke strukture poduzeća unutar industrijskog sektora u kojem posluje (Kolaković, 2013).

Korporacije s područja SAD-a su se tijekom trećeg vala spajanja i preuzimanja usredotočile na realizaciju strategije diversifikacije, i to velikim dijelom zbog postojećeg regulatornog okvira, odnosno antitrustovskih zakona. Orijentacijom na realizaciju strategije povezane i nepovezane diversifikacije, poduzeća su se usmjeravala na rast i širenje putem integracijskih procesa, van temeljne poslovne djelatnosti. U ovom se razdoblju razvijaju i multidivizijske organizacijske strukture koje su prikladne za provedbu integracijskih procesa konglomeratskog tipa (Davis i sur., 1994).

Kod spajanja i preuzimanja poduzeća u trećem valu je zamjetan i motiv menadžerske sinergije (Wang i Xie, 2009). Upravljačke vještine bile su u pozadini brojnih integracijskih procesa, a posebice procesa preuzimanja te bi poduzeća preuzimatelji odabirala ona ciljna

poduzeća čiji menadžment ima komplementarne vještine upravljačkim vještinama menadžmenta poduzeća preuzimatelja. Zadržavanje menadžerske strukture u ciljnim poduzećima bila je jedna od temeljnih značajki trećeg vala integracijskih procesa (Martynova i Renneboog, 2005).

Četvrti val preuzimanja trajao je od 1981.-1989. godine, a potakle su ga promjene u dotadašnjoj antitrustovskoj regulativi kao i proces deregulacije u financijskom sektoru. Razvoj alternativnih financijskih instrumenata i tržišta je također u značajnoj mjeri potaknuo novi val preuzimanja poduzeća. Istodobno dolazi i do značajnog tehnološkog progresa u području informacijsko-komunikacijske tehnologije i mogućnosti elektroničke obrade podataka. Upravo četvrti val preuzimanja je bio obilježen pojavom velikog broja neprijateljskih preuzimanja, a zbog rastućeg intenziteta konkurencije u brojnim gospodarskim sektorima (Bhagat i sur., 1990).

Za neprijateljska preuzimanja koja su provedena tijekom 1980.-ih godina su osobito značajne invazivne ponude poduzeća preuzimatelja, tzv. *corporate raids* u kojima preuzimatelj nastoji steći što veći udio u vlasničkoj strukturi poduzeća mete te utjecati na privremeno povećanje cijene dionice neovisno o činjenici da se to negativno odražava na samu vrijednost imovine poduzeća (Henriques, 2001). Kako su poduzeća preuzimatelji imala na umu stjecanje kratkoročnih dobitaka, nisu stjecala većinske udjele u vlasništvu ni kontrolu nad upravljačkim pravima.

Lazonick (2014) naziva ovaj tip neprijateljskog preuzimanja profitom bez prosperiteta te ističe da je val neprijateljskih preuzimanja iz 1980.-ih godina predstavljao prekretnicu u dotadašnjim motivima za neprijateljsko preuzimanje poduzeća. „Korporativni napadači“ često su se koristili tvrdnjama da uprava svojim poslovanjem nije osigurala maksimizaciju profita za dioničare, što je zapravo značilo optužbu da uprava ne djeluje u najboljem interesu dioničara, a to joj je zakonska obveza. Takve kritike su poticale uprave korporacija u kojima su „korporativni napadači“ imali značajne udjele u strukturi vlasništva na pokušaj usklađivanja interesa menadžmenta i dioničara te su materijalne kompenzacije dioničara i same cijene dionica bilježile značajne trendove rasta. Uprave brojnih poduzeća su donosile odluke o masovnim otkupima dionica kako bi se ispunila sve veća očekivanja vezana uz EPS vrijednost, odnosno zaradu ili profit po dionici (Holmstrom i Kaplan, 2001).

Na ovaj način su financijska sredstva brojnih tvrtki krivo alocirana u manipulaciju cijenom dionice s ciljem postizanja kratkoročnih ciljeva vezanih uz profitabilnost, dok su

dugoročni i strateški interesi poput ulaganja u istraživanje i razvoj ili zapošljavanje i obrazovanje ljudskih potencijala bili zanemareni (Lazonick, 2014). Upravo iz tog razloga su neprijateljska preuzimanja iz 1980.-ih godina bila pogubna za dugoročno očuvanje vrijednosti imovine poduzeća. Temeljni trend koji je obilježio razdoblje 1980.-ih godina je bio trend de-diversifikacije u poslovanju poduzeća, iz razloga što su preglomazna poduzeća konglomerati vrlo nefleksibilna i nesposobna pravodobno reagirati na promjene u okruženju te zbog veličine u njima često dolazi do disekonomije obujma (Chen i Anderson, 2020).

Poduzeća su do 1990.-ih godina uvela brojne mehanizme korporativnog upravljanja kojima se štite od destruktivnog utjecaja na imovinu putem korporativnih napada, no drugi razlog zbog kojeg je navedeni oblik neprijateljskog preuzimanja znatno manje učestao je promjena u odnosu između tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionica poduzeća. Rast omjera tržišne i knjigovodstvene vrijednosti poduzeća (P/B omjera) ili tržišne kapitalizacije je rezultat očekivanja dioničara da će vrijednost poduzeća u budućnosti rasti. U takvim se okolnostima dioničari orijentiraju na dugoročna ulaganja te se motivacija za kratkoročnim podizanjem cijene dionice uz istodobno smanjenje vrijednosti imovine poduzeća značajno smanjuje. Stoga su u opasnosti od korporativnih napada tvrtke s vrlo niskim omjerom tržišne i knjigovodstvene vrijednosti. Broj takvih tvrtki je sve manji pa je ujedno i taktika korporativnog napada s ciljem kratkoročnog povećanja cijene dionice postala skupa i neisplativa za neprijateljske preuzimatelje (Lazonick, 2014).

Peti val preuzimanja je započeo 1993. godine zahvaljujući poslovnom ciklusu ekspanzije, a završen je 2000. godine kada se gospodarstvo ponovno suočilo s poslovnim ciklusom kontrakcije. Ukupna vrijednost preuzimanja je u razdoblju od 1993.-2001. godine iznosila više nego u svim prethodnim valovima preuzimanja zajedno (Martynova i Renneboog, 2005). Peti val preuzimanja poduzeća nije značajan samo zbog ukupne vrijednosti preuzimanja, već i zbog globalnog karaktera integracijskih procesa preuzimanja. Najveći broj preuzimanja je tijekom 1990.-ih godina uslijedio na području SAD-a i Europe, ali se bilježio i porast broja preuzimanja na azijskim tržištima koja su u ovom razdoblju ušla u fazu nagle ekspanzije i rasta.

Globalizacija je uzrokovala vrlo nagli porast intenziteta konkurencije te su se međunarodne korporacije počele koristiti preuzimanjima kao strategijom održanja i rasta poduzeća u uvjetima dinamične i zaoštrene konkurencije. Preuzimanja na međunarodnoj razini omogućila su globalno značajnim poslovnim subjektima (multinacionalnim korporacijama) racionalizaciju troškova na temelju ulaganja u proizvodnju u državama s nižim poreznim

stopama, izdavanjima za radnike ili okoliš. Globalna priroda preuzimanja je mogla zaživjeti 1990.-ih godina zahvaljujući procesima deregulacije i liberalizacije u brojni sektorima koji su do tada bili prirodni monopoli, primjerice u telekomunikacijskom sektoru, na tržištu nekretnina ili u sektoru elektroprivrede (Martynova i Renneboog, 2005).

Tijekom 1990.-ih godina se, istodobno sa snažnim zaoštravanjem konkurencije na globalnoj razini, povećava značaj ulaganja u istraživanje i razvoj s ciljem stjecanja inovacijskih sposobnosti poduzeća, a time i održive konkurentske prednosti. Na taj način je došlo do snažnog porasta broja i vrijednosti preuzimanja u visokotehnološkim sektorima, kao što su ICT tehnologija, biokemija ili farmaceutska industrija.

Rapidan rast intenziteta konkurencije je uzrokovao povećani broj preuzimanja poduzeća koja posluju u povezanim industrijama, s komparativnim proizvodima i uslugama. Takav se trend odnosio na preuzimanja poduzeća na domicilnim i međunarodnim tržištima. Intencija za preuzimanjem poduzeća se tijekom 1990.-ih godina provodila kako bi se osnažila tržišna pozicija na globalnom tržištu te je bio visok udio horizontalnih i vertikalnih integracijskih procesa preuzimanja. „Horizontalne investicije tvrtka poduzima radi širenja svoje osnovne djelatnosti, tj. osvajanja inozemnog tržišta. Vertikalna su izravna ulaganja motivirana nižim troškovima proizvodnje u zemlji ulaganja, dakle tu je riječ o ulaganjima u nove djelatnosti koje dopunjuju i zaokružuju osnovnu djelatnost“ (Boras et al, 2002; Buterin i Blečić, 2013: 136).

Rast broja i vrijednosti spajanja i preuzimanja u 1990.-im godinama zahtijevao je i snažnu podršku financijskog sektora. Jedan od problema je postala tendencija preplaćivanja vrijednosti poduzeća meta što je uzrokovalo nerealan rast cijena dionica na tržištu kapitala, a kada se cjenovni mjehur na tržištu nekretnina raspao, 2007. godine je ponovno došlo do burzovnog pada i pokretanja silazne krivulje u gospodarstvu te nastanka globalne financijske krize u SAD-u uz dužničku krizu na području Europske monetarne unije (Olgić Draženović et al, 2018a). Značajnu ulogu u nastanku opisanog stanja je imala povoljna cijena kapitala (kamatna stopa) koja je privlačila velik broj špekulantski orijentiranih investitora na tržištu kapitala. Tijekom globalne krize je ponovno došlo do pada u broju preuzimanja i ponovnog oporavka nakon krize, a danas sve veći značaj imaju preuzimanja poduzeća koja posluju u skladu s postulatima digitalnog društva i Industrije 4.0. (Četvrta tehnološka revolucija) (Elia, 2019).

Najnoviji trendovi u svezi sa neprijateljskim preuzimanjima bilježe se od nastanka epidemije virusom COVID - 19. Pad cijena dionica na organiziranim tržištima kapitala predstavljao je temeljni motiv za pokretanje ponuda za neprijateljsko preuzimanje poduzeća.

Brojni industrijski sektori su se našli u nezavidnim pozicijama u pogledu cijene dionice, čak i ako nisu izravno zahvaćeni utjecajem pandemije. Naime, pad cijena dionica nije ograničen samo na industrije koje je teško pogodila pandemija, poput naftne i plinske industrije ili turizma. Takve tvrtke koje inače imaju zavidnu tržišnu poziciju, postale su vrlo pristupačne konkurentima, fondovima privatnog kapitala i drugim potencijalnim stjecateljima, uključujući neprijateljske ponuditelje, koji im nude iznimno visoke premije. Uslijed situacije ekonomske neizvjesnosti koju izaziva pandemija COVIDA-19, dioničari nisu samo spremni podržati neprijateljske ponuđače, već sve više pokazuju spremnost da sami pokreću neželjene ponude za preuzimanje, bilo sami ili u partnerstvu s nekom neprijateljskom korporacijom (Emmerich i Norwitz, 2021).

4.2.2. Strateški plan neprijateljskog preuzimanja poduzeća

Provedba neprijateljskog preuzimanja poduzeća zahtijeva detaljno planiranje i pripremu procesa preuzimanja. Plan neprijateljskog preuzimanja je ključni korak u ostvarenju ciljeva. Proces planiranja neprijateljskog preuzimanja je moguće podijeliti na očekivane i neočekivane aspekte. Očekivani aspekti neprijateljskog preuzimanja su analiza vanjske i unutarnje okoline poduzeća te analiza tržišne pozicije poduzeća sukladno modelu pet konkurentskih snaga. Na temelju navedenih analiza stanja je moguće izvesti realno dostižnu viziju, misiju i strategiju poslovanja (DePamphilis, 2010).

U procesu planiranja neprijateljskih preuzimanja je vrlo važno uzeti u obzir i neočekivane aspekte i čimbenike koje nije moguće predvidjeti prije samog procesa preuzimanja zbog asimetričnosti informacija ili činjenice da poduzeće preuzimatelj često ne raspolaže svim potrebnim informacijama o poduzeću meti, a to je ujedno i najveći razlog neuspjeha prilikom integracijskog procesa preuzimanja, posebice ako je ono neprijateljskog karaktera (Cao i sur., 2005). Iz tog je razloga važno da strateški plan preuzimanja sadrži i detaljnu identifikaciju kao i način upravljanja potencijalnim rizicima koji mogu proizaći iz nepoznavanja određenih ključnih informacija o poduzeću meti.

Plan preuzimanja treba sadržavati rezultate vanjske i unutarnje okoline poduzeća te analizu tržišta kao i procjenu resursa poduzeća mete. Na temelju tih podataka se utvrđuju strateške odrednice u poslovanju poduzeća te strateški menadžment poduzeća preuzimatelja donosi odluke o optimalnim strategijama ili načinima provedbe neprijateljskog preuzimanja. Cjelokupan plan neprijateljskog preuzimanja treba uključivati plan financiranja preuzimanja poduzeća, terminski plan i osobe koje su odgovorne za provedbu pojedinih aktivnosti u sklopu plana neprijateljskog preuzimanja (Kaplan i Stromberg, 2008).

Strategija ili način provedbe neprijateljskog preuzimanja treba biti optimalno usklađena s financijskim i nefinancijskim ciljevima koji se planiraju realizirati preuzimanjem. U sklopu financijskih ciljeva koje je potrebno realizirati je važno spomenuti minimalnu stopu povrata na investicijska ulaganja u poduzeće metu te minimalnu razinu prihoda i operativne dobiti koja se planira realizirati. Uzimanje u obzir nefinancijskih ciljeva prilikom izrade strateškog plana preuzimanja je važno zbog stjecanja dugoročno održive konkurentske prednosti u poslovanju poduzeća nakon preuzimanja. Najveći značaj u pogledu nefinancijskih ciljeva ima mogućnost stjecanja prava koja proizlaze iz intelektualnog vlasništva poput patenata, pristupa tehnologiji i *know-how-u* te povećanju specijaliziranih resursa za ulaganja u procese istraživanja i razvoja (DePamphilis, 2010).

U sklopu identifikacije i razrade plana upravljanja rizicima prilikom neprijateljskog preuzimanja je ključno definirati operativne i financijske rizike te učinke tih rizika na uspješnost procesa preuzimanja kao i rizike prevelike isplate koja može biti rezultat precijenjenosti vrijednosti poduzeća u skladu s „hipotezom o aroganciji menadžera“. U sklopu operativnog rizika je nužno ocijeniti sposobnost uspješnog upravljanja poduzećem, posebice u fazi integracijskog procesa. Sposobnost pravodobnog financiranja duga je u srži upravljanja financijskim rizicima, a uz ovaj je rizik izravno vezana i sposobnost objektivne procjene vrijednosti poduzeća, odnosno težnja za izbjegavanjem prevelike isplate u odnosu na realnu vrijednost poduzeća mete (Kaplan i Stormberg, 2008).

Plan preuzimanja treba sadržavati i detaljne informacije o kriterijima na osnovu kojih se odabire poduzeće meta i načinima na koji se preuzimanjem poduzeća mete doprinosi realizaciji strateških ciljeva poduzeća preuzimatelja. Uobičajeni kriteriji za odabir poduzeća mete su visina financijskih sredstava koje poduzeće može uložiti u preuzimanje drugog poduzeća, industrijski sektor iz kojeg je poduzeće meta kao i geografska ograničenja vezana uz odabir mete. Podaci o financijskom poslovanju poduzeća u vidu korporativnih i financijskih

izvješća te njihova detaljna analiza trebaju predstavljati temelj za donošenje odluke o provedbi neprijateljskog preuzimanja. Profitabilnost poslovanja, ciljna tržišta na kojima poduzeće posluje i specifičnost proizvodnih procesa također predstavljaju relevantne kriterije prilikom donošenja odluke o preuzimanju poduzeća (DePamphilis, 2010).

Nedostaci neprijateljskog preuzimanja proizlaze iz činjenice da nije moguće pregovaranje menadžmenta poduzeća preuzimatelja i mete. Dok se pri prijateljskom preuzimanju razvijaju kontakti strateškog menadžmenta obaju poduzeća te se dijele informacije o stanju poslovanja na temelju ugovora o povjerljivosti podataka, ovaj proces nije prisutan kod neprijateljskih preuzimanja. Nedostatak komunikacije i nemogućnost pregovora onemogućuju detaljnu provedbu financijskog poslovanja i kredibiliteta poduzeća. Razlika između provedbe procesa prijateljskog i neprijateljskog preuzimanja proizlazi i iz činjenice da se pri neprijateljskom preuzimanju ne upućuje pismo namjere o preuzimanju u kojem se nalazi prijedlog cijene dionice i obujma preuzimanja te podaci o ograničenjima pri preuzimanju.

4.2.3. Izvori financiranja neprijateljskog preuzimanja poduzeća

Na proces preuzimanja poduzeća su najviše motivirana poduzeća kod kojih postoje slobodni novčani tokovi, a oni se ne iskorištavaju ili se u manjem obujmu koriste za isplatu dividendi, već se preusmjeravaju u daljnje investiranje rasta i razvoja s ciljem stjecanja strateških prednosti u poslovanju poduzeća.

U slučaju da poduzeće preuzimatelj ne želi riskirati prevelike odljeve u slobodnim novčanim tokovima, uobičajeno je da se koristi izdavanjem novih dionica kako bi financiralo transakciju neprijateljskog preuzimanja. Dodatno izdavanje dionica može rezultirati prevelikom fragmentacijom u strukturi vlasništva, a to uobičajeno nije prihvatljiva opcija za dioničare. U takvim se slučajevima menadžment poduzeća preuzimatelja može odlučiti na financiranje transakcije putem izdavanja obveznica. I ovaj način financiranja transakcije ima nedostatke zbog visokih administrativnih ili regulatornih troškova (Filipović, 2011).

Uobičajena alternativna prethodno navedenim oblicima financiranja neprijateljskog preuzimanja je zaduživanje putem poslovnih banaka. Preporučljivo je koristiti isključivo kratkoročne bankarske kredite u cilju preuzimanja poduzeća jer su dugoročni zajmovi

opterećeni rizicima koje se ne mogu dovoljno precizno definirati niti definirati njihov učinak na sposobnost otplate kreditnih obveza od strane zajmoprimca (Ribić, 2011), u ovom slučaju od strane poduzeća preuzimatelja.

Suvremeni oblici financiranja se kontinuirano razvijaju te sve zastupljeniji oblik financiranja transakcija procesa preuzimanja poduzeća postaje *mezzanine* financiranje kao hibridni oblik i kombinacija vlasničkog i dugovnog financiranja. „*Mezzanine* zajmovi hibridni su oblik financiranja koji se po definiciji kombinira obilježja kapitala i duga. Takvo financiranje osigurava ekonomski kapital. *Mezzanine* zajmovi stoga omogućuju tvrtkama s dobrim perspektivama ekspanzije dobivanje financijskih sredstava za širenje i provedbu integracijskih procesa“ (Giurca Vasilescu, 2010:66).

Mezzanine financiranje postaje sve učestaliji oblik financiranja neprijateljskih preuzimanja iz razloga što omogućuje financijeru poduzeća preuzimatelja konvertiranje duga u vlasnički kapital ukoliko dođe do situacije da poduzeće preuzimatelj nije dovoljno likvidan, a time ni sposoban za uredno otplaćivanje financijskih obveza. Navedeni oblik financiranja nije osiguran, odnosno osiguranje vjerovnika se temelji na konverziji duga u vlasnički kapital, te stoga nije dostupno poduzećima koja nemaju značajan financijski kredibilitet i dobru reputaciju na tržištu.

4.2.4. Strategije neprijateljskog preuzimanja poduzeća

Prilikom neprijateljskog preuzimanja preuzimatelj se obično može osloniti na tri glavne taktike koje uključuju zagrljaj medvjeda, borbu na skupštini dioničara te javnu ponudu. Svaka od navedenih taktika ima svoje prednosti i nedostatke i može se upotrijebiti na razne načine.

Zagrljaj medvjeda

„Zagrljaj medvjeda“ (*eng. Bear Hug*) je jedna od glavnih taktika neprijateljskog preuzimanja. Suština taktike „medvjeđeg zagrljaja“ sastoji se u upućivanju ponuda za kupnju poduzeća od strane poduzeća preuzimatelja, a u ponudi preuzimatelj nudi otkup dionice po cijeni koja je znatno viša od tržišne cijene. Navedena strategija preuzimanja se gotovo uvijek koristi kada preuzimatelj procijeni da su dioničari ciljane tvrtke spremni prodati dionice po ponuđenoj cijeni (Betton i sur., 2008). Neovisno o izdašnosti ponude, uprava nije sklona

prihvaćanju ponude za kupnjom dionice po znatno višoj cijeni od tržište upravo iz razloga što je stava da proces preuzimatelja neće generirati dobrobit u poslovanju poduzeća mete.

„Zagrljaj medvjeda“ odražava i težnju poduzeća preuzimatelja za stjecanjem dodatnih informacija o poslovanju poduzeća mete, a osobito težnju za provedbom dubinskog snimanja stanja poduzeća prije nego se provede preuzimanje, a provodi se kako bi dioničari izvršili na upravu pritisak za razmatranjem i uvažavanjem ponude. Zamka ponude koja ima značajke „medvjeđeg zagrljaja“ za upravu ciljane tvrtke proizlazi upravo iz zakonske obveze djelovanja u najboljem interesu vlasnika i dioničara poduzeća. Neprihvaćanje ponude tako može rezultirati snažnim konfliktom pa i pravnim sporom između različitih dionika u internoj okolini poduzeća (uprave i vlasnika/dioničara). Uobičajeni motivi zbog kojih poduzeća preuzimatelji nude ponude „medvjeđeg zagrljaja“ su vezani uz ograničavanje utjecaja konkurencije ili težnju za boljom kontrolom nad tržištem nabave, odnosno tržištem prodaje proizvoda i usluga.

„Medvjeđi zagrljaj“ je taktika neprijateljskog preuzimanja s najpovoljnijim utjecajem na financijsku korist dioničara i upravo kroz zadovoljavanje interesa dioničara, preuzimatelj ima priliku stjecanja vlastitih ciljeva. Budući da se od uprave ciljane tvrtke traži da pazi na najbolji interes svojih dioničara, dioničari često zahtijevaju ozbiljno razmatranje financijski izdašne, čak i ako prethodno nije bila namjera promijeniti poslovni model ili strukturu vlasništva i upravljačkih prava.

Medvjeđi zagrljaj može se klasificira kao neprijateljski pokušaj preuzimanja od strane tvrtke koja daje ponudu, jer je dizajniran da ciljanu tvrtku dovede u položaj u kojem ne može odbiti kupnju. Međutim, za razliku od nekih drugih oblika neprijateljskog preuzimanja, medvjeđi zagrljaj često ostavlja dioničare u pozitivnoj financijskoj situaciji. Tvrtka preuzimatelj može ponuditi dodatne poticaje ciljanoj tvrtki kako bi povećala vjerojatnost da će prihvatiti ponudu. Zbog toga „zagrljaj medvjeda“ može biti izuzetno skup za tvrtku koja preuzima tvrtku, a tvrtki će trebati više vremena nego što je uobičajeno da ostvari željeni povrat ulaganja (Schwert, 2000).

Odbijanje ponude za zagrljaj medvjeda može potencijalno dovesti do podnošenja tužbe u ime dioničara ako ciljana tvrtka ne može pravilno opravdati odbijanje. Budući da je poduzeće odgovorno prema dioničarima, odbijanje ponude koja se inače može činiti predobrom da bi bila istinita moglo bi se smatrati lošom odlukom. Ova se taktika uobičajeno koristi u početnim fazama neprijateljskog preuzimanja. Često je primjena taktike „zagrljaj medvjeda“ dostatna

ukoliko se poduzeće meta ne opire neprijateljskom preuzimanju vrlo snažno te kad ne primjenjuje strategije obrane od neprijateljskog preuzimanja.

U suprotnom slučaju, kada poduzeće meta uspješno implementira strategije obrane od neprijateljskog preuzimanja, vjerojatnost uspješnosti neprijateljskog preuzimanja putem isključive primjene taktike „zagrljaja medvjeda“ se značajno smanjuje (Betton i sur., 2008).

Kada poduzeća imaju implementirane strategije obrane od neprijateljskog preuzimanja, poželjno je koristiti ovu taktiku kao uvod u objavu neprijateljske javne ponude kojom se poduzeće preuzimatelj izravno obraća dioničarima i time zaobilazi negativan stav uprave poduzeća o provedbi preuzimanja. Preuzimatelj osim kroz neformalnu ponudu ponekad čini pritisak na menadžment poduzeća-mete uspostavljajući komunikaciju s odborom direktora te im daje do znanja da će ako odbiju njegovu ponudu, krenuti s neprijateljskim preuzimanjem.

Prijetnju neprijateljskog preuzimanja uobičajeno prati ta taktika javna objava preuzimatelja o namjeri da krene s neprijateljskom javnom ponudom. Snažnija verzija zagrljaja medvjeda nastaje kada preuzimatelj menadžmentu poduzeća-mete šalje ponudu u kojoj je naznačena cijena koju je preuzimatelj spreman platiti (Betton i sur., 2008). Na taj način provodi se dodatan pritisak na menadžment poduzeća mete jer se na temelju ponude jasno može utvrditi šteta u slučaju da dioničari tuže menadžment poduzeća mete zbog odbijanja ponude preuzimatelja. Preuzimatelj će se odlučiti na navedenu taktiku zagrljaja medvjeda onda kada postoji određena mogućnost dogovora s menadžmentom poduzeća-mete. Navedena je taktika najprihvatljivija za preuzimatelja jer je najjeftinija i zahtijeva mnogo manje vremena od drugih (Gaughan, 2010).

Borba na skupštini dioničara

Druga taktika koja se koristi s ciljem realizacije neprijateljskog preuzimanja je borba na skupštini dioničara. U ovom slučaju postoji interes i težnja određene skupine dioničara za stjecanjem većinskog udjela vlasništva i upravljačkih prava, što znači da se promjena postojeće strukture vlasništva inicira u samoj internoj okolini poduzeća. Borba na skupštini dioničara odnosi se na situaciju u kojoj skupina dioničara u tvrtki udružuje snage u pokušaju da se suprotstavi i nadglasa trenutnu upravu. To je borba između dioničara i višeg menadžmenta za kontrolu nad tvrtkom. To je također strategija koja se obično koristi u neprijateljskim preuzimanjima. Borbu na skupštini dioničara obično pokreću nezadovoljni dioničari tvrtke kako bi svojim glasovima izvršili pritisak na upravu i upravni odbor da izvrše promjene unutar

tvrtke. Dioničari obično vrše pritisak na upravu glasanjem protiv njih na godišnjoj skupštini (Huang i sur., 2018).

Borba na skupštini dioničara je taktika neprijateljskog preuzimanja koja se koristi u poduzećima gdje postoji visoka razina konflikta i tenzija između interesa uprave i interesa određenih skupina dioničara ili svih dioničara (Whittaker i Hayakawa, 2007). Glasovanje na skupštini predstavlja temeljni alat na osnovu kojeg se želi ostvariti cilj neprijateljskog preuzimanja.

Borba na skupštini dioničara kao taktika neprijateljskog preuzimanja od strane dioničara dobiva političke konotacije jer i postojeća uprava i dioničari žele steći većinu skupštinskih glasova, odnosno pridobiti interesne skupine u poduzeću na realizaciju vlastitih ciljeva. Vrlo velik značaj u uspješnosti borbe na skupštini dioničara ima promocija dobrobiti koje određena odluka donosi za glasače na skupštini. Dioničari mogu uspjeti u svojoj namjeri za neprijateljskim preuzimanjem na temelju iskorištavanja svojih glasačkih prava, ali i pridobivanjem glasova drugih dioničara za realizaciju svojih interesa. Taktika borbe na skupštini dioničara može biti uspješna ukoliko već postoji latentni konfliktni odnos između dioničara i uprave i ako dioničari iskazuju visok stupanj nepovjerenja prema načinu zastupanja i upravljanja poduzećem od strane postojeće uprave.

U brojnim korporacijama se menadžerski poticaji isplaćuju u paketima dionica kako bi se i menadžeri pretvorili u suvlasnike (dioničare) poduzeća te kako bi se na taj način posvetili ostvarenju dioničarskih i vlasničkih interesa. Kada je udio dionica i glasačkih prava postojećih članova uprave poduzeća mete previsok, borba na skupštini dioničara ne može bit učinkovita jer skupina dioničara koja želi promijeniti strukturu vlasništva i upravljačkih prava teško može postići većinu glasova na skupštini (Whittaker i Hayakawa, 2007). Obično je teško pobijediti u borbi protiv posrednika zbog zaštitnih mehanizama korporativnog upravljanja i restriktivnih akata. Stoga je većina borbi dioničara neuspješna (Huang i sur., 2018).

Neprijateljsko preuzimanje putem javne ponude

Svaka namjera za preuzimanjem kontrole nad nekim poduzećem se objavljuje putem javne ponude na tržištu kapitala. Neprijateljska javna ponuda zaobilazi upravu poduzeća i cilj joj je steći brzu akumulaciju dionica kako bi se stekao kontrolni paket dionica i upravljačka prava nad poduzećem. Ukoliko se neprijateljsko preuzimanje ne može poduzeti primjenom drugih taktika, poduzeće preuzimatelj se odlučuje na upućivanje neprijateljske javne ponude (Gaughan, 2011).

Korištenjem neprijateljske javne ponude preuzimatelj zaobilazi menadžment poduzeća-mete i može preuzeti kontrolu nad metom čak i kada se menadžment opire preuzimanju. Troškovi su puno veći nego u prijateljskom preuzimanju. Pokretanje neprijateljske javne ponude preuzimatelju ne jamči uspjeh u preuzimanju poduzeća-mete jer se zna dogoditi da se i drugi preuzimatelji uključe u borbu za poduzeće metu, uključivanje drugih preuzimatelja u borbu za poduzeće-metu reflektira se na rast troškova korištenja javne ponude kao taktike za preuzimanje. U javnoj ponudi preuzimatelj može ponuditi novac ili vrijednosne papire vlastitog poduzeća ili čak kombinaciju novca i vrijednosnih papira za dionice poduzeća mete (Gaughan, 2011).

Poduzeće preuzimatelj obično počne primjenjivati preliminarne korake prije nego uputi neprijateljsku javnu ponudu tako da počne prikupljati dionice poduzeća. Na taj način se stječe čvrsto uporište za pokretanje neprijateljske javne ponude. Poduzeća se koriste akumulacijom dionica poduzeća u što većem obujmu prije javne objave neprijateljskog preuzimanja kako bi se smanjio obujam plaćanja prevelike cijene po dionici poduzeća u odnosu na njegovu tržišnu cijenu. Ovaj se učinak može postići samo ako tržišni dionici nisu svjesni namjera i akcija poduzeća preuzimatelja (Betton i sur., 2008).

Stjecanjem određenog udjela u vlasništvu poduzeća mete prije nego se javno obznani neprijateljska ponuda za preuzimanjem omogućuje poduzeću koje ima ambiciju za neprijateljskim preuzimanjem stjecanje dioničarskih prava, a to se prije svega odnosi na pravo glasa na skupštini dioničara. Na ovaj način se može stvoriti i uporište za borbu za skupštini dioničara.

Kada se poduzeće s ambicijom neprijateljskog preuzimanja poduzeća služi akumulacijom dionica prije javne obznane ponude, nužno je da poduzeće meta prepozna ovu vrstu aktivnosti kao ključan preliminarni korak iza kojeg slijedi realizacija namjere za

neprijateljskim preuzimanjem. Uz pravodobno prepoznavanje, ove je znakove ranog upozorenja na opasnost od neprijateljskog preuzimanja moguće uspješno zaustaviti primjenom strategije obrana od neprijateljskog preuzimanja (Gaughan, 2011).

Prilikom izrade neprijateljske javne ponude, poduzeće preuzimatelj mora uzeti u obzir odgovore ciljane tvrtke, ali i ostalih ponuditelja na tržištu kapitala. Vrlo je važno uspostaviti uravnoteženu cijenu koja će biti viša od cijena ostalih ponuđača i tržišne cijene dionice, ali kojom će se istodobno minimizirati preplaćivanja vrijednosti poduzeća jer se tako riskira dostizanje financijskog cilja koji se odnosi na povrat na ulaganja. Uravnotežena cijena kojom se zadovoljavaju tržišni zahtjevi za višom cijenom i ujedno se izbjegava preplaćivanje vrijednosti poduzeća, naziva se optimalnom cjenovnom ponudom pri neprijateljskom preuzimanju (Betton i sur., 2008).

Pokretanje strategije nadmetanja putem neprijateljske javne ponude je rizik koji preuzima tvrtka preuzimatelj. Ako je cijena ponude izuzetno visoka, a rezultat preuzimanja neće biti poželjan za ponuditelja, tada cjelokupan proces neprijateljskog preuzimanja ne jamči uspjeh. Pravi potez u takvoj situaciji trebao bi biti povlačenje ponude. Dobro uspostavljena neprijateljska javna ponuda u samom početku treba biti utemeljena na maksimalnoj vrijednosti pri kojoj je za poduzeće preuzimatelja najpovoljnije potpuno odustati od neprijateljskog preuzimanja (Gaughan, 2011).

4.2.6. Strategije obrane od neprijateljskog preuzimanja

Uprava i menadžment poduzeća imaju na raspolaganju određene strategije kojima se mogu obraniti od neželjenog preuzimanja, a s druge strane i ponuđač može koristiti određene strategije kako bi pridobio željeno poduzeće. 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. (Ban, 2017: 12) Poduzeće može imati prije sljedeće mehanizme obrane: Poison Pill, Bear Hug, Crown Jewles, Pacman Defense, White Knight. U nastavku se objašnjava svaka od metoda obrane.

Poison pill

Strategija obrane od neprijateljskog preuzimanja u kojoj ciljna kompanija nastoji svoje dionice učiniti što manje atraktivnima potencijalnom preuzimatelju nosi naziv otrovna pilula. Ova strategija pokušava stvoriti svojevrsni štit protiv preuzimanja. (Financijski rječnik, 2018) Ciljno društvo daje pravo dioničarima na kupnju dionica po cijeni nižoj od tržišne i na taj način ih obezvrjeđuje kako bi se povećali troškovi preuzimatelja. (Spajić, 2019) Postoje različiti tipovi otrovne pilule, no mi ćemo spomenuti ovdje dva osnovna oblika:

- „Flip-in“ otrovne pilule dopuštaju postojećim dioničarima (osim onima koji pripadaju poduzeću koje je potencijalni preuzimatelj) da kupe više dionica po povoljnijoj cijeni.
- „Flipover“ otrovne pilule dozvoljavaju dioničarima kupovinu dionica poduzeća preuzimatelja po nižim cijenama nakon provedenog preuzimanja. (Ban, 2017: 14)

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. (Ibid) Prednost *poison pills* očituje se u činjenici da njezinu primjenu može usvojiti upravni odbor ciljnog društva bez posebne suglasnosti dioničara ciljnog društva, kao što upravni odbor može naknadno i izmijeniti prava iz *poison pills*. (Spajić, 2019: 20) Tvrtke bi, međutim, trebale biti pažljive u izradi strategija za otrovne pilule. Kao strategija, otrovne pilule su učinkovite samo kao zastrašujuće. Kada su stvarno uvedene, one često stvaraju potencijalno devastirajuće visoke troškove i obično nisu u najboljem dugoročnom interesu dioničara. (Financijski rječnik, 2018) Primjer „flip-in“ oblika je Netflix (NFLX) koji je 2012. objavio da je njegov odbor usvojio plan prava dioničara samo nekoliko dana nakon što je investitor Carl Icahn stekao 10% udjela. Novi plan predviđao je da pri svakom novom stjecanju od 10% ili više bilo koje spajanje, prodaja ili prijenos Netflixa više od 50% imovine omogućava postojećim dioničarima da kupe dvije dionice po cijeni jedne.

Bear Hug

Medvjeđi zagrljaj (*bear hug*) smatra se najmanje agresivnom od svih strategija te se obično primjenjuje na početku neprijateljskog preuzimanja. Dovoljna je strategija u slučaju nepretjeranog protivljenja ciljanog poduzeća preuzimanju. Ovom strategijom preuzimatelj upućuje ponudu upravnom odboru ciljanog poduzeća za kupnjom dionica za mnogo višu cijenu

od trenutačne vrijednosti na tržištu. Strategija medvjeđeg zagrljaja osmišljena je kako bi ciljana tvrtka praktički bila nesposobna izbjeći pokušaj preuzimanja. Opet, stjecatelj daje vrlo izdašnu ponudu ciljanoj tvrtki, znatno veću od onoga što bi se tvrtki obično nudilo da aktivno traži kupca. Budući da je upravni odbor zakonski obvezan djelovati u najboljem interesu dioničara, uprava nije u mogućnosti odbiti takvu ponudu koja stvara značajnu vrijednost za dioničare tvrtke. (Corporate Finance Institute)

Primjenom ove metode, troškovi su manji, financijski je korisnija za dioničare, a mogu se smanjiti i druge eventualne štete za poduzeće kao nezadovoljstvo, odlazak zaposlenika i slično. Ako ciljano poduzeće odbije ponudu postoji rizik da dioničari, smatrajući da uprava ne postupa u najboljem interesu po njih, ga tuže. (Spajić, 2019: 18) Nekoliko je razloga zašto poduzeća preferiraju uporabu ove strategije pred ostalim oblicima preuzimanja:

1. **Ograničite konkurenciju**. Kada postoje javne informacije da tvrtka želi biti preuzeta, vjerojatno će biti više zainteresiranih kupaca. Potencijalni kupci težit će osiguranju stjecanja ciljane tvrtke, ali, naravno, po najboljoj mogućoj cijeni. Kad se tvrtka odluči zauzeti medvjeđi zagrljaj, nudi cijenu koja je znatno iznad fer tržišne cijene. To obeshrabruje druge ponuditelje da pokušaju nastaviti s preuzimanjem, čime se očisti teren, mogli bismo reći, za stjecatelja zagrljaja medvjeda.
2. **Izbjegavajte sukob s ciljanom tvrtkom**. Tvrtke pokušavaju neprijateljski preuzeti poduzeće jer uprava ciljane tvrtke nerado prihvaća ponudu za preuzimanje njihove tvrtke. Alternativa je izravnom pristupu dioničarima kako bi se dobilo njihovo odobrenje ili borba za zamjenu uprave ili odbora direktora tvrtke. Cilj strategije zagrljaja medvjeda je idealno pretvoriti u početku neprijateljsko preuzimanje u prijateljsko, dogovoreno preuzimanje / spajanje. Ako je uspješna, strategija može ukloniti prepreke i pravne sporove koji se često javljaju u neprijateljskim preuzimanjima. (Corporate FInance Institute)
3. **Ponekad uprava ciljane tvrtke može iz različitih razloga odbiti medvjeđi zagrljaj**. Uprava može odbiti ponudu na osnovi da istinski vjeruju da posao nije u najboljem interesu dioničara tvrtke. Međutim, osim ako je odbijanje ponude uistinu opravdano, mogu se pojaviti dva potencijalna problema: stjecatelj daje ponudu za nadmetanje izravno dioničarima i tužba protiv uprave. (Corporate Finance Institute)

Jedan od primjera stjecanja medvjeđih zagrljaja bio je slučaj Microsofta koji namjerava preuzeti posao Yahooa, gdje je Microsoft ponudio Yahoou da kupi svoje dionice uz 63% premije za akviziciju od one koju je zatvorio ranije. Ovo je izgledalo jako korisno za dioničare,

jer se u tom trenutku Yahoo stvarno borio i njihovo je poslovanje stvaralo velike gubitke. Kupnja Whatsapp messenger usluga od strane američkog tehnološkog diva Facebooka drugi je primjer. Facebook je odlučio dovesti poslovanje Whatsappa pod svoj kišobran i dao je unosnu ponudu Whatsappu, što je bilo teško odbiti. Stoga je u roku od nekoliko mjeseci od razgovora menadžmenta Whatsapp konačno odlučio da nastavi svoje poslovanje u vlasništvu Facebooka.

Crown jewles

Prodaja vrijedne imovine ili kraljevskih dragulja (*crown jewels)* još je jedna strategija kojom se ciljno poduzeće može obraniti od preuzimanja. Prodajom imovine poduzeće postaje manje atraktivno za preuzimanje. S druge strane, može doći do pada tržišne cijene dionica ciljnog poduzeća što bi bilo poželjno za preuzimatelja jer bi mogao lakše doći do preuzimanja. Ovo je ekstremna i rizična mjera obrane s obzirom da ide na štetu samog ciljnog poduzeća. (Spajić, 2019: 21) *Crown jewles* odnose se na najvrjednije jedinice u korporaciji koje su definirane karakteristikama poput profitabilnosti, vrijednosti imovine i budućih izgleda. To bi mogla biti poslovna linija koja proizvodi najpopularniji predmet koji tvrtka prodaje ili možda odjel koji drži sve intelektualno vlasništvo za projekt za koji se smatra da će imati veliku vrijednost u budućnosti nakon što završi. Tvrtka može upotrijebiti ovu obranu stvaranjem klauzula protiv preuzimanja koje prisiljavaju prodaju njihovih dragulja u slučaju neprijateljskog preuzimanja. To odvraća potencijalne stjecatelje od pokušaja preuzimanja tvrtke, jer stjecatelj ne bi dobio željene operacije ili informacije ako bi nastavio s preuzimanjem. Prodaja krunskih dragulja tvrtke često je drastičan pokušaj da se spriječi neprijateljsko preuzimanje ili se teškog tereta financijskog duga. U oba slučaja prodaje se najbolja poslovna imovina tvrtke, što u osnovi mijenja cijelu prirodu tvrtke i ostavlja joj drugačiji set izgleda za rast i potporu dioničara. Kada je tvrtka previše preopterećena dugom i prijeti opasnost da neće moći platiti, možda će biti prisiljena prodati dragulje kako bi izbjegla mogući bankrot. Ostala poslovna imovina ili podjele tvrtke možda neće postići dovoljno visoke cijene da uklone prijetnju koju predstavlja prekomjerna bilanca. Krunski dragulji moraju se prodati kako bi tvrtka opstala kao dio poslovanja. Prodaja krunskih dragulja općenito će ostaviti ostatke tvrtke na manje atraktivnim ili sporije rastućim tržištima. Može doći do smanjenja vrijednosti kapitala tvrtke, te smanjenih izgleda za rast prodaje i zarade koji su rezultat gubitka nadarenog upravljanja, inovacija proizvoda, učinkovitosti proizvodnje ili zemljopisnih tržišta. Dioničari koji su ulagali zbog dragulja obično bi pobjegli ako se prodaju. (Hayek, 2019)

Na primjer, telekomunikacijska tvrtka može imati visoko cijenjeni odjel za istraživanje i razvoj (R&D). Ovaj je divizijski odjel „krunski dragulji“. Mogla bi odgovoriti na neprijateljsku ponudu prodajom odjela za istraživanje i razvoj drugoj tvrtki ili izdvajanjem u zasebnu korporaciju.

Pacman defense

U listopadu 2013., Jos. A. Bank pokrenuo je ponudu za preuzimanje konkurentske tvrtke Men's Wearhouse. Men's Wearhouse je odbio ponudu i odgovorila vlastitim ponudama. Tijekom pregovora, Jos. A. Bank kupio je Eddieja Bauera kako bi stekao veću kontrolu na tržištu. Men's Wearhouse na kraju je kupila Jos. A. Bank za 1,8 milijardi dolara. Ova metode obrane dobila je naziv po video igri u kojoj likovi pokušavaju pojesti jedni druge. U ovoj strategiji ciljana tvrtka mora kupiti dovoljno dionica preuzimatelja tvrtke, i to po visokoj cijeni. Ciljna tvrtka trebala bi imati na raspolaganju dovoljno sredstava kako bi mogla kupiti dovoljno udjela u stjecatelju kako bi ugrozila kontrolu preuzimatelja nad svojom tvrtkom. U praksi velika tvrtka želi kupiti mala poduzeća iz iste ili različitih srodnih industrija kako bi napravila monopol u industriji. Dakle, u tom slučaju velika firma daje malim tvrtkama ponudu da kupe njihove tvrtke, ponekad to postane uspješno, ali ponekad mala tvrtka ne želi prodati svoje tvrtke. Ako se ta mala tvrtka želi natjecati pomoću obrambene strategije Pacman, trebala bi imati dovoljno kapitala / financija u banci. Ponekad mogu imati dovoljno sredstava za upotrebu ove strategije, ali ponekad moraju prikupiti sredstva ako zaista žele koristiti ovu strategiju. Ponekad se ova strategija koristi i u situaciji kada se uprava i menadžment zalažu za stjecanje od strane drugih tvrtki. Ipak, ne slažu se oko toga koju bi tvrtku trebali prodati. (WallStreetMojo, PAC MAN Defense)

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. (Ban, 2017: 15) Razlog tome jest da za ovakvo što potrebna su dodatna financijska sredstva kako bi se strategija mogla realizirati, što ju čini nepraktičnom. (Spajić, 2019)

White knight

Ciljna kompanija svoju obranu od neprijateljskog preuzimanja kompanije može organizirati 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“. (Ban, 2017: 13) Naime, uprava ciljno poduzeća, kada dobije ponudu za preuzimanjem koju ne želi prihvatiti, traži viteza, odnosno prijateljsku tvrtku koja će ponuditi veću cijenu za njihove dionice od sadašnjeg ponuditelja ili će dopustiti upravi nastavljanje trenutne strategije. Iako ciljana tvrtka i dalje gubi neovisnost, investitor bijelog viteza ipak je povoljniji za dioničare i upravu. U odnosu na ostale strategije, ova se najčešće primjenjuje i veoma je učinkovita. (Spajić, 2019: 21) Neki od zapaženih primjera spašavanja bijelih vitezova su: United Paramount Theatres iz 1953. godine, stjecanje gotovo bankrotiranog ABC-a; Bayer-ovo bijelo viteško spašavanje Scheringa iz 2006. godine iz Merck-a KGaA i JPMorgan Chase-ovo stjecanje Bear Stearnsa iz 2008. godine, što je spriječilo njihovu potpunu nesolventnost. (Hayes, 2019)

5.PRIMARNO ISTRAŽIVANJE STAVOVA MENADŽMENTA PODUZEĆA U RH O SPAJANJIMA I PREUZIMANJIMA

U ovom poglavlju je predstavljena metodologija istraživanja i socio-demografska struktura ispitanika s obzirom na poziciju u poduzeću te vijek poslovanja pojedinog poduzeća kao i sektor u kojem poduzeće posluje. Potom su grafički i tekstualno predstavljeni i interpretirani dobiveni rezultati istraživanja.

5.1. Metodologija istraživanja

Ciljanu populaciju za provedbu primarnog istraživanja predstavljaju sve korporacije ili dionička društva koje posluju na području Republike Hrvatske. Uzorak za provedbu istraživanja je prigodni kvotni uzorak od N=150 dioničkih društava koja su aktivna u RH, a kontakt podaci su prikupljeni iz baze podataka Zagrebačke burze. Na poziv za istraživanje se odazivalo ukupno N=61 dioničkih društava u RH. U istraživanju je sudjelovala po jedna zaposlena osoba iz svakog poduzeća.

Instrument koji se koristio s ciljem prikupljanja primarnih podataka je strukturirani anketni upitnik sa zatvorenim pitanjima. Pitanja su strukturirana na način da su ispitanici mogli birati između više ponuđenih odgovora ili iskazati stavove o pojedinim pitanjima vezano uz spajanja i preuzimanjima na skali od 1 do 3. Ispitanici su na skalama od 1 do 3 iskazivali vjerojatnost nastanka određenih događaja i okolnosti vezano uz integracijske procese. Pojedini brojevi na skali imaju sljedeće značenje:

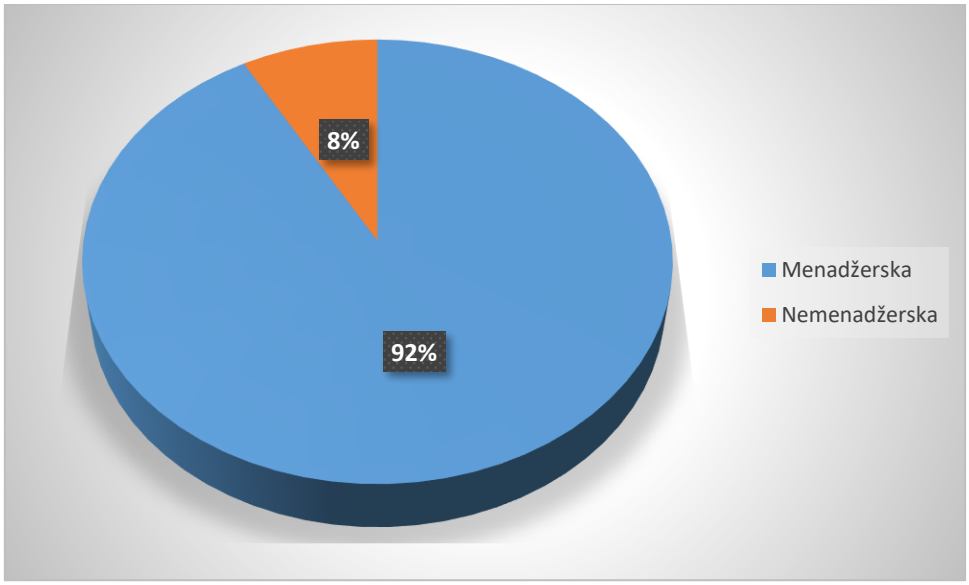
- 1 - vjerojatnost je manja od 50%,
- 2- vjerojatnost je 50%,
- 3- vjerojatnost je veća od 50%.

Strukturirani anketni upitnik (prilog 1) se sastojao od ukupno 10 pitanja, od čega su se 3 pitanja odnosila na obilježja ispitanika i poduzeća u kojima su zaposleni, 5 pitanja se odnosilo na provedbu spajanja i preuzimanja te stavove o ovim procesima, a 2 pitanja na čimbenike koji u RH utječu na vjerojatnost spajanja i preuzimanja sukladno stavovima ispitanika.

5.2. Ispitanici

U grafikonu 6 je predstavljena struktura ispitanika s obzirom na poziciju unutar organizacijske strukture poduzeća. Pozicija unutar organizacijske strukture poduzeća je podijeljena na menadžerske i ne-menadžerske pozicije.

Grafikon 6. Struktura ispitanika prema poziciji u organizacijskoj strukturi poduzeća

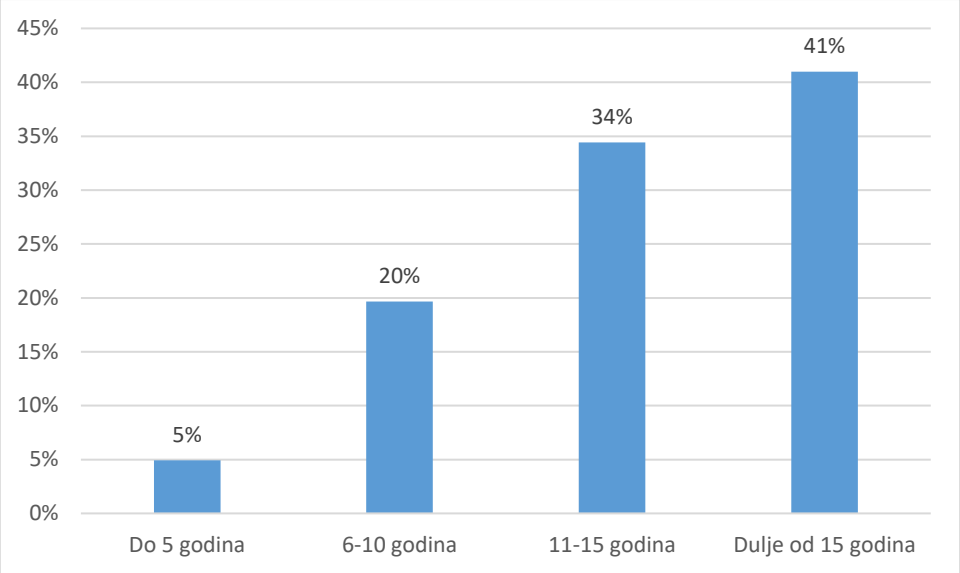


Izvor: rezultati istraživanja

Podaci u grafikonu 6 pokazuju da je udio ispitanika na menadžerskoj poziciji u poduzeću razmjerno visok te iznosi visokih 92%, dok je udio ispitanika koji je zaposlen na e-menadžerskim pozicijama 8%.

Životni vijek ili ciklus poslovanja poduzeća i faza u kojoj se poduzeće nalazi u značajnoj mjeri uvjetuje strategiju razvoja poslovanja te mogućnosti iskorištavanja organskog (internog rasta), odnosno razinu potrebe za spajanjima i preuzimanjima s obzirom na zrelost tržišta, proizvoda i činjenicu da se poduzeća ne mogu dalje širiti isključivo organskim rastom. Vijek poslovanja poduzeća koja su uključena u istraživanje je prikazan na grafikonu 7.

Grafikon 7. Životni vijek poslovanja poduzeća

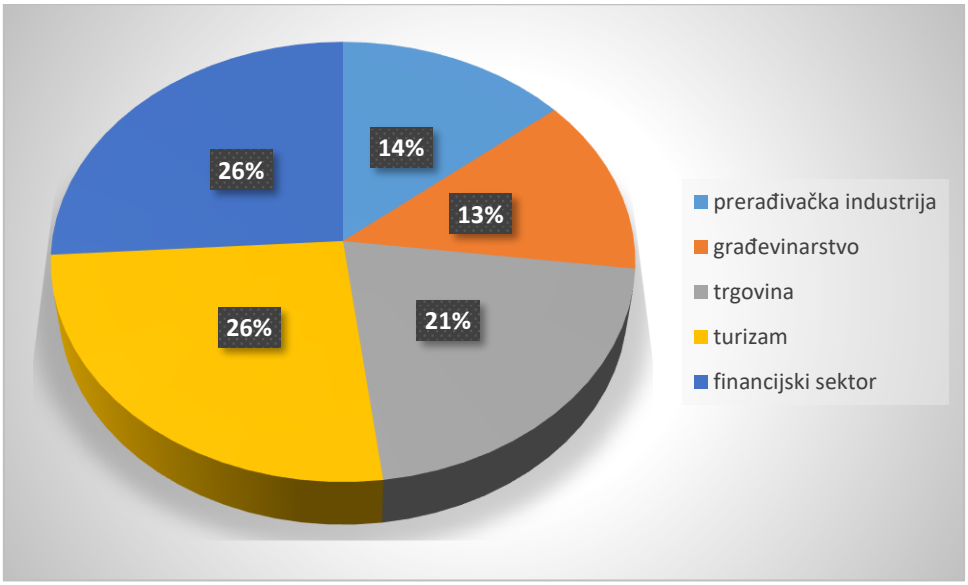


Izvor: rezultati istraživanja

Na temelju podataka u grafikonu 7 se zaključuje da najveći udio ispitanika radi u dioničkim društvima čiji je životni vijek dulji od 15 godina. Udio takvih poduzeća iznosi 41%. Slijede poduzeća sa životnim ciklusom od 11-15 godina i udjelom od 34%. Životni vijek poslovanja od 6-10 godina ima ukupno 20% poduzeća, a 5% poduzeća posluje manje od 5 godina na području RH.

Sektorska struktura je također važan podatak za provedbu primarnog istraživanja o spajanjima i preuzimanjima s obzirom na činjenicu da integracijske procese u značajnoj mjeri pokreću trendovi unutar povezanih industrijskih sektora, odnosno ključne konkurentske sile u industriji. Struktura poduzeća s obzirom na industrijski sektor u kojem posluju prikazana je u grafikonu 8.

Grafikon 8. Sektorska struktura poduzeća



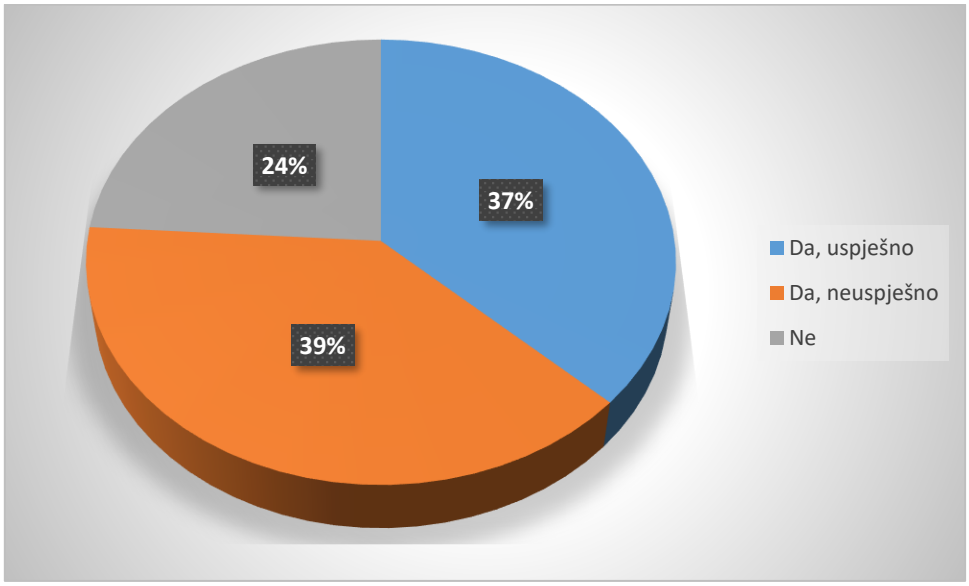
Izvor: rezultati istraživanja

Podaci u grafikonu 8 pokazuju da su u istraživanju sudjelovala dionička društva iz prerađivačke industrije, građevinarstva, trgovine, turizma i financijskog sektora. Poduzeća iz financijskog sektora i turizma sudjelovala su u istraživanju s udjelima od 26% za svaki sektor. Udio poduzeća koja posluju u trgovinskom sektoru je iznosio 21%, dok je poduzeća iz prerađivačke industrije bilo 14% u ukupnom uzorku istraživanja. Posljednji industrijski sektor koji je zastupljen u strukturi anketiranih poduzeća je sektor građevinarstva s udjelom od 13%.

5.3. Rezultati istraživanja i interpretacija

Udio poduzeća koji je u toku dosadašnjeg poslovanja primjenjivao strategije integracija s drugim poduzećima, bilo da se radi o spajanjima, pripajanjima ili preuzimanjima, prikazan je u grafikonu 9.

Grafikon 9. Udio poduzeća koji je u dosadašnjem poslovanju koristio integracijske procese

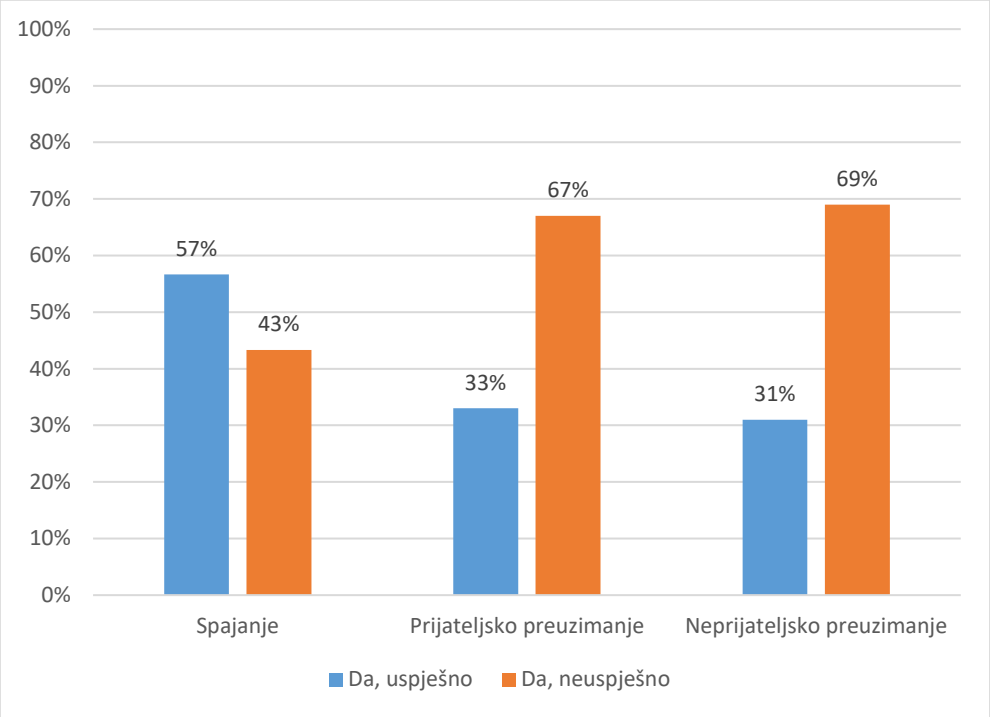


Izvor: rezultati istraživanja

Podaci u grafikonu 9 pokazuju da je 37% poduzeća koja su sudjelovala u istraživanju u dosadašnjem poslovanju uspješno primjenjivao strategiju spajanja, pripajanja ili preuzimanja, a njih 39% se neuspješno okušalo u integracijskim procesima. Manje od četvrtine poduzeća (24%) se nije susrelo s integracijskim procesima u dosadašnjem poslovanju.

U idućem pitanju su ispitanici iz poduzeća koja su sudjelovala u integracijskim procesima, imenovala o kojoj se vrsti integracijskog procesa radilo (spajanju, prijateljskom preuzimanju ili neprijateljskom preuzimanju). Broj ispitanika koji je odgovorio na ovo pitanje iznosio je ukupno N=46 poduzeća. Integracijski procesi prikazani u grafikonu 10 razvrstani su i s obzirom na kriterij uspješnosti provedbe integracijskog procesa.

Grafikon 10. Vrste integracijskih procesa u poduzećima obuhvaćenim istraživanjem s obzirom na kriterij uspješnosti integracije

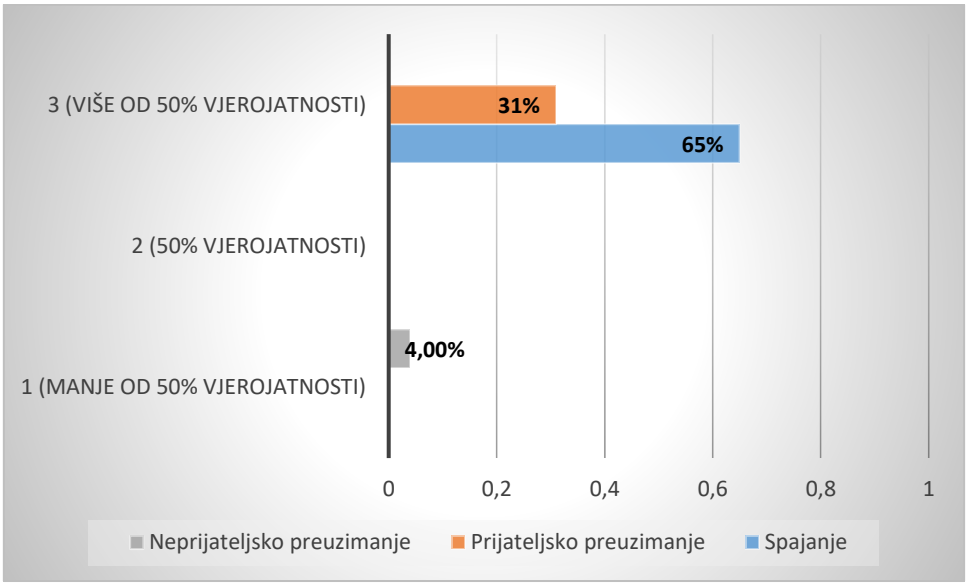


Izvor: rezultati istraživanja

Podaci u grafikonu 10 pokazuju da je najveći udio u uspješnoj provedbi integracijskih procesa ostvaren putem procesa spajanja, i to u udjelu od 57%, dok je 43% spajanja bilo neuspješno. Ukupan broj poduzeća koja su sudjelovanja u procesu spajanja (uspješno ili neuspješno) je 30. Od ukupno 13 poduzeća koja su se angažirala u pogledu procesa prijateljskog preuzimanja, 33% je bilo uspješno, a čak 67% nije rezultiralo uspjehom (kompromisnim rješenjem). Na temelju uzorka od N=46 poduzeća, zaključuje se da su neprijateljska preuzimanja najmanje učestali oblik integracijskih procesa u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Od ukupno 3 pokušaja neprijateljskih preuzimanja, 1 (31%) je bio uspješan i 2 (69%) neuspješna.

Naredno pitanje u strukturiranom anketnom upitniku odnosilo se na procjenu vjerojatnosti inicijacije integracijskih procesa (spajanja, prijateljskog i neprijateljskog preuzimanja) od strane anketiranog poduzeća u narednih pet godina poslovanja, a rezultati su prikazani u grafikonu 11. Ispitanici su ocijenili vjerojatnost inicijacije svakog od navedenih oblika integracija.

Grafikon 11. Vjerojatnost inicijacije integracijskog procesa od strane anketiranog poduzeća u narednih 5 godina

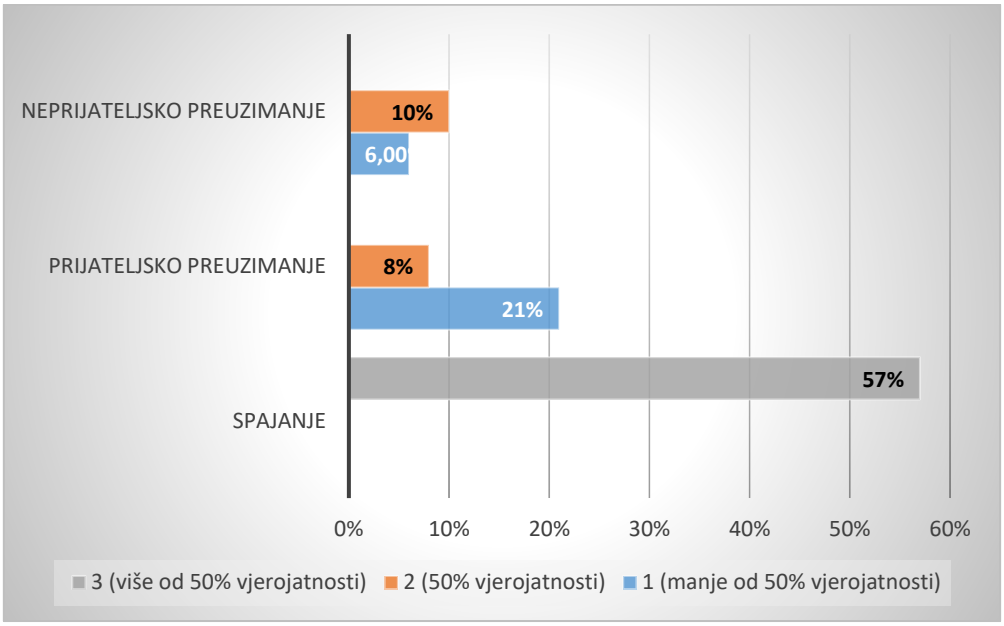


Izvor: rezultati istraživanja

Podaci u grafikonu 11 pokazuju da su anketirana poduzeća najsklonija iniciranju spajanja kao integracijskih procesa te ih 65% ocjenjuje da je vrlo vjerojatno da će pokrenuti proces spajanja tijekom narednih pet godina. Vjerojatnost za iniciranjem prijateljskih preuzimanja je također vrlo vjerojatna za 31% poduzeća. Anketirana poduzeća su najmanje sklona pokretanju neprijateljskih preuzimanja. Tek 4% ispitanika je izjavilo da će njihovo poduzeće u narednih 5 godina inicirati neprijateljsko preuzimanje, ali s niskom vjerojatnošću nižom od 50%.

Procjena vjerojatnosti da će pojedino anketirano poduzeće biti predmetom ili ciljem procesa spajanja, prijateljskog ili neprijateljskog preuzimanja, prikazana je u grafikonu 12. Ispitanici su procijenili vjerojatnost da će poduzeće biti metom određenog integracijskog procesa na skali vjerojatnosti od 1 do 3.

Grafikon 12. Vjerojatnost da će poduzeće biti cilj integracijskih procesa u narednih pet godina

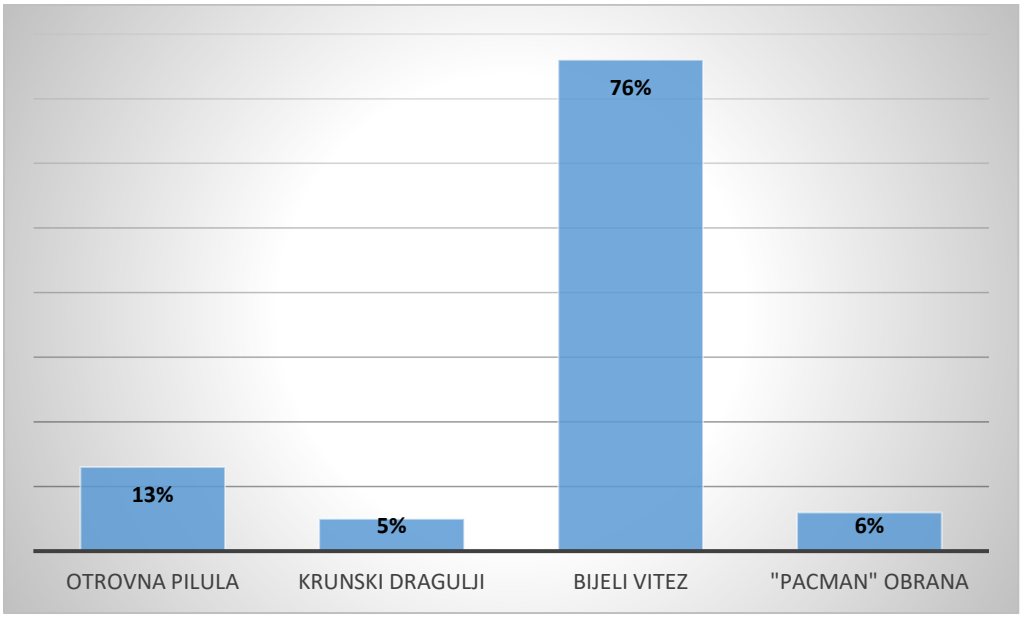


Izvor: rezultati istraživanja

Podaci u grafikonu 12 pokazuju da 57% poduzeća smatra kako postoji više od 50% vjerojatnosti da će njihovo poduzeće biti ciljem integracijskog procesa spajanja. U 29% poduzeća se procjenjuje da postoji vjerojatnost prijateljskog preuzimanja. U 8% poduzeća se ta vjerojatnost procjenjuje na 50%:50%, a u 21% slučajeva se procjenjuje da je vjerojatnost prijateljskog preuzimanja u narednih pet godina niska. Ispitanici iz ukupno 29% poduzeća su procijenili da postoji vjerojatnost prijateljskog preuzimanja poduzeća. Ispitanici iz 10% poduzeća smatraju da je vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja njihova poduzeća niska, a 6% ih smatra da je ta vjerojatnost 50%:50%. Ukupan broj poduzeća za koje se smatra da postoji vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja (niska ili srednja) je 16%.

Stav ispitanika o uspješnosti pojedinih strategija obrane od neprijateljskog preuzimanja prikazan je grafikonom 13 u kojem je navedeno koji bi se udio poduzeća odlučio na strategiju obrane otrovna pilula, krunski dragulji, bijeli vitez i „pacman“ obrana.

Grafikon 13. Stav ispitanika o uspješnosti pojedinih strategija obrane od neprijateljskog preuzimanja

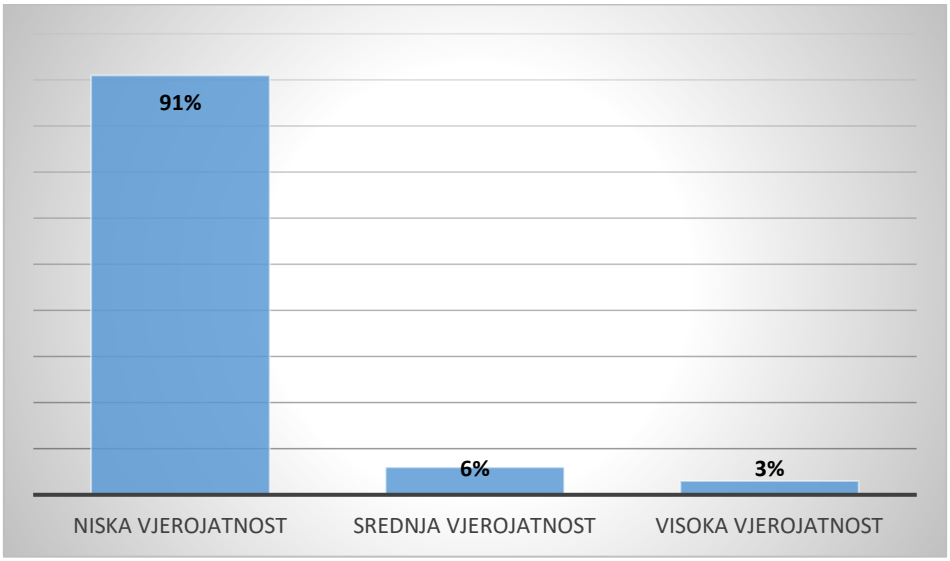


Izvor: rezultati istraživanja

Stav najvećeg broja ispitanika (76%) je da je strategija *bijelog viteza* u kojoj se poduzeće oslanja na kupnju od strane prijateljskog poduzeća najuspješnija i najmanje rizična u borbi protiv eventualnog neprijateljskog preuzimanja. Otrovnu pilulu smatra uspješnom 13% ispitanika jer se njome riskira položaj dioničara. Strategija *pacman* obrane zahtijeva iznimna financijska sredstva da bi se kupio značajan udio u vlasništvu poduzeća preuzimatelja te je zagovara 6% ispitanika, a za prodaju ključne imovine poduzeća kao *krunskih dragulja* je tek 5% ispitanika zbog činjenice da se time ugrožava resursna osnovica dugoročne konkurentnosti poduzeća.

U narednim pitanjima je analiziran stav ispitanika o čimbenicima koji utječu na vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja na hrvatskom tržištu. Analizirana su ukupno dva čimbenika, i to vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja s obzirom na razvijenost tržišta kapitala (grafikon 14) te vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja s obzirom na to u kojoj mjeri poduzeće ovisi o financiranju putem tržišta kapitala (grafikon 15).

Grafikon 14. Stav ispitanika o vjerojatnosti neprijateljskog preuzimanja s obzirom na razvijenost tržišta kapitala u RH

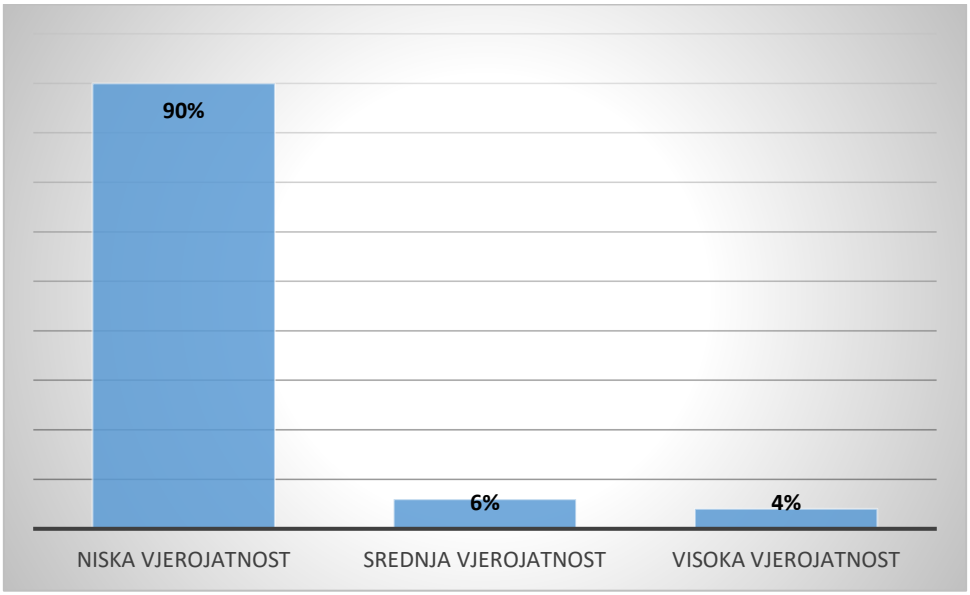


Izvor: rezultati istraživanja

Čak 91% ispitanika je stava da stupanj razvijenosti tržišta kapitala i njegova marginalna uloga u financiranju razlog zbog kojeg je vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja niska. Ukupno 6% ispitanika smatra kako je ova vjerojatnost na srednjoj razini, a 3% smatra da je razvijenost tržišta kapitala koji bi mogao utjecati na visoku vjerojatnost neprijateljskih preuzimanja.

Stupanj do kojeg poduzeće ovisi o financiranju na tržištu kapitala također utječe na procjenu vjerojatnosti neprijateljskih preuzimanja (grafikon 15).

Grafikon 15. Stav ispitanika o vjerojatnosti neprijateljskog preuzimanja s obzirom na to u kojoj mjeri poduzeće ovisi o financiranju putem tržišta kapitala



Izvor: rezultati istraživanja

Rezultati navedeni u grafikonu 15 se podudaraju s rezultatima iz prethodnog grafikona. Za 90% ispitanika je vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja niska s obzirom na ovisnost poduzeća o financiranju putem tržišta kapitala. Za 6% ispitanika je vjerojatnost neprijateljskog preuzimanja s obzirom na ovisnost poduzeća o financiranju putem tržišta kapitala na srednjoj razini, dok 4% ispitanika tu vjerojatnost ocjenjuje visokom.

Rezime rezultata istraživanja pokazuje da je većina anketiranih poduzeća sudjelovala u integracijskim procesima na osnovu čega se može zaključiti da je ova strategija rasta i ekspanzije poduzeća prepoznata i u RH te slijedi trendove na globalnoj razini, posebice s obzirom na ograničene mogućnosti organskog rasta na tržištima obilježenima intenzivnom konkurencijom.

Rezultati ujedno jasno pokazuju da nisu sve vrste integracijskih procesa obilježene jednakim stupnjem uspješnosti. Najviša razina uspješnosti je zabilježena kod integracijskih procesa spajanja, a potom kod prijateljskih preuzimanja dok neprijateljska preuzimanja uspješno funkcioniraju u najmanjem broju slučajeva. Time se i empirijski potvrđuju teorijske spoznaje da rizici vezani uz precjenjivanje vrijednosti poduzeća i problem asimetričnosti informacija predstavlja vrlo realne rizike koje poduzeće preuzimatelj treba uzeti u obzir prilikom donošenja odluka o strategiji ekspanzije putem neprijateljskog preuzimanja.

Daljnji rezultati istraživanja koji su se odnosili na vjerojatnosti inicijacije integracijskih procesa od strane anketiranih poduzeća u dugoročnom razdoblju ukazuju na činjenicu da anketirana poduzeća u RH nisu sklona neprijateljskim preuzimanjima. Takav se stav može obrazložiti putem više čimbenika. Prvi čimbenik je svakako niska razina uspješnosti u provedbi neprijateljskih preuzimanja zbog odnosa nepovjerenja prema poduzeću preuzimatelju. Drugi čimbenici se odnose na stanje na tržištu kapitala koje u RH nema toliku ulogu u financiranju poduzeća u odnosu na poslovne banke i druge financijske institucije. U „bankocentričnim" ekonomijama u kakve spada ekonomija RH, poduzeća su znatno zaštićenija od neprijateljskog preuzimanja u odnosu na otvorene, anglosaksonske sustave korporativnog upravljanja. Dobiveni rezultati sukladni su s rezultatima Buterin, Škare i Buterin (2017) koji ističu da je stabilan rad institucija temelj razvijenosti tržišta kapitala i otvorenosti trgovine, a taj preduvjet nije ostvaren u RH u kojoj su investicijski fondovi kao najznačajniji igrači na tržištu kapitala zabilježili brzi trend rasta, ali i pad tijekom recesije (Olgić Draženović, Buterin i Prohaska, 2018).

Iz rezultata je vidljivo da ispitanici ne smatraju tržište kapitala u RH dovoljno razvijenim. U skladu s navedenim zaključcima je i procjena ispitanika o vjerojatnosti da će njihovo poduzeće biti metom neprijateljskog preuzimanja, a koja se generalno može ocijeniti niskom. Zanimljivo je uočiti da ispitanici ipak smatraju vjerojatnost da će njihovo poduzeće biti metom neprijateljskog preuzimanja većom od vjerojatnosti da će se sami naći u ulozi inicijatora neprijateljskih preuzimanja. Kada bi se neprijateljsko preuzimanje dogodilo, najveći broj ispitanika bi se odlučio na obranu primjenom strategije bijelog viteza jer su druge strategije neprijateljskog preuzimanja destruktivne i po samu resursnu osnovu poduzeća, odnosno snažno slabe osnovicu konkurentnosti poduzeća unutar sektora u kojem posluje.

U konačnici je nužno naglasiti da veličina uzorka u istraživanju predstavlja ograničavajući čimbenik. S obzirom da je uzorak malen i prigodan, dobiveni rezultati istraživanja nisu prikladni za generalizaciju.

6. ZAKLJUČAK

Spajanja, pripajanja i preuzimanja predstavljaju pojave koje u zadnjih stotinu godina bude pažnju profesionalnih ekonomista, poduzetnika, najšire javnosti te zakonodavnih i kontrolnih organa u privredama brojnih zemalja. Temeljem navedenog trenda i relativne nepoznatosti ovih pojmova u hrvatskim menadžerskim krugovima, može se ukazati na potrebu istraživanja proučavane teme.

Pripajanjem ili spajanjem društva se ujedinjuju u jedno društvo, na način da se spaja imovina svih društava obuhvaćenih pripajanjem ili spajanjem i da nakon provedenog postupka postoji samo jedno društvo. U najširem smislu preuzimanje poduzeća označava svako stjecanje druge tvrtke ili značajnijeg udjela u vlasničkoj glavnici druge tvrtke bez obzira na to je li to stjecanje ostvareno kupnjom imovine ili vlasničkog udjela preuzete tvrtke ili pak udruživanjem vlasničkih interesa. Motivi mogu biti: vrijednost sinergije, rast, tržišna koncentracija, stjecanje novih i jedinstvenih kompetentnosti, diversifikacija, korist za menadžere, porezne prednosti, skrivena vrijednost, internacionalizacija poslovanja. Ako uprava preporuči prihvaćanje ponude za preuzimanje, smatra se da je ponuda prijateljska; ako uprava službeno odbije ponudu, preuzimanje se smatra neprijateljskim. Proces neprijateljskog preuzimanja se osobito razvija pod utjecajem globalizacije i liberalizacije tržišta te su valovi preuzimanja istovjetni poslovnim ciklusima ekspanzije. U cilju stjecanja stabilnog tržišnog položaja na globalnom tržištu, ukupan broj i vrijednost integracijskih procesa se povećava. Poduzeća preuzimatelji trebaju detaljno planirati proces neprijateljskog preuzimanja u skladu s vlastitim strateškim razvojnim ciljevima, posebice imajući na umu opasnost koja proizlazi iz potencijalnog preplaćivanja vrijednosti poduzeća. Strategije kojima se preuzimatelj koristi prilikom preuzimanja su „medvjeđi zagrljaj“ ili financijski izdašna ponuda po cijeni koja je viša od tržišne cijene dionice te je uprava suočena s potrebom zaštite interesa dioničara i mogućom tužbom od strane dioničara. Borbe na skupštini dioničara drugi su način za pokušaj provedbe strategije neprijateljskog preuzimanja, a krajnja mjera je upućivanje neprijateljske javne ponude poduzeću meti.

Kod neprijateljskog preuzimanja postoji velika mogućnost da će se ciljna kompanija nastojati obraniti, pri čemu uprava i menadžment poduzeća mete imaju na raspolaganju određene strategije kojima se mogu obraniti od neželjenog preuzimanja, pri čemu su u radu obrađene sljedeće:

1. Strategija obrane od neprijateljskog preuzimanja u kojoj ciljna kompanija nastoji svoje dionice učiniti što manje atraktivnima potencijalnom preuzimatelju nosi naziv *Poison Pill*. Ovom metodom ciljno društvo daje pravo dioničarima na kupnju dionica po nižoj cijeni od tržišne i na taj način ih obezvrjeđuje kako bi se povećali troškovi preuzimatelja.
2. Prodaja vrijedne imovine ili kraljevskih dragulja (*crown jewels)* strategija je kojom se ciljno poduzeće može obraniti od preuzimanja. Naime, prodajom imovine poduzeće postaje manje atraktivno za preuzimanje.
3. Bit *Pacman Defense* 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.
4. Uprava ciljno poduzeća, kada dobije ponudu za preuzimanjem koju ne želi prihvatiti, može tražiti „viteza“, odnosno prijateljsku tvrtku (*White Knight*) koja će ponuditi veću cijenu za njihove dionice od sadašnjeg ponuditelja ili će dopustiti upravi nastavljanje trenutne strategije. U odnosu na ostale strategije, ova se najčešće primjenjuje i veoma je učinkovita.

Rezultati provedenog primarnog istraživanja dobiveni su na relativno malenom uzorku dioničkih društava te nisu prikladni za generalizaciju, ali pokazuju da su spajanja najučestaliji i najprihvaćeniji oblik integracijskih procesa od strane hrvatskih dioničkih društava. To je ujedno i integracijski proces s kojim su poduzeća u uzorku imala najviši stupanj uspjeha. Udio neprijateljskih preuzimanja je najmanji i najneuspješniji, što se može pripisati činjenici da neprijateljska preuzimanja predstavljaju velik rizik vezano uz preplaćivanje poduzeća mete, ali i rizik razaranja vrijednosti poduzeća mete. Kao ključni čimbenici koji utječu na stavove ispitanika o niskoj vrijednosti neprijateljskih preuzimanja poduzeća, ističu se stupanj (ne)razvijenosti tržišta kapitala kao i niska razina ovisnosti korporacija o financiranju na tržištu kapitala jer je korporativni sustav u RH i dalje bankocentričan.

LITERATURA

Knjige i članci

1. Allen, J., Clark, R., Houde, J. F. (2019). Search frictions and market power in negotiated-price markets. *Journal of Political Economy*, *127*(4).
2. Ayash, B. (2020). The origin, ownership and use of cash flows in leveraged buyouts. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *77*.
3. Betton, S., Eckbo, B. E., Thorburn, K. S. (2008). Corporate takeovers. *Handbook of empirical corporate finance.*
4. Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R. W., Jarrel, G., Summers, L. (1990). Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization. *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*.
5. Boone, A. L., Mulherin, J. H. (2008). Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market. *Journal of Financial Economics*, *89*(1).
6. Boras, I., Buterin, V., Buterin, D. (2002). Znanje u funkciji dinamičkog razvoja gospodarstva (s osvrtom na stanje u Primorsko- goranskoj županiji) / Znanje – temeljni ekonomski resurs / Sundać, D. (ur.), Rijeka: Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, 189-198.
7. Buterin, D., Blečić, M. (2013). Učinci izravnih stranih ulaganja u Hrvatsku. Zbornik Veleučilišta u Rijeci, 1(1).
8. Buterin, V., Škare M., Buterin D. (2017). *Macroeconomic model of institutional reforms' influence on economic growth of the new EU members and the Republic of Croatia*, Economic Research - Ekonomska Istraživanja, 30:1, 1572-1593, DOI: 10.1080/1331677X.2017.1355260
9. Cao, C., Chen, Z., Griffin, J. M. (2005). Informational content of option volume prior to takeovers. *The Journal of Business*, *78*(3).
10. Church, J. R., Ware, R. (2000). *Industrial organization: a strategic approach*. Homewood, IL.: Irwin McGraw Hill.
11. Davis, G. F., Diekmann, K. A., Tinsley, C. H. (1994). The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form. *American sociological review*.

12. DePamphilis, D. (2010). *Mergers and acquisitions basics: all you need to know*. Academic Press.
13. Dobbin, F., Dowd, T. J. (2000). The market that antitrust built: Public policy, private coercion, and railroad acquisitions, 1825 to 1922. *American Sociological Review*.
14. Elia, S. (2019). The impact of industry 4.0 on corporate strategies: digital transformation and continuous innovation.
15. Filipović, D., (2011) Integracijski procesi. U: Galetić, L. (ur.) *Organizacija velikih poduzeća.* Zagreb: Sinergija.
16. Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.
17. Giurca Vasilescu, L. (2010). Financing gap for SMEs and the mezzanine capital. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, *23*(3).
18. Gotal, M. (2013). Pregled odabranih pristupa vodstvu i njihova primjena u suvremenim organizacijama. *Tehnički glasnik*, *7*(4).
19. Hackbarth, D., Miao, J. (2012). The dynamics of mergers and acquisitions in oligopolistic industries. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *36*(4).
20. Henriques, D. B. (2001). *The White Sharks of Wall Street: Thomas Mellon Evans and the Original Corporate Raiders*. Simon and Schuster.
21. Holmstrom, B., Kaplan, S. N. (2001). Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, *15*(2).
22. Huang, J., Jain, B. A., Torna, G. (2018). Anticipating loss from proxy contests. *Journal of Business Research*.
23. Juričić, D. (2008). Ekonomija javno–privatnog partnerstva. *Ekonomski pregled*, *59*(7-8)
24. Kaplan, S. N., Stromberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of economic perspectives*, *23*(1)
25. Kemal, M., Shahid, S. (2012). Mergers, acquisitions and downsizing: Evidence from a financial sector. *Global Business and Management Research*, *4*(1)
26. Kolaković, M. (2013). Uloga i značaj strateškog poduzetništva u suvremenoj ekonomiji. *International Journal of Management Cases*, *15*(1)

27. Krajnović, A., Gospić, P., Sikirić, D. (2017). Strateški utjecaj alata digitalnog marketinga i CRM u turizmu'. *Hrvatska udruga za digitalni i interaktivni marketing-Croatian Direct Marketing Association*.
28. Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006). Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi. *Ekonomski pregled, 57*(1-2).
29. Lazonick, W. (2014). Profits without prosperity. *Harvard Business Review*, *92*(9).
30. Martynova, M. V., Renneboog, L. (2005). *Takeover waves: triggers, performance and motives*. Tilburg University.
31. Martynova, M., Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, *32*(10)
32. Novak, B. (2000.) Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava, *Ekonomski vjesnik* 13, 1 / 2.
33. Olgić Draženović, B., Buterin, V., Prohaska, Z. (2018). Uspon i pad investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. Zbornik radova: 6. međunarodni simpozij" Savremene finansije i računovodstvo u kontekstu reformskih procesa u Bosni i Hercegovini"
34. Olgić Draženović, B., Buterin, V., Buterin, D. (2018a). Strukturne reforme zemalja CEE-a u tranzicijskom razdoblju–pouke i zaključci. Zbornik Veleučilišta u Rijeci, 6(1).
35. Panda, B., Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, *10*(1).
36. Rašić Jelavić, S., Brkić, I. (2016). Analiza cementne industrije u Hrvatskoj primjenom Porterova modela pet konkurentskih sila. *Poslovna izvrsnost*, *10*(1).
37. Ribić, D. (2011). Procjena kreditnog rizika. *Praktični menadžment: stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta*, *2*(1).
38. Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*.
39. Rupčić, N. (2003). Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu. *Ekonomska istraživanja*, *16*(2).
40. Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?. *The Journal of Finance*, *55*(6).
41. Sharma, D., Khatri, A., Mathur, Y. B. (2014). Backward integration of supply chain management: A case study. *International Journal of Emerging Technology and Advanced Engineering*, *4*(5).
42. Sisek, B., Strahonja, M. (2012). Stakeholderski pristup poduzeću. *Poslovna izvrsnost*, *6*(1).

43. Spiegel, Y. (2013). *Backward integration, forward integration, and vertical foreclosure*. Centre for Economic Policy Research.
44. Sudarsanam, S. , (2005) *Creating Value from Mergers and Acquisitions*. Prentice Hall International Limited, London.
45. Štefulić, P., Radman Peša, A. (2012). Kompenzacije menadžera kao jedan od uzroka suvremene financijske krize. *Oeconomica Jadertina*, *2*(2).
46. Vinšalek Stipić, V. (2020). Korporativno upravljanje i ekonomija trećeg puta. *Obrazovanje za poduzetništvo-E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo*, *10*(1).
47. Vouk, R. (2005). Uloga menadžmenta opskrbnog lanca u povećanju konkurentnosti poduzeća. *Ekonomski pregled, 56*(11).
48. Wang, C., Xie, F. (2009). Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions. *The Review of Financial Studies*, *22*(2).
49. Webber, R. (2012). Digital wars: Apple, Google, Microsoft and the battle for the internet. *Journal of Direct, Data and Digital Marketing Practice*, *14*(1).
50. Whittaker, D. H., Hayakawa, M. (2007). Contesting "corporate value" through takeover bids in Japan. *Corporate Governance: An International Review*, *15*(1).

Zakoni

51. Zakon o trgovačkim društvima (2019.) NN 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, 40/19

Internetske stranice

1. Ban, J. (2017.) *Preuzimanje kompanija putem burzi vrijednosnica i obrane od neprijateljskog preuzimanja*, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split, https://zir.nsk.hr/islandora/object/efst%3A1101 (pogledano: 3.12.2020.)
2. Corporate Finance Institut, *Bear Hug*, https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/bear-hug/ (pogledano: 8.12.2020.)

3. Curnić, M. (2020.) *Poslovna preuzimanja u Hrvatskoj*, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split, https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A1530/datastream/PDF/view (pogledano: 3.12.2020.)
4. Emmerich, A. O., Norwitz, T. S. (2021). M&A Lessons from the COVID Crisis. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3805889, 08.06.2021.
5. Financijski rječnik (2018.) *Poison pill*, https://hr.mfginvest.com/poison-pill (pogledano: 3.12.2020.)
6. Hayes, A. (2019) *White Knight*, Investopedia, https://www.investopedia.com/terms/w/whiteknight.asp (7.12.2020.)
7. Hayes, A. (2019.) *Crown Jewels*, *Investopedia*, https://www.investopedia.com/terms/c/crownjewels.asp (preuzeto: 4.12.2020.)
8. Spajić, S. (2019.) *Spajanja i pripajanja poduzeća u putničkom zračnom prometu*, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split, https://zir.nsk.hr/islandora/object/efst%3A3093 (pogledano: 5.12.2020.)
9. WallStreetMojo, *PAC MAN Defense*, *What is the PAC MAN Defense?*, https://www.wallstreetmojo.com/pac-man-defense/ (pogledano: 4.12.2020.)

POPIS SLIKA

Slika 1. Porterov model pet konkurentskih sila 6

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Ukupan broj spajanja, pripajanja i preuzimanja od 1985.-2020. godine 17

Grafikon 2. Ukupna vrijednost spajanja, pripajanja i preuzimanja na globalnoj razini od 1985.-2019. godine 18

Grafikon 3. Udjeli transakcija u ukupnom broju spajanja, pripajanja i preuzimanja u odabranim regijama svijeta 19

Grafikon 4. Udjeli u ukupnoj vrijednosti spajanja, pripajanja i preuzimanja u pojedinim regijama svijeta 20

Grafikon 5. Prosječna vrijednost po transakciji u pojedinim regijama svijeta 21

Grafikon 6. Struktura ispitanika prema poziciji u organizacijskoj strukturi poduzeća 45

Grafikon 7. Životni vijek poslovanja poduzeća 46

Grafikon 8. Sektorska struktura poduzeća 47

Grafikon 9. Udio poduzeća koji je u dosadašnjem poslovanju koristio integracijske procese 48

Grafikon 10. Vrste integracijskih procesa u poduzećima obuhvaćenim istraživanjem s obzirom na kriterij uspješnosti integracije 49

Grafikon 11. Vjerojatnost inicijacije integracijskog procesa od strane anketiranog poduzeća u narednih 5 godina 50

Grafikon 12. Vjerojatnost da će poduzeće biti cilj integracijskih procesa u narednih pet godina 51

Grafikon 13. Stav ispitanika o uspješnosti pojedinih strategija obrane od neprijateljskog preuzimanja 52

Grafikon 14. Stav ispitanika o vjerojatnosti neprijateljskog preuzimanja s obzirom na razvijenost tržišta kapitala u RH 53

Grafikon 15. Stav ispitanika o vjerojatnosti neprijateljskog preuzimanja s obzirom na to u kojoj mjeri poduzeće ovisi o financiranju putem tržišta kapitala 54