

# Hrvatske akvizicije u inozemstvu kao oblik izravnih ulaganja

---

**Bihar, Srećko**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2016**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University North / Sveučilište Sjever**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:214182>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-12-31**

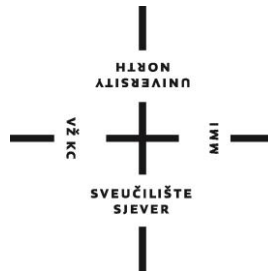


*Repository / Repozitorij:*

[University North Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**



DIPLOMSKI RAD br. 91/PE/2016

**HRVATSKE AKVIZICIJE U INOZEMSTVU**  
**KAO**  
**OBLIK IZRAVNIH ULGANJA**

Srećko Bihar

Varaždin, ožujak 2016.



**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**  
**Studij Poslovne ekonomije**



DIPLOMSKI RAD br. 91/PE/2016

**HRVATSKE AKVIZICIJE U INOZEMSTVU**  
**KAO**  
**OBLIK IZRAVNIH ULAGANJA**

Student:  
Srećko Bihar, 0162/336D

Mentor:  
doc. dr. sc. Ante Rončević

Varaždin, ožujak 2016.

# Prijava diplomskog rada

studenta IV. semestra diplomskog studija  
Poslovna ekonomija

IME I PREZIME STUDENTA	Srećko Bihar	MATIČNI BROJ	0162/336D
NASLOV RADA	Hrvatske akvizicije u inozemstvu kao oblik izravnih ulaganja		
NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU	Croatian acquisitions abroad as a form of direct investment		
KOLEGIJ	Međunarodni marketing		
MENTOR	doc. dr. sc. Ante Rončević		
ČLANOVI POVJERENSTVA	1. prof. dr. sc. Tanja Kesić		
	2. doc. dr. sc. Anica Hunjet		
	3. doc.dr.sc. Ante Rončević		

VŽKC

MMT

## Zadatak diplomskog rada

BROJ	91/PE/2016
OPIS	

Internacionalizacija poslovnih aktivnosti uvjet je opstanka sve većeg broja suvremenih poduzeća bez obzira na njihovu osnovnu djelatnost ili zemlju porijekla. Izravna strana ulaganja su najsloženiji oblik i strategija izlaska na međunarodno tržište. Međutim, brojni su rizici izlaska na međunarodno tržište.

U radu je potrebno:

- definirati pojam i vrste stranih ulaganja,
- prikazati različite oblike izravnih stranih ulaganja,
- prikazati i objasniti stjecanja i spajanja poduzeća (akvizicije) kao oblik izravnih stranih ulaganja,
- analizirati i prikazati faze akvizicijskog procesa,
- analizirati akvizicijske motive i sinergijske učinke,
- istražiti oblike financiranja akvizicijskih procesa,
- razvrstati i prikazati kriterije mjerenja i ocjene uspješnosti akvizicija, te
- na odabranim slučajevima hrvatskih poduzeća istražiti domaću praksu.

U VARAŽDINU, DANA

15.03.2016



DIR 01 PE

## Sažetak

Internacionalizacija poslovnih aktivnosti uvjet je opstanka sve većeg broja suvremenih kompanija bez obzira na njihovu osnovnu djelatnost ili zemlju porijekla. Izravna strana ulaganja su jedna od mnogobrojnih strategija izlaska na međunarodno tržište, a ujedno i najsloženija strategija. Menadžment ne bi trebao tu strategiju primjenjivati kao inicijalnu, nego bi sa stranim ulaganjem trebalo nastupiti tek kad poduzeće upozna strano tržište i stekne određeno iskustvo primjenom jednostavnih strategija. Izravna strana ulaganja prema cilju dijelimo na greenfield ulaganja, kada poduzeće na stranom tržištu stvara nove proizvodne kapacitete i brownfiel ulaganja, kada preuzima ili se spaja sa već postojećim kapacitetima. Prema motivu razlikujemo tržišno orijentirano ulaganje, resursno orijentirano ulaganje, ulaganje orijentirano ka povećanju učinkovitosti i strateški motivirana ulaganja. Akvizicije na stranom tržištu su kada poduzeće u inozemstvu kupi više od 10 posto vrijednosti postojećeg poduzeća. Akvizicijski proces dijeli se u nekoliko faza koje se dijele na faze prije akvizicije i faze nakon akvizicije. Cilj svake akvizicije je ostvariti neki zadani pozitivan rezultat za preuzimatelja koji se mjeri u fazama nakon akvizicije i koji je pokazatelj da li je akvizicijski proces bio ili ne uspješan. Hrvatska poduzeća također koriste strategije spajanja i preuzimanja za nastup na stranom tržištu. U ovom radu obrađeni su neki od tih slučajeva, te su istraženi načini na koji je provođena akvizicija i uspješnost akvizicije.

**Ključne riječi:** *izravna strana ulaganja, akvizicija, spajanje i preuzimanje, preuzimatelj, poduzeće meta*

## **Abstract**

Internationalization of business activities is a precondition for the survival of modern enterprises regardless of their core business or country of origin. Foreign direct investment is one of the many strategies of internationalization of business, but also the most complex strategies. Management should implement this strategy as an initial, but to which foreign investment should occur only when the company meets foreign markets and gain some experience by using simple strategies. Foreign direct investment toward the goal we share the greenfield investments, when the company in foreign markets creates new productive capacity and brownfield investments, when taken over or merged with existing capacities. According motive distinguish market-oriented investment, resource-oriented investment, investment oriented towards increasing efficiency and strategically motivated investments. Acquisitions in foreign markets when the company abroad buy more than 10 percent of the value of the existing companies. Acquisition process is divided into several stages, which are divided into phases prior to the acquisition and phase following the acquisition. The goal of each acquisition is to achieve a positive result given the takeover, which is measured in stages following the acquisition, and that is an indication that the acquisition process was or was not successful. Croatian companies are also using the strategy of mergers and acquisitions for a performance in a foreign market. This paper deals with some of these cases, and they explored the ways in which it is carried out acquisitions and acquisition performance.

*Keywords: foreign direct investment, acquisition, merger and acquisition, the acquirer, the company target*

## SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
1.1. Definiranje predmeta istraživanja .....	1
1.2. Postavljanje hipoteza i metode istraživanja .....	2
1.3. Sadržaj rada .....	4
2. STRATEGIJE IZLASKA NA STRANA TRŽIŠTA - IZRAVNA STRANA ULAGANJA .....	6
2.1. Pojam i vrste stranih ulaganja .....	6
2.1.1. Izravna strana ulaganja .....	6
2.1.2. Portfolio strana ulaganja .....	9
2.1.3. Ostala strana ulaganja .....	11
2.2. Oblici izravnih stranih ulaganja .....	12
2.2.1. Prema motivu ulaganja .....	13
2.2.2. Horizontalna i vertikalna ulaganja .....	15
2.3. Ostali načini – strategije izlaska na međunarodno tržište .....	19
2.3.1. Čimbenici odabira načina izlaska na međunarodno tržište .....	22
3. AKVIZICIJE KAO OBLIK IZRAVNIH STRANIH ULAGANJA .....	23
3.1. Oblici međunarodnih akvizicija .....	26
3.2. Faze akvizicijskog procesa .....	32
3.2.1. Akvizicijski plan .....	35
3.2.2. Dubinsko snimanje (due diligence) .....	36
3.3. Financiranje akvizicija .....	39
3.4. Motivi preuzimatelja .....	42
3.5. Stvaranje sinergije u akvizicijama .....	45
3.6. Uspješnost akvizicija .....	49
3.6.1. Uspješnost temeljem kretanja cijena dionica .....	49
3.6.2. Uspješnost temeljem računovodstvenih podataka .....	50
3.6.3. Uspješnost temeljem dodane vrijednosti .....	51
4. ANALIZA: USPJEŠNOST MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA HRVATSKIH PODUZEĆA .....	53
4.1. Anketni upitnik korišten u istraživanju .....	54



4.2. Uzorak odabranih poduzeća .....	60
4.3. Način provođenja preuzimanja .....	62
4.4. Uspješnost preuzimanja .....	70
5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA .....	74
6. LITERATURA .....	77
POPIS DODATAKA	
POPIS SLIKA I TABLICA	

## **POPIS KRATICA:**

1. BDP – bruto domaći proizvod
2. FDI (*foreign direct investment*) – izravna strana ulaganja
3. JET – Jedinstveno Europsko Tržište
4. M & A (*mergers and acquisitions*) – spajanja i preuzimanja
5. MBO (*management buyout*) – preuzimanje od strane menadžera
6. EBO (*employee buyout*) – preuzimanje od strane zaposlenika
7. ESOP (*employee share ownership plane*) – program zajedničkog dioničarstva
8. EBRD (*European Bank for Reconstruction and Development*) – Europska banka za obnovu i razvoj
9. SKDD – Središnje klirinško depozitno društvo
10. CAGR (*compound annual growth rate*) – prosječna godišnja stopa rasta



## **1. UVOD**

### **1.1. Definiranje predmeta istraživanja**

Predmet istraživanja ovog diplomskog rada su akvizicije ili preuzimanja odabranih hrvatskih poduzeća u inozemstvu zadnjih nekoliko godina koja su u vrijeme izvršenja posla bila i od javnosti malo bolje popraćena zbog veličine i vrijednosti posla do samog značaja koji ta poduzeća ili kompanije imaju u hrvatskom gospodarstvu i hrvatskim okvirima. U ovom radu preuzimanja ili akvizicije objašnjene su kroz područje izravnih stranih uulaganja kao okvira u koji pripadaju, kao jedan od mogućih načina izlaska na međunarodno tržište. Sam proces preuzimanja počinje puno prije od trenutka same kupnje ili spajanja, sa odabirom akvizicije, te kroz faze akvizicijskog procesa domjerenja i praćenja rezultata akvizicije.

Spajanja i preuzimanja poduzeća na međunarodnom tržištu kao dio izravnih stranih ulaganja predmet su istraživanja brojnih znanstvenika i konzultanata. U tim istraživanjima oni se dotiču utjecaja spajanja i preuzimanja na povećanje ili smanjenje bogatstva dioničara, motiva za spajanja i preuzimanja, realizacije planiranih sinergija, povećanja operativne učinkovitosti preuzetoga poduzeća, razloga zbog kojih preuzimanja i spajanja ne ostvaruju očekivane koristi, utjecaja spajanja i preuzimanja na društvo i dr.

Porast međunarodne razmjene, povećanje ekonomske, kulturne i političke međuovisnosti pojedinih zemalja, porast konkurencije, neka su od osnovnih obilježja globalne ekonomije. Internacionalizacija poslovanja postaje uvjetom opstanka poduzeća bez obzira na veličinu i zemlju porijekla. Međutim, poradi promjena čimbenika međunarodnog poslovanja, klasični oblici poslovnih odnosa više ne odgovaraju novonastalim prilikama. Na ovu dinamiku tržišnih odnosa i povećane nesigurnosti suvremena poduzeća reaguju ulazeći u

kooperativne veze s drugim poduzećima, tvoreći tako međunarodne strateške mreže čvršće ili slabije povezanih poduzeća<sup>1</sup>.

Hrvatska je u svjetskim okvirima mala zemlja sa malim tržištem te je za njezin gospodarski razvoj potreban što veći stupanj otvorenosti gospodarstva. Samim time, i hrvatskim gospodarstvenicima je bitno da poznaju sve načine internacionalizacije poslovanja, posebno da prepoznaju važnost spajanja i preuzimanja kao jednog od oblika nasupa na međunarodnom tržištu. Odgovore na pitanja koliko su do sada bila uspješna u tome dobivena su anketnim istraživanjem tj. upitnikom poslanim poslanim odabranim hrvatskim poduzećima. Prije samih rezultata istraživanja pojašnjena je teoretska pozadina spajanja i preuzimanja kao oblika izravnih stranih ulaganja.

## **1.2. Postavljanje hipoteza i metoda istraživanja**

Hipoteze koje će se u ovom radu pokušati dokazati ili odbaciti su:

*H1 – Dobri ekonomski pokazatelji (BDP, inflacija, nezaposlenost, veličina tržišta) države presudno utječu na odluku o izravnim stranim ulaganjima tj. za preuzimanja u toj državi.*

*H2 – Uspješna preuzimanja su ona u kojima ne dolazi do negativnih reakcija niti iz poduzeća koje se preuzima niti iz okoline tog poduzeća.*

*H3 – Rezultat svakog uspješnog preuzimanja je i stvaranje sinergijskih efekata jer to je i glavni cilj i motiv samog preuzimanja.*

*H4 – Hrvatska poduzeća kao preuzimatelji se uglavnom pojavljuju u državama u okruženju kao strateški preuzimatelji sa tržišno orijentiranim ulaganjima.*

---

<sup>1</sup> T. Lazibat, M. Kolaković (2004.) *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Zagreb, Sinergija nakladništvo

U okviru istraživanja i dokazivanje ili odbacivanje postavljenih hipoteza korištene su odgovarajuće metode. Glavne metode su *anketni upitnik* kao primarni oblik dobivanja informacija za traženi problem istraživanja i *desk metoda* kao sekundarni. Desk metoda ili istraživanje za stolom koristi se jer istraživački zadatak zahtijeva proučavanje, razumijevanje, analizu i sintezu teorijskih radova i primijenjenih istraživanja. Anketni upitnik je tehničko sredstvo, instrument za prikupljanje podataka, a sastoji se od niza pitanja u našem slučaju za preuzimanja poduzeća u inozemstvu. Uzorak koji je odabran i kojima je poslan upitnik predstavlja namjerni kvotni uzorak<sup>2</sup>, što znači da je uzorak unaprijed izabran s obzirom na predmet istraživanja. Problem anketnog upitnika da li osoba koja ga je ispunjavala raspolaže sa svim informacijama koja se traže i da li ga je točno popunila.

Ostale metode koje će se koristiti su<sup>3</sup>: *komparativna metoda* koja se odnosi na usporedbu istih ili srodnih činjenica, pojava, procesa i odnosa, i utvrđivanju sličnosti i razlika među njima. Zatim, *povijesna metoda* koja omogućuje egzaktno saznavanje o događajima u prošlosti na temelju različitih materijala uzimajući u obzir kronologiju i uzročno-posljedične veze. *Induktivna metoda* podrazumijeva donošenje zaključka o općem sudu, na temelju pojedinačnih činjenica, *deduktivna metoda* predstavlja izvođenje pojedinačnih sudova iz općih činjenica, *metoda analize* dijeli složene zaključke na jednostavnije elemente, *metoda sinteze* predstavlja spajanje jednostavnih elementa u jedinstvenu cjelinu i *deskripcija* koja predstavlja jednostavno opisivanje činjenica. Ovim metodama objasniti će se postavljene hipoteze u zaključnim razmatranjima sa kojima će se dobiti jedna zaokružena slika o jednoj vrsti izlaska hrvatskih poduzeća na međunarodno tržište.

---

<sup>2</sup> Ž. Kondić (2012.) *Statistička kontrola kvalitete*, Veleučilište u Varaždinu

<sup>3</sup> Ivana Jelavić (2011.) *Analiza izravnih stranih investicija u Republici Hrvatskoj i usporedba s odabranim tranzicijskim zemljama*, dostupno na [www.scribd.com](http://www.scribd.com)

### 1.3. Sadržaj rada

Ovaj rad koncipiran je u pet poglavlja uključujući i uvod i zaključak.

U *uvodu* se definira predmet istraživanja, postavljaju se hipoteze koje će se kroz rad pokušati dokazati ili ako se ne dokažu se odbacuju. Navedene se i metode i tehnike istraživanja.

*Drugo poglavlje* objašnjava pojam izravnih stranih ulaganja. Izravna ili direktna ulaganja kao širi pojam predstavljaju jednu od strategija ulaska na strana tržišta. Zbog toga, ovaj rad je zamišljen da započinje sa širim pojmom te se postepeno kroz poglavlja sužava do pojma preuzimanja ili akvizicije kao jednog od načina izravnih ulaganja. U ovom poglavlju su, dakle, objašnjene vrste stranih ulaganja i vrste izravnih stranih ulaganja. Ukratko su opisane i druge prethodno spomenute strategije izlaska na strana tržišta, kao i čimbenici koji utječu na odabir jedne ili više strategija.

*Treće poglavlje* se fokusira na spajanja i preuzimanja kao oblik izravnih stranih ulaganja. Rast poduzeća putem spajanja i preuzimanja pruža pristup novim tržištima i resursima i prema pisanju mnogih autora posato je najizraženiji oblik internacionalizacije poslovanja u današnje moderno doba. Ovo poglavlje pojašnjava oblike preuzimanja, motive za preuzimanje, načine i izvore financiranja. Svaki proces ima svoj duži ili kraći vremenski period, tako i proces preuzimanja ima svoj slijed tj. faze od odluke za akviziciju do post-akvizicijskih aktivnosti. Faze akvizicijskog procesa su također objašnjene u ovome poglavlju. Poglavlje završava onim najbitnijim u cijeloj priči oko ulaganja i preuzimanja, a to je rezultat i načine na koje možemo mjeriti koliko smo bili uspješni i ostvarili zacrtane ciljeve.

U *četvrtom poglavlju* se navode konkretni slučajevi preuzimanja odabranih hrvatskih poduzeća u inozemstvu. Svaki slučaj je obrađen temeljem dobivenih odgovora iz anketnog upitnika, koji je također dio ovog poglavlja, i

elektroničkih javno dostupnih podataka. Poduzeća koja su odabrana spadaju prema Zakonu o računovodstvu<sup>4</sup> u velika i srednja poduzeća, ostvarila su značajnija preuzimanja u inozemstvu proteklih nekoliko godina i većinom spadaju u prehrambenu industriju.

U *petom poglavlju* iznijet će se zaključna razmatranja u kojem će se izložiti sve bitne činjenice, spoznaje i stavovi dobivenih iz teoretskih i empirijskih istraživanja.

---

<sup>4</sup> Zakon o računovodstvu (2015.) *narodne-novine.nn.hr*



## 2. STRATEGIJE IZLASKA NA STRANA TRŽIŠTA - IZRAVNA STRANA ULAGANJA

### 2.1. Pojam i vrste stranih ulaganja

Prema Previšić, Ozretić Došen i Krupka<sup>5</sup> strana ulaganja su najsloženija strategija nastupa na stranim tržištima. Menadžment ne bi trebao primjenjivati tu strategiju kao inicijalnu, nego bi sa stranim ulaganjem trebalo nastupiti tek kada poduzeće upozna strano tržište i stekne određeno iskustvo primjenom jednostavnijih strategija. Pavlović<sup>6</sup> navodi da se strana ulaganja dijele na tri oblika: *direktna ili izravna strana ulaganja*, *portfolio strana ulaganja* i *ostala strana ulaganja*.

#### 2.1.1. Izravna strana ulaganja

Novčano ulaganje smatra se izravnim stranim ulaganjem (engl. *foreign direct investment – FDI*)<sup>7</sup>, ako investitor kupuje najmanje 10% dionica poduzeća u državi koja nije njegova rezidentna s namjerom da osigura trajni interes u tom poduzeću i ostvari znatan utjecaj na upravljanje njime. Ulaganje se može provoditi putem tri različita oblika:

- 1) Dionički kapital – investicija u kupnju dionica postojećeg poduzeća ili u osnivanje novoga;
- 2) Reinvestirana dobit – umjesto raspodjele dobiti putem dividende i njezina transfera u centralu, ona ostaje u inozemnom poduzeću;
- 3) Unutarkompanijski krediti – posuđivanje sredstava inozemnoj podružnici od strane matične kompanije.

Obilježja izravnih stranih ulaganja jest da ulagač svojom ulogom stječe<sup>8</sup>:

---

<sup>5</sup> J. Previšić, Đ. Ozretić Došen, Z. Krupka (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb

<sup>6</sup> Duško Pavlović (2008.) *Inozemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*, Golden marketing- tehnička knjiga, Zagreb

<sup>7</sup> Duško Pavlović (2008.) *Inozemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*, Golden marketing- tehnička knjiga, Zagreb

<sup>8</sup> J. Previšić, Đ. Ozretić Došen, Z. Krupka (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb

- Pravo vlasništva,
- Mogućnost upravljanja i
- Pravo kontrole poslovanja.

Kontrola i upravljanje su elementi koji određuju bit izravnih stranih ulaganja i na osnovi koji se ta ulaganja razgraničavaju od ostalih oblika dugoročnoga i kratkoročnog kretanja kapitala na međunarodnom tržištu, a prije sve od portfolio ulaganja.

Ostali elementi koji obilježavaju izravna strana ulaganja su:

- Neposredan utjecaj na poslovnu aktivnost poduzeća u inozemstvu,
- Poduzetnička djelatnost u inozemstvu,
- Postojanost udjela i poslovnog interesa.

Za izravna strana ulaganja nisu zainteresirana samo poduzeća kao nosioci i financijeri tih ulaganja već i same države, pogotovo države u razvoju i slabije ekonomski razvijene države. Bilas i Franc<sup>9</sup> navode motive za izravna strana ulaganja zemlje primatelja i utjecaje što ulaganja imaju na razvoj tih zemalja. Motivi se očituju kroz društvene koristi koje ulaganja ostvaruju, a ogledaju se u osiguravanju znatnih poreznih priljeva u državni proračun i lokalne proračune, transferu tehnologije, znanja i vještina i njihova prelijevanja, te u pozitivnom utjecaju istih na gospodarski rast, zaposlenost, vanjsku trgovinu, investicije i zaštitu okoliša u zemlji domaćinu. Međutim, postoje i društveni troškovi koje mogu prouzročiti strana izravna ulaganja kao što je smanjenje zaposlenosti zbog racionalizacije radne snage u preuzetom poduzeću, istiskivanje sa tržišta neuspješnih domaćih tvrtki, može doći do pogoršanja na tekućem računu platne bilance zemlje primatelja ukoliko poduzeća nastala inozemnim izravnim ulaganjima više uvoze nego izvoze, mogu se pojaviti distorzije na tržištu rada, odnosno smanjiti količina dobrih poslova a povećati količina loših. Protivnici inozemnih ulaganja često ističu bojazan od porasta utjecaja multinacionalnih kompanija na ekonomsku politiku i stabilnost zemlje.

---

<sup>9</sup> V. Bilas, S. Franc (2006.) *Uloga inozemnih izravnih ulaganja i načini poticanja*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

Prema Babić, Pufnik i Stučka<sup>10</sup> utjecaj inozemnih stranih ulaganja na domaće gospodarstvo može se razvrstati u četiri skupine: utjecaj na vanjsku trgovinu, utjecaj na gospodarski rast, utjecaj na zaposlenost i utjecaj na investicije.

*Utjecaj na vanjsku trgovinu* može se podijeliti na ulaganja koja supstituiraju vanjsku trgovinu, ulaganja koja potiču vanjsku trgovinu, ulaganja koja upotpunjuju vanjsku trgovinu i ulaganja koja skreću vanjsku trgovinu u zemlju primatelja. Supstitutivnost znači da inozemna izravna ulaganja zamjenjuju izvoz roba i usluga (tvrtke sele proizvodnju u druge zemlje iz različitih razloga) i stoga se može očekivati smanjenje izvoza. Vrijedi i obrnuto, mogu uvoz zamijeniti proizvodnjom na domaćem tržištu. Kod poticanja vanjske trgovine izlazni je FDI komplementaran izvozu robe i usluge pa se može očekivati povećanje izvoza. Ako, inozemna tvrtka ulaže kako bi osigurala popratnu proizvodnju u obliku raznih usluga povezanih s izvozom, riječ je o inozemnom izravnom ulaganju koje upotpunjuje vanjsku trgovinu. Inozemna izravna ulaganja koja potiču vanjsku trgovinu, odnose se na komplementarni izvoz, odnosno na proizvode ili pružanje logističke potpore za izvoz na treća tržišta. Na taj način dolazi i do skretanja vanjske trgovine kako bi se iskoristilo nepotpunjavanje uvoznih kvota ili drugih aranžmana vanjskotrgovinske politike u zemlji primatelju ili u trećim zemljama.

*Utjecaj na gospodarski rast* – inozemna izravna ulaganja nisu samo puki međunarodni transfer financijskoga kapitala već mogu uključivati i transfer moderne tehnologije i druge neopipljive imovine. Na taj način inozemna poduzeća mogu znatno utjecati na rast produktivnosti i dugoročni gospodarski rast u zemljama primateljima. Stoga se, izravna strana ulaganja smatraju jednim od osnovnih kanala kojim zemlje u razvoju dobivaju pristup modernim tehnologijama koje imaju važnu ulogu u objašnjavanju gospodarskog rasta. Razni istraživači ovoga utjecaja objašnjavaju da će izravna strana ulaganja utjecati na gospodarski rast samo onih zemalja koje su prešle određeni prag razvoja, da moraju imati određenu razinu ljudskoga

---

<sup>10</sup> A. Babić, A. Pufnik, T. Stučka (2001.) *Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

kapitala, da moraju imati djelotvornu birokraciju i političku stabilnost, da bi uspješno mogle apsorbirati i upotrijebiti stranu tehnologiju koja će im omogućiti brže stope rasta.

*Utjecaj na zaposlenost* – utjecaj stranih izravnih ulaganja na zaposlenost povezana je s utjecajem na vanjsku trgovinu, te ovisi o tome prevladava li komplementarnost ili supstitutivnost izravnih stranih ulaganja i izvoza, odnosno prevladava li supstitutivnost ili komplementarnost izravnih stranih ulaganja i uvoza. Ukoliko prevladava komplementarnost FDI i izvoza, tada će se zbog FDI povećati i izvoz, što će povećati domaću zaposlenost. Obrnuta je situacija kod supstitutivnosti FDI i izvoza, pri čemu zaposlenost u izvoznom sektoru ustupa mjesto zaposlenosti u FDI sektoru gospodarstva. Ukoliko pak prevladava supstitutivnost FDI i uvoza, također se može povećati zaposlenost jer poduzeće nastalo stranom investicijom može opskrbiti domaće tržište proizvodima koji su se prije uvozili.

*Utjecaj na investicije* – kako su investicije ključne za gospodarski rast i razvoj, vrlo je važno utvrditi uzorkuje li priljev stranih izravnih ulaganja povećanje ukupnih investicija u zemlji ili njihovo smanjivanje. Ako FDI ulaze u sektore u kojima već postoji konkurencija domaćih poduzeća, moguća je konkurentna borba čije su posljedice smanjivanje zaliha i odgoda investicija te izlazak nekih tvrtki iz sektora. To može smanjiti ukupne investicije u tom sektoru, pa tako i u cijelom gospodarstvu. Ako FDI ulaze u novi sektor, postoji velika mogućnost da se ukupne investicije povećaju.

### **2.1.2. Portfolio strana ulaganja**

Portfolio ili portfelj ulaganja su indirektna ulaganja koja se uglavnom pojavljuju kao ulaganja u obveznice i druge vrijednosne papire što ih izdaje strana država (tradicionalni oblici portfelja ulaganja). Netradicionalni oblici portfelja ulaganja pojavljuju se kao transfer kapitala i ulaganja sredstava u

inozemna poduzeća bez prava ulagača na upravljanje i kontrolu uloženi sredstava.

U prvom slučaju, kod tradicionalnih oblika portfelja ulaganja, većinom je riječ o ulaganjima u obveznice, bonove i ostale vrijednosne papire koje izdaju inozemne vlade, njeni organi ili druge institucije, pa čak i trgovačka društva, radi prikupljanja sredstava zajma na nekom međunarodnom tržištu kapitala. Ovakav oblik portfelja ulaganja bio je najvažniji oblik kretanja međunarodnog kapitala do velike krize tridesetih godina. Kad se ulaže u efekte raspisanog inozemnog zajma, portfolio ulaganja imaju obilježje dugoročnog međunarodnog zajma jer ovakvi efekti donose fiksnu kamatnu stopu i oni se uplaćuju po unaprijed utvrđenom planu.

Kad se portfolio ulaganja vrše u obliku transfera kapitala i ulaganja u inozemna poduzeća, postoji velika sličnost između ovih i direktnih ulaganja. U oba slučaja nema uvjeta vraćanja uloženi kapitala u određenom roku, a visina dobiti zavisi isključivo od poslovnog uspjeha. Međutim, za razliku od direktnih ulaganja, kod portfelja ulaganja nedostaje želja i mogućnost da se preko uloženi sredstava osigura utjecaj na poslovanje poduzeća<sup>11</sup>.

Portfolio ulagači imaju mnogo uže ciljeve od ciljeva pri direktnim ulaganjima i koriste se tradicionalnim poslovnim kanalima vezanima za navike i povjerenje publike koja obuhvaća mnogo širi krug ineteresenata nego pri izravnim ulaganjima, ali interesenata koji imaju manje poslovnih spoznaja i sposobnosti i kojima je važnija sigurnost uloga i stabilnost prihoda nego poslovni rizici. Stoga je jedno od važnih obilježja portfolia upravo tradicionalizam, zбо čega su ta ulaganja prihvaćenija na tradicionalnim tržištima za takva ulaganja<sup>12</sup>.

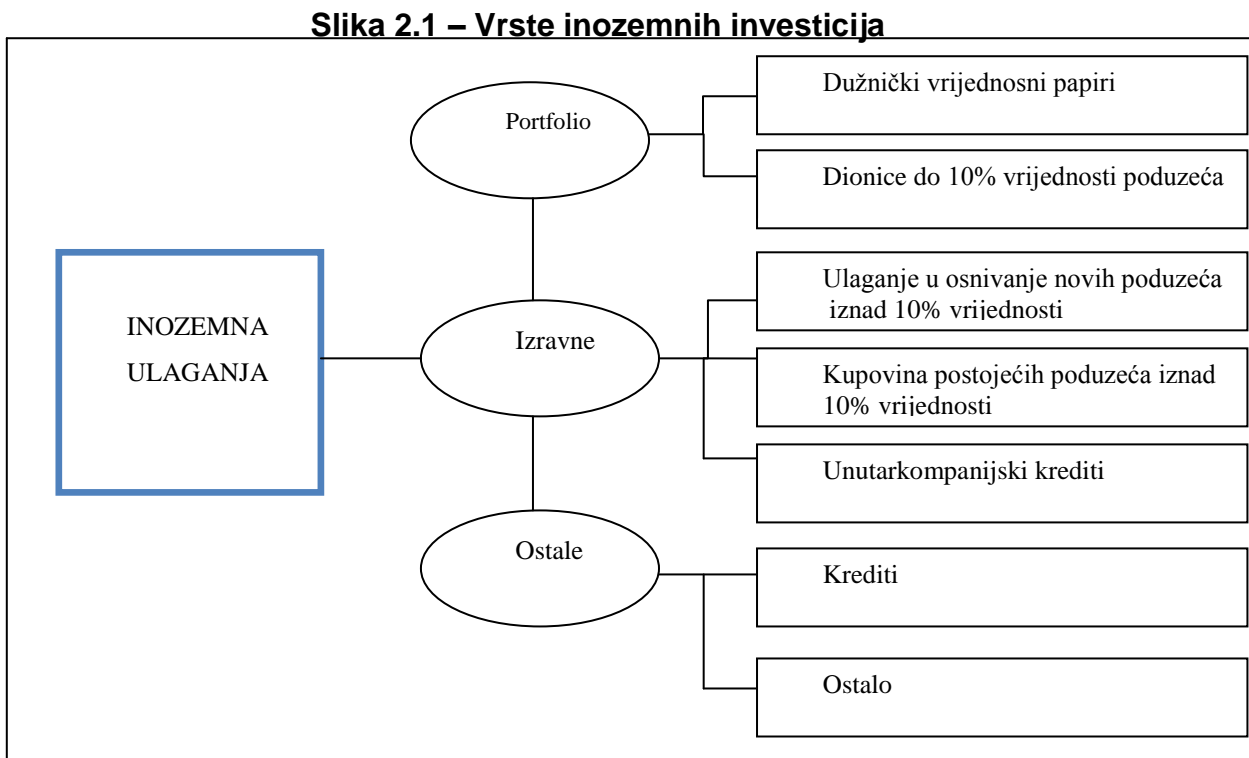
---

<sup>11</sup> *Portfelj ulaganja*, preuzeto sa <http://limun.hr/main>

<sup>12</sup> J. Previšić, Đ. Ozretić Došen, Z. Krupka (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb

### 2.1.3. Ostala strana ulaganja

Pavlović<sup>13</sup> pod ostala strana ulaganja kreditne aranžmane među dvjema državama ili više njih, među međunarodnim organizacijama, kao i sva ostala ulaganja koja se ne ubrajaju u izravne i portfolio strana ulaganja. Tu se, uglavnom, radi o javnom kapitalu za razliku od izravnih i portfolio ulaganjima u kojima dominantnu ulogu ima privatni kapital. Taj tip ulaganja u manjoj mjeri izravno utječe na gospodarske aktivnosti zemlje primateljice i više je usmjeren na prevladavanje financijskih teškoća u kojima se zemlja nalazi. Slika 2.1. daje pregled podjele stranih ulaganja opisanih u prethodna tri poglavlja.



Izvor: D. Pavlović(2008.), *Inezemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*

<sup>13</sup> D. Pavlović (2008.) *Inozemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*, Golden-marketing-tehnička knjiga, Zagreb

## 2.2. Oblici izravnih stranih ulaganja

Prema definiciji Međunarodnog monetarnog fonda<sup>14</sup> inozemno izravno ulaganje je dugotrajno ulaganje koje se događa kada inozemni ulagač (nerezident) posjeduje 10 posto ili više vlasničkoga udjela gospodarskoga subjekta (rezidenta) u nekoj zemlji. Ova definicija sadrži dva bitna elementa, a to su: dugoročni interes stranog ulagatelja nad domaćim gospodarskim subjektom, a drugi element je posjedovanje najmanje 10 posto dionica domaćeg gospodarskog subjekta sa pravom glasa. Prema Velagiću<sup>15</sup> izravna strana ulaganja kao oblik međunarodnog kretanja kapitala predstavljaju doprinos efikasnijem poslovanju gospodarstva, izlazak na međunarodno tržište i podizanje životnog standarda ljudi. Strana ulaganja predstavljaju ključni razvojni faktor u suvremenoj privredi, uz trgovinu, najznačajnije sredstvo poslovanja poduzeća, organiziranja proizvodnje, snabdijevanje robama i uslugama u svjetskim razmjerima.

Izravna strana ulaganja možemo promatrati iz različitih smjerova gledišta, ovisno o svrsi, cilju te motivu ulaganja<sup>16</sup>. Prema smjeru ulaganja razlikujemo *inward* (unutarnja) ulaganja i *outward* (vanjska) ulaganja. Inward ulaganja postoje onda kada se inozemni kapital ulaže u domaće resurse. Ovakva ulaganja potiču se subvencijama, poreznim olakšicama, zajmovima, ukidanjem određenih ograničenja i zapreka ulasku inozemnim ulagačima. Outward ulaganja su ona koja podrazumijevaju ulaganje domaćega kapitala u inozemstvo. Značajan poticajni motiv ovakvim ulaganjima može biti osiguranje rizika koje nudi vlada neke zemlje.

Prema cilju ulaganja postoje *greenfield* izravna ulaganja i *brownfield* izravna ulaganja. Greenfield ulaganja predstavljaju najpoželjniji oblik inozemnih ulaganja jer stvaraju nove proizvodne kapacitete, a samim time i nova radna

---

<sup>14</sup> IMF (1993.) *Balance of Payments Manual*, dostupno na: <http://www.imf.org>

<sup>15</sup> I. Velagić (2011.) *Efekti direktnih stranih ulaganja na ekonomiju zemlje domaćina*, preuzeto sa [www.scribd.com](http://www.scribd.com)

<sup>16</sup> M.Grgić, V.Bilas, S.Franc (2012.) *Inozemna izravna ulaganja i ekonomski razvoj*, Ekonomski fakultet Zagreb

mjesta, omogućuju prijenos tehnologije i znanja, mogu voditi i povezanosti s globalnim tržištem ako je ulagač multinacionalna kompanija. Brownfield ulaganja predstavljaju osnivanje poduzeća u punome vlasništvu pripajanjem ili spajanjem s postojećim poduzećem u stranoj zemlji. Glavna prednost osnivanja ovakvih poduzeća je brz i lak pristup inozemnome tržištu. Za razliku od greenfield ulaganja, spajanja i pripajanja ne pružaju dugoročne koristi zemlji odredišta. Izravna strana ulaganja putem procesa privatizacije u tranzicijskim zemljama također se ubrajaju u brownfield ulaganja<sup>17</sup>. Najčešće oblik FDI je preuzimanje tvrtki i/ili sjedinjenje s velikom multinacionalnom kompanijom, dok su potpuno nove investicije za sada manje zastupljene.

## **2.1. Prema motivu ulaganja**

Prema motivu razlikujemo tržišno orijentirana ulaganja, resursno orijentirana ulaganja, ulaganja orijentirana na poboljšanje učinkovitosti i strateška ulaganja.

*Tržišno orijentirana ulaganja* nastala su zbog potrage za novim tržištima te su bila rezultat određene zatvorenosti nekih tržišta za uvoz gotovih proizvoda, velikih transportnih troškova ili potreba prilagodbe proizvoda lokalnim uvjetima. Ovdje je riječ o korištenju određenih prednosti na strani potražnje zemlje primatelja, tako da se u ovom slučaju FDI javljaju kao drugačija strategija u odnosu na izvoz proizvoda ili licenciranje. Aktualnost ove vrste ulaganja je i u tome što je mnoge usluge (bankarstvo, telekomunikacije) na inozemna tržišta moguće jedino isporučiti putem izravnog ulaganja. Pristup velikim i rastućim tržištima jedan je od vodećih motiva inozemnih ulaganja, kao i rast lokalnoga tržišta i mogućnost prodiranja na regionalna tržišta.

*Resursno orijentirana ulaganja* ili ulaganja zbog iskorištavanja prirodnih bogatstava drugih zemalja najstariji je motiv ulaganja iako sada gubi na

---

<sup>17</sup> B. Sisek (2005.) *Strane izravne investicije u Hrvatskoj – uzroci neuspjeha*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>



značenju. Resursno orijentirana FDI mogu biti ulaganja u industrije koje osiguravaju inpute za domaću proizvodnju i ulaganja u industriju koja upotrebljava output kompanije. Pristup obrazovanoj i kvalificiranoj radnoj snazi koja je isto resurs, također može biti motiv za ulaganje. Štoviše, većina kompanija danas gleda na pristup kvalificiranoj i kreativnoj radnoj snazi kao važnoj odrednici konkurentnosti<sup>18</sup>.

*Ulaganja orijentirana na poboljšanje učinkovitosti* motivirana su smanjenjem troškova proizvodnje tj. iskorištavanjem koristi ekonomije obujma ili koristi od zajedničkoga vlasništva. Taj se oblik ulaganja najviše afirmirao praksom multinacionalnih kompanija da se organizira proizvodnja pojedinih dijelova proizvoda na različitim lokacijama u svijetu čime se postiže optimalna struktura troškova i najveća efikasnost proizvodnje.

*Strateški motivirana ulaganja* su investicije kojima je svrha ostvarenje strateških ciljeva i prednosti. Ona su također dio prakse multinacionalnih kompanija, a osnovni su im ciljevi stjecanje novih znanja i osposobljavanje u novim tehnologijama te izgradnja boljeg položaja na tržištu. Događaju se najčešće u obliku suradnje s drugom kompanijom kako bi se zaštitilo od konkurenta. Moguće je i spajanje sa inozemnim suparnikom kako bi se ojačale zajedničke sposobnosti. Zatim, moguće je preuzimanje i dobavljača radi bolje opskrbe sirovinama. Isto je tako moguće ujediniti snage s domaćim poduzećem koje dobro kotira na tržištu kako bi se ostvarile razne beneficije od vlade zemlje odredišta.

---

<sup>18</sup> M.Grgić, V.Bilas, S.Franc (2012.) *Inozemna izravna ulaganja i ekonomski razvoj*, Ekonomski fakultet Zagreb

## 2.2.2. Horizontalne i vertikalne investicije

Horizontalne i vertikalne investicije također ovise o motivima stranog ulagatelja. Investicije u inozemstvo radi ostavriavanja novog ili kupnju postojećega poduzeća koje će replicirati cjelokupnu postojeću proizvodnju nazivaju se *horizontalne* investicije<sup>19</sup>. Osnovni ekonomski motivi za taj tip investicija su direktna prisutnost na inzemnom tržištu, zaobilaženje carinskih i drugih davanja kojima mogu biti opterećeni uvozni proizvodi, transportni troškovi koji isto mogu utjecati na konačnu cijenu. U razvijenim zemljama, pri preuzimanju istovrsnih poduzeća osnovni motivi su brzi rast, osvajanje novog tržišta, uvećanje tržišne vrijednosti, a ne razlike u cijenama faktora proizvodnje.

U složenom unutarkompanijskom poslovanju, koje je obilježja multinacionalnih kompanija, ponekad je teško podvući jasnu crtu između vertikalnih i horizontalnih investicija. Naime, neko poduzeće može u inozemstvu proizvoditi finalni proizvod, ali istodobno njegovim dijelovima opskrbljivati poduzeća u sastavu multinacionalne kompanije i izvan nje. Ukupna vrijednost prodanih dijelova može prelaziti vrijednost prodanih finalnih proizvoda pa investicija, iako je inicijalno bila horizontalna, po svojim je ekonomskim učincima postala vertikalna.

S druge strane, *vertikalne investicije* nastaju između inozemnog poduzeća i njegovih domaćih dobavljača i kupaca. Učinci izravnih inozemnih ulaganja na domaće dobavljače nazivaju se vertikalnim učincima prema unatrag, dok se učinci prema kupcima nazivaju vertikalnim učincima prema naprijed. Ta vrsta investicija se poduzima kada među državama postoje bitne razlike u cijenama faktora proizvodnje i u onim industrijama u kojima je proizvodnju moguće racionalno razdjeliti. Da bi postojao ekonomski razlog za vertikalni tip inozemnih investicija, razlike u cijenama faktora proizvodnje među državama moraju biti veće od cijena dijeljenja proizvodnje ili se, pri preuzimanju, mora raditi o poduzećima koja na bazi specijalizacije imaju niže

---

<sup>19</sup> D. Pavlović (2008.) *Inozemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*, Golden-marketing-tehnička knjiga, Zagreb

troškove proizvodnje, odnosno diferencirani proizvod koji donosi natprosječne zarade<sup>20</sup>. Dakle, tu je riječ o ulaganjima koje dopunjuju i zaokružuju osnovnu djelatnost izravnog investitora.

Horizontalne investicije se, najčešće, poduzimaju zbog širenja tržišta, dok se vertikalne investicije, uglavnom, poduzimaju zbog smanjenja troškova proizvodnje. Pri tome su horizontalne investicije zamjena za trgovinu i poduzimaju se kad su troškovi trgovine finalnim proizvodom visoki, a vertikalne investicije se poduzimaju kad su troškovi trgovine niski i daju doprinos razvoju trgovinskih odnosa među državama.

## DODATAK 1. IZRAVNA STRANA ULAGANJA NA PRIMJERU HRVATSKE

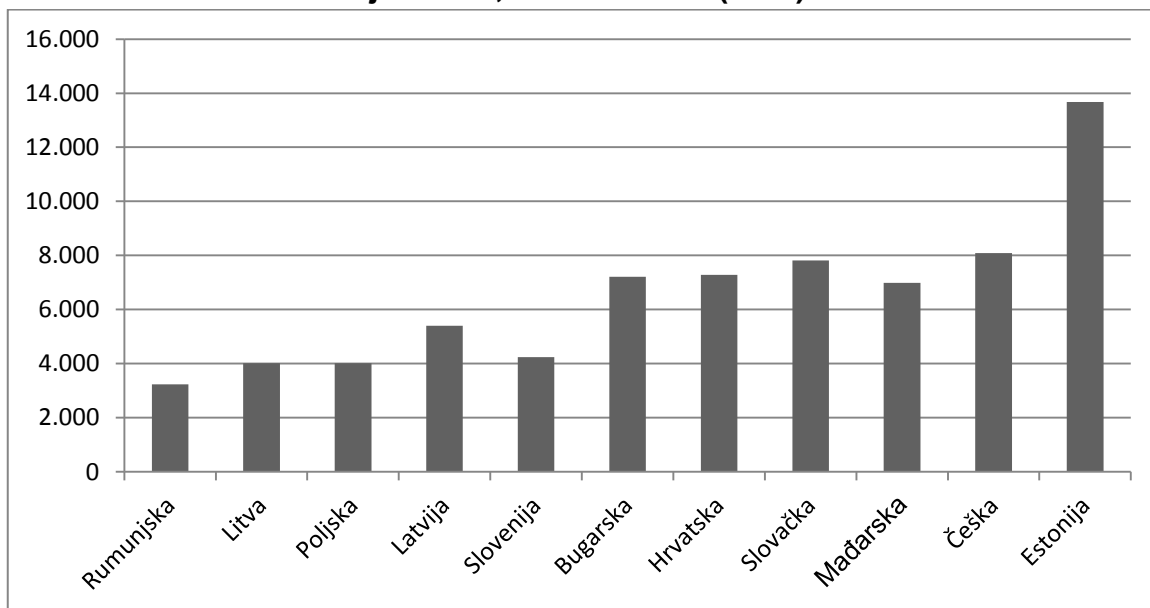
**Tablica 2.1. Ukupni i *per capita* priljevi i odljevi FDI Hrvatske 2001.-2014.**

Godina	Priljevi FDI (mil. USD)	Odljevi FDI (mil. USD)	Priljevi <i>per</i> <i>capita</i> (USD)	Odljevi <i>per</i> <i>capita</i> (USD)
2001.	1.011	146	227	33
2002.	958	572	216	129
2003.	1.792	128	406	29
2004.	1.270	348	289	79
2005.	1.786	228	407	52
2006.	3.286	261	751	60
2007.	4.590	312	1.050	71
2008.	5.297	1.399	1.215	321
2009.	3.077	1.260	707	290
2010.	1.133	-91	261	-20
2011.	1.682	42	389	10
2012.	1.451	-56	337	-13
2013.	955	-180	223	-42
2014.	3.451	1.886	808	441

Izvor: UNCTAD (2016.) baza podataka, dostupno na <http://unctadstat.unctad.org>  
(negativni iznosi znače dezinvestiranje)

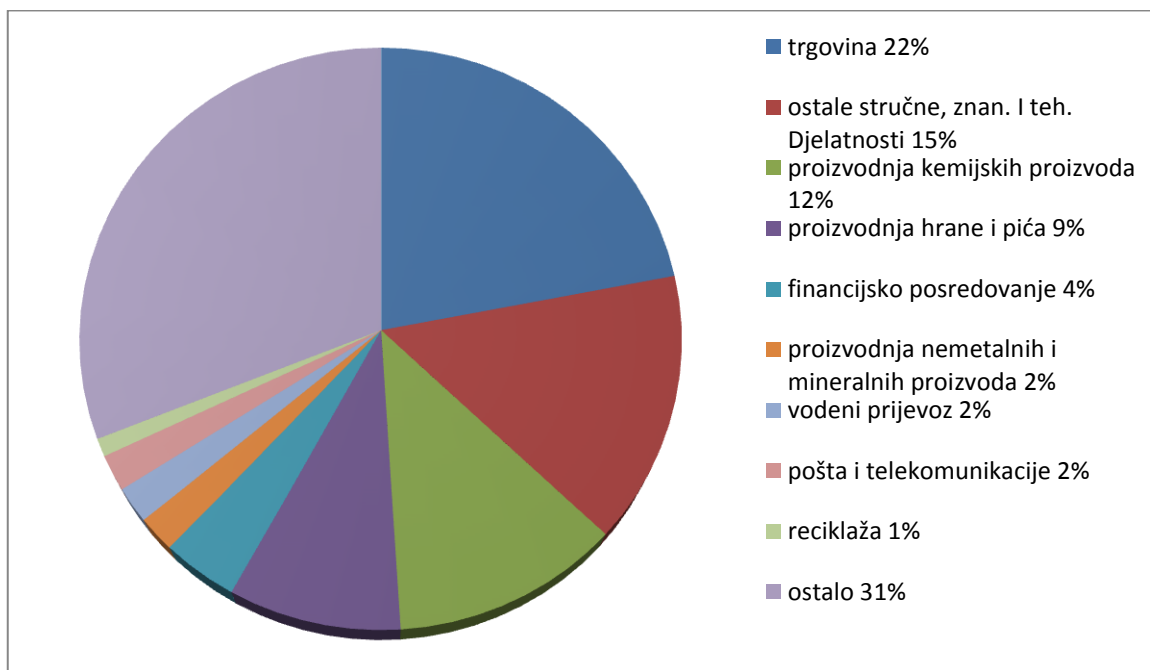
<sup>20</sup> D. Pavlović (2008.) *Inozemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*, Golden-marketing-tehnička knjiga, Zagreb

**Slika 2.2. Inozemna izravna ulaganja *percapita* u Hrvatskoj i odabranim zemljama EU, 2001. – 2014. (USD)**



Izvor: UNCTAD (2016.) baza podataka, dostupno na <http://unctadstat.unctad.org>

**Slika 2.3. Struktura odljeva FDI iz Hrvatske po djelatnostima, 1993.-2014.**



Izvor: HNB (2016.) baza podataka, dostupno na <http://www.hnb.hr/statistika/>

**Tablica 2.2. Geografska usmjerenost stranih izravnih investicija iz Hrvatske u mil. EUR, 1993. – 2014.**

Zemlja	Ukupno (1993.-2014.)	2011.	2012.	2013.	2014.
Nizozemska	2.836,3	-28,7	-35,1	38,9	1.458,9
B i H	723,2	36,8	63,7	28,4	61,2
Srbija	685,9	23,1	171,9	-10,4	34,1
Slovenija	608,7	-12,2	-66,3	85,1	356,4
Švicarska	173,9	18,1	5,0	4,5	4,0
Liberija	155,2	5,8	-32,1	1,0	52,8
Poljska	139,2	0,3	-5,9	-34,4	10,0

Izvor: HNB (2016.) baza podataka, dostupno na <http://www.hnb.hr/statistika/>

Iz prethodnih slika i tablica vidljivo je da u razdoblju od 2001. – 2014. godine najveći priljevi i odljevi izravnih ulaganja u i iz Hrvatske ostvareno od 2006. – 2009. godine, dakle u razdoblju prije globalne financijske krize. Prema priljevu FDI per capita, kumulativno od 2001. – 2014. Hrvatska se sa svojih 7.286 USD nalazi u prosjeku u odnosu na ostale tranzicijske zemlje. Izuzetak je jedino Estonija koja sa 13.671 USD odskoče dvostruko od svih ostalih, a od Rumunjske i četverostruko. Prema djelatnostima hrvatska su poduzeća u inozemstvo od 1993. – 2014. god. najviše ulagala u trgovinu 22%, zatim u ostale stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti 15%, proizvodnju kemijskih proizvoda 12% te u proizvodnju hrane i pića 9% od ukupnih ulaganja. Prema geografskoj usmjerenosti ukupno su hrvatska poduzeća najviše uložila u Nizozemsku, na drugom mjestu je Bosna i Hercegovina, na trećem Srbija, itd. Prema tablici 2.2. uočava se da je Nizozemska na prvom mjestu prema geografskoj usmjerenosti FDI, više nego ostalih šest zajedno i da je pola toga ulaganja ostvareno u 2014. godini. Razlog tomu je da je 51% dionica HT-a njegov vlasnik Deutsche Telekom<sup>21</sup> krajem 2013. godine prebacio na svoju tvrtku kćer T-Mobile Global Holding Nr.2 GmbH, čije je sjedište također u Njemačkoj, a u veljači 2014. te su dionice prebačene na tvrtku sa sjedištem

<sup>21</sup>[www.poslovi.hr](http://www.poslovi.hr) (2014.) *Inozemna ulaganja u Hrvatsku tijekom prvog tromjesečja 2014.* 3 milijuna Eura

u Nizozemskoj, Cmobil B.V. društvo kćer u stopostotnom vlasništvu T-Mobile Global Holdinga NR.2. taj je prijenos dionica izvršen u sklopu internog restrukturiranja koje se provodilo u DT-u

### 2.3. Ostali načini - strategije izlaska na međunarodna tržišta

Previšić, Ozretić Došen i Krupka<sup>22</sup> s obzirom na tržišnu poziciju, poduzeća dijele u dvije skupine:

- *Autsajderska tržišna pozicija* – strategije u kojima se proizvodi u domaćoj zemlji i izvozi u inozemstvo (provode se samo marketinške aktivnosti), i
- *Insajderska tržišna pozicija* – strategije u kojima se vlastiti resursi (tehnologija, kapital, know-how, ljudi) prenose u inozemstvo.

Prema složenosti, strategije se mogu razvrstati u tri skupine:

- *Jednostavne ili klasične strategije* – izvoz i uvoz
- *Srednje složene strategije* – međunarodna poslovna suradnja (licencije, montaža, kooperacija, ugovorna proizvodnja, franšiza itd.)
- *Složene strategije* – zajednička ili vlastita poduzeća u inozemstvu (strana ulaganja)

Izvoz je prodaja domaćih proizvoda ili usluga na međunarodnom tržištu. Sa strateškog aspekta<sup>23</sup> izlaska poduzeća na međunarodno tržište, izvoz je najjednostavniji oblik. Stoga su mnoge današnje multinacionalne kompanije započele svoju međunarodnu ekspanziju kao izvoznici, a tek su se potom okrenule nekom od složenijih načina poslovanja na međunarodnom tržištu. Prednosti izvoza su da pruža poduzeću priliku da upozna međunarodno tržište i na njima razvije poslovne odnose; pomaže poduzeću umanjiti poslovne rizike proširujući mu bazu potrošača; omogućuje poduzeću

---

<sup>22</sup> J. Previšić, Đ. Ozretić Došen, Z. Krupka (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb

<sup>23</sup> T. Lazibat, M. Kolaković (2004.) *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Sinergija, Zagreb

postizanje ekonomije obujma zbog povećane proizvodnje; ne zahtijeva visoke početne troškove.

Nedostaci izvoza mogu biti: izvoz domaćih proizvoda se ne isplati ako u određenoj zemlji postoje bolji i niži uvjeti za njihovu proizvodnju; visoki troškovi izvoza kad su visoke carinske tarife i uvozne zapreke; marketing proizvoda i usluga u svakoj zemlji prepušta se lokalnim agentima, pa o njima uvelike ovisi uspjeh izvoza.

*Lizing (leasing)*, zakup ili najam opreme u inozemstvu, strategija je nastupa na stranom tržištu posrednim, a rjeđe neposrednim financiranjem plasmana proizvoda stranim korisnicima. U zakup se najčešće uzimaju investicijski proizvodi (oprema), a ponekad i cijela postrojenja (pogoni) za proizvodnju nekih proizvoda.

*Međunarodna ugovorna suradnja* – suvremenim je strategijama međunarodne ugovorne suradnje zajedničko obilježje to što je sredstvo poslovnog povezivanja znanje i umijeće (know-how), a ne klasični oblici razmjene proizvoda i usluga. Neki od oblika međunarodne ugovorne suradnje mogu biti:

- Licencirana proizvodnja – obavlja se putem ugovora o licenci kojim se jedno poduzeće obvezuje nekom drugom poduzeću ustupiti prava na uporabu svog patenta, tehnološkog znanja i iskustva, žiga, modela ili uzorka. Poduzeće kojem je pravo ustupljeno obvezuje se za to platiti određenu naknadu.
- Ugovorna proizvodnja – strani partner na osnovi ugovora, daje domaćem partneru na upotrebu tehnički know-how, sirovine i repromaterijal nužan za proizvodnju, dok domaći partner korištenjem vlastitih kapaciteta i uposlenog osoblja proizvodi gotov proizvod pod imenom stranog partnera i u skladu s odredbama ugovora.

- Montažna proizvodnja – je takav oblik međunarodne ugovorne suradnje u kojoj se završni dio proizvodnje (montaža) prenosi u inozemstvo. Strani partner izvozi gotove poluproizvode koje u domaćoj zemlji domaći partner montira u gotov proizvod.

*Franšiza (franchising)* – je u osnovi specijalizirani oblik licenciranja u kojem prodavatelj franšize kupcu franšize ne prodaje samo određena prava već također uvjetuje da kupac pristane na obavljanje poslova po strogim pravilima koje propisuje prodavatelj. Prodavatelj franšize pritom često pomaže kupcu franšize uspostaviti i pokrenuti poslovanje. Najveća razlika između licenciranja i franchisinga je u primjeni. Dok se licenciranje primarno rabi u proizvođačkim poduzećima, franchising primarno rabe uslužna poduzeća<sup>24</sup>.

*Strateški savezi* – predstavlja povezivanje s konkurentom, dobavljačem ili kupcem u kojemu se kombinacijom prednosti i snaga partnera postiže bolja konkurentna pozicija na međunarodnome tržištu. U strateškom savezu svaki od partnera teži povećanju svojih konkurentskih sposobnosti kombiniranjem vlastitih resursa s resursima svojih partnera. Na taj način pojedinačna poduzeća kojima nedostaju svi potrebni čimbenici za međunarodni uspjeh, osiguravaju te čimbenike povezivanjem vlastitih resursa s resursima partnera u savezu. U današnje je vrijeme upravo strategija strateških saveza jedan od ključnih čimbenika međunarodne konkurentnosti u mnogim djelatnostima<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> T. Lazibat, M. Kolaković (2004.) *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Sinergija, Zagreb

<sup>25</sup> J. Previšić, Đ. Ozretić Došen, Z. Krupka (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb



### 2.3.1. Čimbenici odabira načina izlaska na međunarodno tržište

Prije nego što se neko poduzeće odluči za poslovanje na međunarodnom tržištu, menadžment poduzeća treba detaljno utvrditi čimbenike koji zajednički utječu na odabir načina pomoću kojeg će to poduzeće izaći na to tržište.

Lazibat i Kolaković<sup>26</sup> grupiraju te čimbenike u tri skupine: strateški čimbenici koji se odnose na poduzeće i na njegove strategije; čimbenike okruženja koji se odnose na pritiske konkurencije i uvjete okruženja na promatranim tržištima, te na transakcijske čimbenike koji su vezani za troškove koji nastaju pri različitim načinima poslovanja. Pa tako pod transakcijskim čimbenicima smatraju da ako poduzeće raspolaže sa vrijednim specifičnim znanjima ne bi se trebalo odlučiti za licenciranje ili franchising jer se kod tih strategija ne mogu zaštititi od potencijalnog gubitka tih specifičnih znanja, već bi bolji izbor bio izravno strano ulaganje zbog bolje zadržavanje kontrole.

Previšić, Ozretić Došen i Krupka<sup>27</sup> pak čimbenike odabira svrstavaju u unutrašnje i vanjske varijable. U unutrašnje varijable spadaju ciljevi poduzeća, vrsta proizvoda i usluga, raspoloživi resursi, stupanj internacionalizacije poduzeća i poznavanje stranih tržišta. Pod vanjske varijable uključuju konkurenciju, legalne prepreke i poticaje, svojstva tržišta, rizik tržišta i sociokulturna obilježja stranog tržišta. Oni, također, navode da poduzeća s niskim stupnjem internacionalizacije poslovanja trebaju odabrati jednostavnije strategije izlaska (npr. izvoz preko posrednika), a ona s većim stupnjem internacionalizacije (utemeljenog na povećanim raspoloživim resursima i sposobnostima upravljanja i vođenja) mogu koristiti složenije nastupe na stanom tržištu (direktna strana ulaganja, strateški savezi i dr.).

---

<sup>26</sup> T. Lazibat, M. Kolaković (2004.) *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Sinergija, Zagreb

<sup>27</sup> J. Previšić, Đ. Ozretić Došen, Z. Krupka (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb

### 3. SPAJANJA I PREUZIMANJA KAO OBLIK IZRAVNIH STRANIH ULAGANJA

Postoje razne definicije spajanja i preuzimanja kod različitih autora. Pojam spajanje autori uglavnom povezuju uz povezivanje više poduzeća u jedno poduzeće, ali različito imenuju i definiraju spajanje ovisno o tome na koji način spojena poduzeća dalje nastavljaju sa radom, tj. da li osnivaju novo poduzeće ili jedno poduzeće nastavlja postojati, a druga mu se pripajaju. Pojam preuzimanje također je definiran i interpretiran različito kod različitih autora. Uglavnom se slažu da se radi o kupnji jednog poduzeća (ili nekog njegovog dijela) od strane drugog poduzeća, ali postoje razmimoilaženja ovisno o tome da li preuzeto poduzeće nastavlja samostalno s radom, ili gubi pravnu osobnost te se pripaja roditeljskoj kompaniji.

Prema Filipoviću<sup>28</sup> spajanje je udruživanje dvaju ili više poduzeća. Prilikom spajanja dvaju ili više poduzeća nastaje novo poduzeće, a prije samostalna prestaju postojati. Na postupak spajanja se uglavnom odlučuju egalitarna poduzeća u cilju formiranja nove oragnizacije s naglaskom na zadržavanje najbolje poslovne prakse svih sudionika postupka udruživanja. Spajanje uvijek karakterizira dobrovoljnost svih sudionika takvog postupka, a obično se financiraju razmjenom dionica. Preuzimanje se odnosi na kupnju kontrolnog interesa od strane poduzeća A u poduzeću B. Kontrolni interes znači kupnju više od 50% dionica s pravom glasa u poduzeću B. U većini slučajeva sredstvo plaćanja kontrolnog interesa je novac, dionice poduzeća A ili kombinacija novca i dionica. Poduzeće preuzimatelj je obično veće od poduzeća koje se kupuje. Preuzeto poduzeće postaje dio veće i tržišno jače kompanije i može uzeti i njezino ime, a može i zadržati vlastito ime poslujući unutar grupe, ali uvijek gubi poslovnu samostalnost.

---

<sup>28</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskih procesa*, Sinergija, Zagreb

Lazibat, Baković i Lulić<sup>29</sup> definiraju međunarodno spajanje i preuzimanje kao ona spajanja i preuzimanja koja su stvorena između poduzeća različitog nacionalnog podrijetla ili zemalja domaćina. Spajanje je kombinacija dvaju ili više pogona u stvaranju zajedničkih ciljeva. Jednom, kada su pogoni povezani, kupljena kompanija može prestati postojati, tako da kompanija kupac preuzme aktivu i pasivu kupljene kompanije ili da kupljena kompanija postane stopostotna podružnica matične kompanije. Isto se tako dvije kompanije ili više njih može udružiti i osnovati potpuno novu kompaniju.

Lazibat, Baković i Lulić, također, navode tri osnovna razloga zbog kojih dolazi do međunarodnih spajanja i preuzimanja, a to su:

- 1) Konsolidacija: potraga za ekonomijom opsega i obujma.
- 2) Globalni doseg: proširivanje na nova tržišta.
- 3) Akvizicije zbog kompetencije ili nove tehnologije.

Tri najvažnija događaja koja su presudno utjecala na ekspanziju međunarodnih spajanja i akvizicija bila su: stvaranje „Jedinstvenog Europskog Tržišta (JET)“ i uvođenje Eura, Azijska kriza iz 1997. godine te korištenje modela dioničke vrijednosti korporativnog upravljanja. Euro i JET stvorili su preduvjete za konsolidaciju europskih kompanija. Azijska kriza otvorila je mogućnosti zapadnjačkim kompanijama da jeftino kupe azijska poduzeća, a model dioničke vrijednosti je prisilio kompanije na de-diversifikaciju i na koncentraciju na osnovne aktivnosti. Koncentracija na osnovne aktivnosti podrazumijeva prodaju onih dijelova poduzeća koja se ne bave osnovnom djelatnošću i povezivanje sa srodnim kompanijama<sup>30</sup>.

Prema Sikavici i Novaku<sup>31</sup>, spajanje ili fuzija (engl. *merger*) je jedan od oblika među organizacijskih odnosa a nastaje spajanjem (fuzioniranjem) dvaju ili više poduzeća i osnivanjem novog, trećeg, poduzeća. Kod fuzije se iz dvije ranije organizacije osniva jedna nova te da se fuzija u pravilu provodi na prijateljskoj osnovi, tj. dogovorom, a dioničari prijašnjih poduzeća, koja su se

---

<sup>29</sup> T.Lazibat, T.Baković, L.Lulić (2005.) *Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

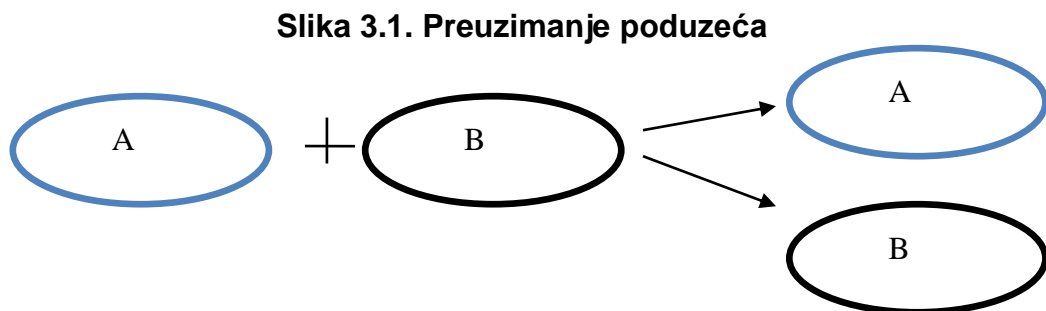
<sup>30</sup> T.Lazibat, T.Baković, L.Lulić (2005.) *Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

<sup>31</sup> P.Sikavica, M.Novak (1999.) *Poslovna organizacija*, Informator, Zagreb

fuzionirala, dobivaju novoizdane dionice novog poduzeća u zamjenu za dionice prijašnjih poduzeća. Oni spominju i pojam konsolidacija, kao drugo ime za fuziju ili spajanje, u smislu spajanja odnosno fuzije dva ili više poduzeća u jedno novo.

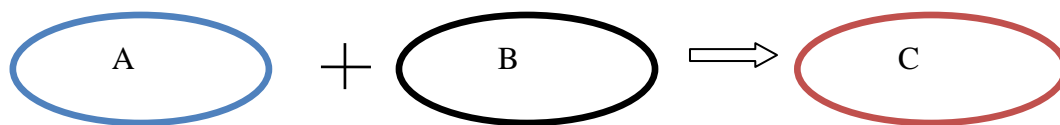
Preuzimanje (engl. *acquisitions*) poduzeća su veoma čest oblik među organizacijskih odnosa. Kod preuzimanja jedna ili više kompanija pripaja se odnosno pripajaju se drugoj kompaniji. Kompanija kojoj se pripojila druga kompanija naziva roditeljskom kompanijom (*parent company*), a kompanija koja se pripojila naziva se podružnicom (*subsidiary*). Podružnica, u ovom slučaju, može zadržati svoje ime, ali i ne mora. Ona postaje integralnim dijelom roditeljske kompanije.

Slike 3.1. i 3.2. prikazuju slikovit i pojednostavnjen prikaz preuzimanja i spajanja poduzeća, te rezultat tih integracija.



Izvor: D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskih procesa*, Sinergija, Zagreb

**Slika 3.2. Spajanje poduzeća**



Izvor: D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskih procesa*, Sinergija, Zagreb

### **3.1. Oblici međunarodnih spajanja i preuzimanja**

Spajanja i preuzimanja kao i izravna strana ulaganja možemo promatrati prema smjeru ulaganja, pa ona mogu biti horizontalna i vertikalna, mogu se provoditi s prijateljskom ili neprijateljskom namjerom, a mogu se razlikovati i prema jačini integracije nakon spajanja ili preuzimanja.

*Prijateljsko* je povezivanje ono u kojemu se menadžment poduzeća-mete ne opire preuzimanju i smatra da je preuzimanje dobro za poduzeće kao i za njegove vlasnike. U toj situaciji menadžment poduzeća-mete, nakon dogovora o prodaji s preuzimateljem, obavještava vlasnike o prodaji, te im preporučuje da svoje poduzeće ili svoje udjele ili dionice prodaju preuzimatelju<sup>32</sup>. Obično je to slučaj kod nerazvijenih poduzeća, poduzeća kojima je ugrožena egzistencija, a može se raditi i o zdravim poduzećima kada je ponuda dovoljno dobra da može zadovoljiti i dioničare i menadžment.

*Neprijateljsko* je preuzimanje ono u kojem se menadžment poduzeća-mete suprotstavlja preuzimanju i smatra da preuzimanje nije dobar izbor za vlasnike ili dioničare poduzeća. Pri neprijateljskom preuzimanju nema dogovora između menadžmenta poduzeća-mete i menadžmenta

<sup>32</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

preuzimatelja. Preuzimanje se može okarakterizirati kao neprijateljsko ako menadžment poduzeća mete odbije ponudu za preuzimanje, a preuzimatelj ustraje u nastojanju da ga preuzme, te u slučaju kada menadžment preuzimatelja krene u preuzimanje bez obavještanja menadžmenta poduzeća mete<sup>33</sup>.

Menadžment poduzeća mete u slučaju pokušaja neprijateljskog preuzimanja može koristiti različite metode za obranu od preuzimanja. To mogu biti metode kojima se postojeći dioničari uvjeravaju da ne prodaju svoje dionice preuzimatelju i metode kojima se nastoji poduzeće učiniti manje atraktivnim za preuzimanje. Sikavica i Novak<sup>34</sup> navode neke od metoda za obranu od preuzimanja. Pa tako navode da je uobičajeni argument menadžmenta poduzeća mete preniska ponuda preuzimatelja s obzirom na dugoročnu vrijednost poduzeća. Radi dobivanja podrške od dioničara može se povećati dividenda ili objaviti podjela dionica. Metoda obrane može biti da poduzeće koje je cilj preuzimanja samo kupuje svoje dionice i tako umjetno podigne vrijednost poduzeća i učini ga manje atraktivnim ili preskupim za preuzimatelja. Metode obrane mogu biti i dopune statuta koje zahtijevaju većinski pristanak dioničara na postupak preuzimanja, razjedinjeni odbor koji otežava ostvarivanje većine glasovanjem po punomoći i dr.

*Horizontalna* spajanja i preuzimanja odnose se na integraciju sa dotadašnjih konkurenata radi povećanja profitabilnosti. Horizontalna integracija pridonosi i ostvarivanju ekonomije obujma, što pridonosi smanjivanju troškova, osobito u industrijama koje karakteriziraju visoki fiksni troškovi. Masovna proizvodnja omogućava raspodjelu fiksnih troškova na velik broj jedinica proizvoda čime se smanjuju prosječni troškovi. Horizontalnom integracijom se može ukinuti neke dvostruke korporativne odjele, npr. odjel marketinga, odjel nabave te i na taj način smanjiti troškove. Ovaj tip integracije omogućava i povećanje cijene proizvoda kao posljedicu smanjenja konkurenata u industrijskoj grani, a samim time i veću šansu za prešutni dogovor među njima o razini cijena. Apsorpcijom konkurencije povećava se tržišni udio poduzeća, a samim time i

---

<sup>33</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

<sup>34</sup> P.Sikavica, M.Novak (1999.) *Poslovna organizacija*, Informator, Zagreb

konkurentski položaj na tržištu, što dovodi do jačanja pregovaračke snage poduzeća u odnosu prema kupcima i dobavljačima. Rabeći svoju poslovnu snagu, ono snižava cijenu svojih inputa, te i na taj način smanjuje troškove i povećava profitabilnost.

*Vertikalna* spajanja i preuzimanja podrazumijeva ulazak poduzeća u nove industrije radi povećanja dugoročne profitabilnosti. Vertikalne integracije predstavljaju razvojne strategije usmjerene na ostvarivanje djelomične ili potpune kontrole u lancu vrijednosti. S obzirom na ukupni lanac vrijednosti poduzeće se može integrirati prema nazad ili prema naprijed. Vertikalna integracija prema nazad podrazumijeva ulazak u industrije koje proizvode inpute za proizvode poduzeća, dakle prema dobavljačima. Tom integracijom poduzeće želi steći kontrolu nad izvorom svojih ključnih inputa i time stvoriti ulaznu barijeru za ulazak novih konkurenata u industriju. Također, razlozi mogu biti i zaštita kvalitete proizvoda i olakšavanje ulaganja u specijaliziranu imovinu koja je usmjerena povećanju efikasnosti poslovanja. Ovi razlozi mogu biti i za integraciju prema naprijed. Vertikalna integracija prema naprijed znači ulazak u industrije koje rabe, distribuiraju ili prodaju proizvode poduzeća<sup>35</sup>.

U Republici Hrvatskoj Agrokor je tipičan primjer visokog stupnja vertikalne integracije prema nazad i prema naprijed. Holding Agrokor obuhvaća cijeli lanac vrijednosti u prehrambenoj industriji, od proizvodnje do maloprodaje.

Prema jačini povezanosti i integracije nakon spajanja ili preuzimanja razlikujemo tri osnovna tipa integracije.

*Prvi tip*<sup>36</sup> su ona poduzeća koja su međusobno čvrsto povezana. Veze između poduzeća koja su međusobno čvrsto povezana mogu biti: serijska veza, paralelna veza, neposredna povratna veza, posredna povratna veza te agregatna veza. Kod serijske veze svako se poduzeće nastavlja na

---

<sup>35</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

<sup>36</sup> V. Bači (2010.) *Međunarodna spajanja i preuzimanja poduzeća kao komparativna prednost u farmaceutskoj industriji*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

prethodno. U paralelnoj vezi jedno poduzeće opskrbljuje dva ili više drugih poduzeća. Neposredna povratna veza je tip integracije gdje među poduzećima postoji serijska veza u oba smjera. Kod posredne povratne veze na povratnoj vezi između dva povezana poduzeća interpolira se treće poduzeće koje obavlja neke poslove za oba poduzeća. U agregatnoj vezi više poduzeća iz integracije opskrbljuje jedno poduzeće dijelovima od kojih to poduzeće izrađuje finalne proizvode.

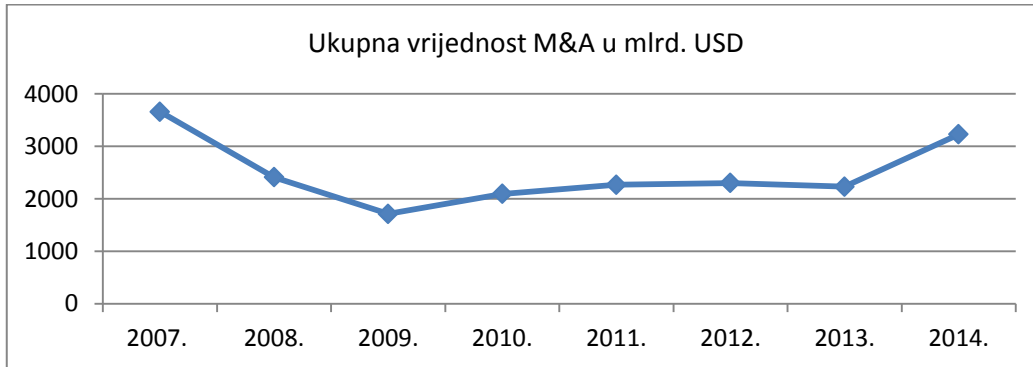
U *drugom tipu* integracije poduzeća su slabije povezana, te povezanost ovisi o intenzitetu međusobnih proizvodno-tehnoloških veza, ali i o brojnosti i intenzitetu veza s poduzećima koja nisu članica te integracije.

U *trećem tipu* su poduzeća koja su tehnološki proizvodno nepovezana, povezuju ih samo vlasnički odnosi, motiv povezivanja nije stvaranje sinergije već neki drugi razlozi (npr. diverzifikacija proizvoda).



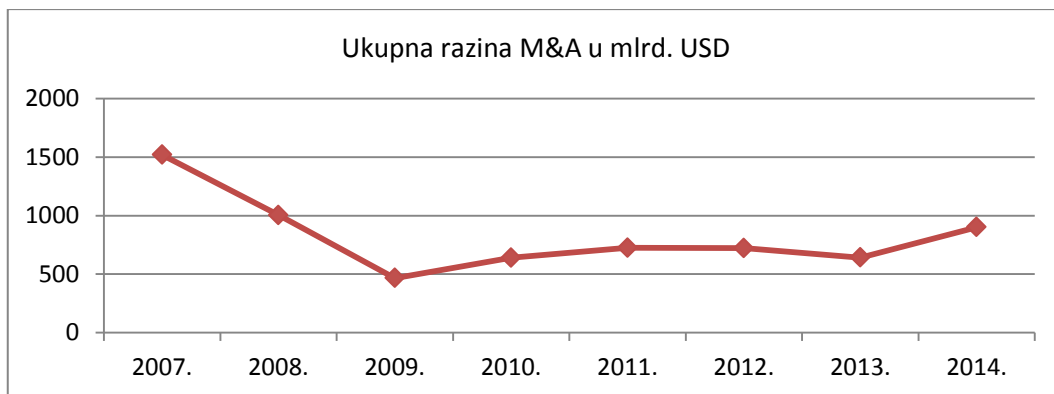
## DODATAK II – spajanja i preuzimanja u svijetu

Slika 3.3. Svjetska razina M & A od 2007. – 2014.



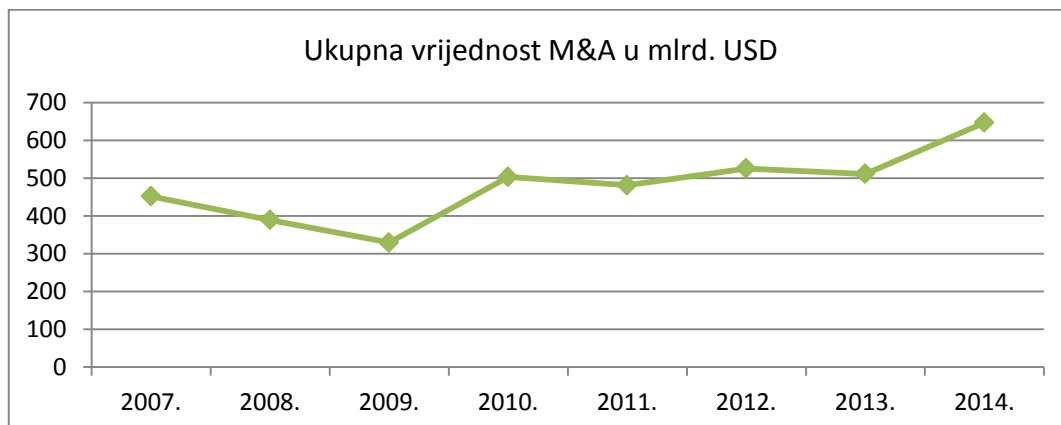
Izvor: <http://icapital.hr/>

Slika 3.4. Europska razina M & A od 2007. – 2014.



Izvor: <http://icapital.hr/>

Slika 3.5. Razina M & A na tržištima u razvoju od 2007. – 2014.



Izvor: <http://icapital.hr/>

Prema ovim podacima koje prikuplja Mergermarket ukupna vrijednosti M&A u svijetu je u 2014. dostigla najvišu vrijednost od 2007., popevši se na 3.230 mlrd. USD, odnosno 44,7% više nego 2013. i 11,8% manje nego 2007. Već na kraju trećeg kvartala 2014. je zabilježena najveća vrijednost M&A od početka krize, a nastavak rasta i u ostatku godine je doveo do toga da je 2014. godina s trećim najvećim rezultatom otkad Mergermarket vodi mjerenja (od 2001.).

Nakon relativno mirne 2013., M&A aktivnost u Europi je u 2014. snažno porasla, dosegovši 901,4 mlrd. USD, što je najveća vrijednost od 2008. Zbog nastavka konsolidacije među telekomima je M&A vrijednost sektora telekomunikacija (168,2 mlrd. USD) činila najveći udio u Europi. Druga najveća vrijednost M&A je bila u sektoru farmacije, zdravstva i biotehnologije sa 114,9 mlrd. USD (+162,3%), što predstavlja najveću vrijednost otkad Mergermarket vodi mjerenja. Vrijednost stranih M&A u Europi je dosegla 305,6 mlrd. USD, od čega se 60,7% odnosi na vrijednosti iz SAD-a, dok je vrijednost M&A iz Europe prema van iznosila 365,8 mlrd. USD, od čega je 71% išlo prema SAD-u.

Unatoč političkim napetostima u Rusiji te povlačenju investicija iz afričkih zemalja, interes Kine za M&A unutar zemlje te povećane cijene kompanija u Zapadnoj Europi i Latinskoj Americi su pojačali M&A aktivnosti na tržištima u razvoju u 2014. Njihova vrijednost je u odnosu na 2013. porasla za 26,5% te dosegla 646,5 mlrd. USD, najvišu vrijednost otkad Mergermarket vodi mjerenja<sup>37</sup>.

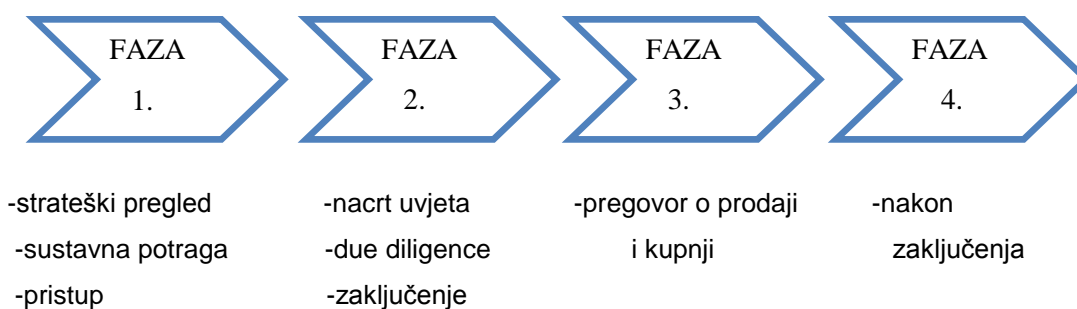
---

<sup>37</sup>[www.bank.hr](http://www.bank.hr) (2015.) *Vrijednost spajanja i preuzimanja u 2014. dosegla 3.230 mlrd Dolara*

## 3.2. Faze akvizicijskog procesa

Prema Howsonu<sup>38</sup> proces akvizicije može se podijeliti na četiri faze. Prva faza je strategija, potraga i pristup, druga je preliminarni razgovori prije pregovora, treća pregovori i sporazum te četvrta faza nakon zaključenja. Najvažnije zadatke procesa akvizicije po fazama prikazuje slika 3.6.

**Slika 3.6. Proces akvizicije**



Izvor: P. Howson (2006.) *Due diligence*, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb

U *prvoj fazi* identificiran je cilj akvizicije i plan pristupa. To se može dobro napraviti samo nakon temeljitog strateškog pregleda, tijekom kojeg se akvizicija identificira kao logično strateško sredstvo. Ako je strateški pregled dobro izveden, tada će sljedeći korak biti dobro izvedena, sustavna potraga za ciljem akvizicije. Kod sustavne potrage treba napraviti set kriterija za tipove poduzeća koja bi trebalo pogledati. Tijekom potrage treba identificirati svako poduzeće ili organizaciju koje zadovoljava te kriterije i prikupiti osnovne informacije o njima. Pristupanje poduzeću meti može izazvati različite reakcije. Te reakcije variraju ovisno o vlasništvu nad tim poduzećem, nacionalnosti, industriji, ali i osobinama menadžmenta ciljanog poduzeća. Ako pristup dovede do sporazumnog nastavka razgovora, sklapanje posla prelazi u drugu fazu.

<sup>38</sup> P. Howson (2006.) *Due diligence*, Masmedia, Zagreb

U *drugoj fazi* započinju se ozbiljni pregovori. Nacrt sporazuma ili nacrt uvjeta je dokument kojim se objavljuje sporazum o pregovaranju kupnje poduzeća. To je neobvezujući dokument u kojemu su navedene glavne točke oko kojih su obje strane sporazumne i na temelju kojeg su spremne nastaviti pregovore. Due diligence ili dubinsko snimanje znači procjenu sklapanja posla i istraživanja poduzeća mete s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta, iako predmet istraživanja mogu biti i ljudski potencijali, menadžment, proizvodnja, informatički sustav i dr. Due diligence bavi se razumijevanjem poslovanja poduzeća koje se misli kupiti, otkrivajući potencijalne rizike, pronalazeći stavke za pregovore i pomažući planiranju integracije nakon sklapanja posla. Ako se tokom dubinskog snimanja pronađu eventualno neki sakriveni „kosturi“ ne raskida se posao, već to postaje stavka pregovora.

U *trećoj fazi* dolazi do zaključenja posla pa je ona i najvažnija u ovome procesu jer cijela akvizicija mora biti dobro i detaljno razrađena da bi na kraju bila i isplativa. Nakon završenog due diligenca dolazi do zaključenja pregovora, postizanja sporazuma i finalizacije detalja oko sklapanja posla. Na kraju proces je zaključen potpisivanjem kupoprodajnog dokumenta.

*Četvrta faza* odnosi se proces koji se odvija nakon samog preuzimanja i na integraciju preuzetog poduzeća. Kad je posao sklopljen, započinje drugi dio: nova akvizicija mora opravdati plaćenu cijenu. Proces pregovora u prve tri faze može biti skup i menadžment jako iscrpljujući, zato ne iznenađuje činjenica da menadžment nakon zaključenje akvizicije postane previše apatičan da rukovodi procesom integracije<sup>39</sup>.

Različiti istraživači navode različite faze u akvizicijskom procesu i broj tih faza, i svakoj od tih faza posvećuju manje ili više pozornosti ovisno o području vlastitog interesa. Istraživači upravljanja ljudskim resursima više

---

<sup>39</sup> P. Howson (2006.) *Due diligence*, Masmedia, Zagreb

pozornosti usmjeravaju na postakvizicijsku fazu integracije<sup>40</sup>, istraživači strateškog upravljanja potenciraju fazu prije sklapanja akvizicije, financijski analitičari na reakcije tržišta kapitala, pravnici su usredotočeni na pravni aspekt poslovne kombinacije. Razlog tome je želja da se bitne aktivnosti u svakoj fazi akvizicijskog procesa bolje prouče i upoznaju. U svim fazama akvizicijskog procesa bitna je kvaliteta upravljanja akvizicijskim procesom jer uvijek prijete opasnost neuspjeha ili same akvizicije ili neostvarivanje zacrtanih akvizicijskih ciljeva.

U tablici 3.1. prikazan je pregled akvizicijskih faza prema različitim autorima.

**Tablica 3.1. Faze akvizicijskog procesa**

<b>Graves (1981.)</b>	<b>Buono &amp; Bowditch (1989.)</b>	<b>Lohrum (1992.)</b>	<b>Aiello &amp; Watkins (2001.)</b>	<b>Filipović (2012.)</b>	<b>Rončević (2012.)</b>
4 faze	7 faza	5 faza	5 faza	5 faza	3 faze
Faza planiranja	Pretkombinacijska faza	Faza opservacije	Potruga za potencijalnim ciljem	Traženje i identificiranje potencijalne mete	Odabir ciljanog poduzeća
Faza promišljanja	Faza planiranja	Faza planiranja	Postizanje inicijalnog sporazuma	Tehnike evaluacije potencijalne mete	Sklapanje transakcije
Faza samog spajanja	Objavljivanje kombinacije	Faza izvršenja	Provođenje dubinskog snimanja	Dubinsko snimanje	Integracija poduzeća
Faza evaluacije	Inicijalna kombinacija	Faza konsolidacije	Priprema konačnih elemenata ugovora	Izrada plana integracije	
	Formalna kombinacija	Faza zrelosti	Sklapanje posla	Odluka o preuzimanju poduzeća	
	Faza nakon sklapanja kombinacije				
	Psihološka kombinacija				

Izvor: A. Rončević, *Planiranje procesa stjecanja i spajanja poduzeća*; obrada autora

<sup>40</sup> A. Rončević (2012.) *Planiranje procesa stjecanja i spajanja poduzeća*, dostupno na [www.rif.hr](http://www.rif.hr)

### 3.2.1. Akvizicijski plan

Kad se u određenom poduzeću donese odluka o preuzimanju ili spajanju, prije samog početka ulaska u akvizicijski proces donosi se akvizicijski plan. Prema Rončeviću<sup>41</sup>, akvizicijski plan možemo definirati kao „instrument za ostvarivanje strateških ciljeva poduzeća i koji proizlazi iz strateških operativnih planova“. Strateški operativni planovi proizlaze iz strategije poduzeća koja formira opsežan master plan postavljen tako da ono ostvari svoju viziju, misiju i ciljeve. Ona maksimizira konkurentske prednosti i minimizira konkurentske slabosti<sup>42</sup>. Akvizicijski plan sadrži određene ciljeve koji se razvrstavaju na kvalitativne i kvantitativne. Kvalitativni mogu biti: zadržati ili dobiti poziciju na određenom tržištu, učvrstiti vodeći položaj u određenoj industriji, pronaći adekvatan cilj preuzimanja, provesti program poboljšanja određenih kompetencija među zaposlenicima i dr. Kvantitativni ciljevi mogu biti: zadržati ili povećati određenu visinu dobiti, zadržati ili povećati određeni tržišni udjel u industrijskoj grani, preuzeti poduzeće koje ostvaruje određenu visinu prodaje ili dobiti, i dr.

Prije pokretanje potrage za akvizicijskim ciljem bitni su uz definiranje akvizicijskih ciljeva i temeljita analiza poslovanja poduzeća radi utvrđivanja postojećeg stanja, analiza alternativnih načina rasta poduzeća, organiziranje akvizicijskog tima i utvrđivanje adekvatne matrice odgovornosti i delegiranje ovlaštenja. Naposljetku, akvizicijski plan mora odobriti uprava preuzimateljskog poduzeća. Akvizicijski plan sadrži cijeli akvizicijski proces, odnosno sve faze akvizicije od uspostave organizacijske jedinice za planiranje akvizicijskog projekta, načina integracije, pa sve do postakvizicijske revizije i kontrole. Akvizicijski plan također treba sadržavati u vrijeme ili rokove po fazama akvizicije, u kojemu bi se namjeravana akvizicija trebala ostvariti.

---

<sup>41</sup> A. Rončević (2012.) *Planiranje procesa stjecanja i spajanja poduzeća*, dostupno na [www.rif.hr](http://www.rif.hr)

<sup>42</sup> M. Buble (2005.) *Strateški menadžment*, Sinergija, Zagreb

I na kraju, akvizicijski plan treba sadržavati u i procjenu potrebnog budžeta za ostvarivanje akvizicijskog projekta. U budžetu su navedeni očekivani troškovi akvizicije kao što su: troškovi plaća zaposlenika u akvizicijskom timu, operativni troškovi projektne organizacije, troškovi putovanja članova tima, troškovi usluga različitih konzultanata (pravnika, financijskih stručnjaka), troškovi prostora i opreme potrebnih u toku akvizicijskog procesa i dr.<sup>43</sup>

### 3.2.2. Dubinsko snimanje (due diligence)

Detaljna analiza potencijalne akvizicije može se smatrati jednom od ključnih momenata u cijelom akvizicijskom procesu jer omogućava uočavanje svih potencijalnih rizika koji bi se mogli pojaviti u samom nastavku akvizicijskog procesa ili u postakvizicijskom vremenu. Najčešće spominjani alat te detaljne analize je *Due diligence* ili prevedeno na hrvatski dubinsko snimanje. Prema Filipoviću<sup>44</sup> to znači provjeru poslovnoga i financijskoga stanja i perspektive razvoja poduzeća. Dubinsko snimanje treba omogućiti što bolju implementaciju planiranih aktivnosti nakon sklapanja posla, ali i izolaciju rizika prije sklapanja posla. Glavna područja dubinskog snimanja su financijsko, pravno i komercijalno područje, iako predmet ispitivanja mogu biti i ljudski potencijali, menadžment, proizvodni proces, intelektualno vlasništvo, informacijski sustavi i dr.

U tablici 3.2. prikazana su glavna područja dubinskog snimanja i traženi rezultati po tim područjima.

---

<sup>43</sup> A. Rončević (2012.) *Planiranje procesa stjecanja i spajanja poduzeća*, dostupno na [www.rif.hr](http://www.rif.hr)

<sup>44</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

**Tablica 3.2. Područja dubinskog snimanja**

Glavne teme	Područje ispitivanja	Traženi rezultati
financije	provjera povijesnih podataka, pregled menadžmenta i sustava	potvrditi postojeću dobit, osigurati temelj procjene
pravo	ugovori, uočavanje problema	jamstva i odštete, provjera svih postojećih sporazuma, kupoprodajni ugovor
komercijala	dinamika tržišta, konkurentski položaj poduzeća-mete, komercijalni izgledi poduzeća-mete	buduća dobit, razvoj strategije spojenog poslovanja, input za procjene

Izvor: P. Howson (2006.) *Due diligence*, Masmedia, Zagreb

Cvijanović<sup>45</sup> navodi da je due diligence proces analiziranja nekog poslovnog entiteta prije, za vrijeme i nakon poslovne transakcije. Svrha je povećati njezinu transparentnost otkrivanjem informacija bitnih za uspješnost transakcije. On je samo jedan dio u procesu poslovne transakcije i služi saznavanju svih relevantnih informacija za obavljanje neke transakcije, i to zato da ne bi došlo do neugodnih posttransakcijskih iznenađenja. Sveobuhvatan due diligence uključuje analizu financija i poreza, pravnu analizu, analizu tehnologije, ljudskih resursa, poslovnih operacija i analizu nakon izvršene transakcije. Gledaju se i makroekonomski uvjeti i stanje u samoj industriji. Uglavnom, ispituje se sve što bi kupca, ali i prodavatelja moglo zanimati. To su ujedno i dvije strane koje su zainteresirane za due diligence. Kupac da bi što objektivnije spoznao što kupuje, a prodavatelj sa čime raspolaže u prodaji. Financijska analiza due diligenca je svakako jedno od glavnih područja snimanja, ali financijski due diligence nije isto što i *revizija*. Razlika je u tome što je revizija zakonom uređena, dok due diligence ovisi o zahtjevu nalogodavatelja. Svrha revizije jest potvrditi, neovisnim mišljenjem ovlaštenih revizora, vjerodostojnost financijskih izvještaja koje je izdala uprava poduzeća. Kako revizora određuju vlasnici poduzeća, svrha

<sup>45</sup> V. Cvijanović (2003.) *Prikaz stručnog seminara „Due diligence – pravni i financijski aspekti“* dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>



revizije je zapravo dati mišljenje vlasnicima o predočenim financijskim izvještajima od strane menadžmenta<sup>46</sup>.

U tablici 3.3. dajemo komparaciju revizije i financijskoga dubinskog snimanja.

**Tablica 3.3. Komparacija revizije i financijskog dubinskog snimanja**

	<b>Revizija</b>	<b>Financijsko dubinsko snimanje</b>
Cilj	ispitati realnost i objektivnost financijskih izvještaja	utvrditi dobit, izvući „crne rupe“ i stavke za pregovore
Žarište	prošlost, neovisno ispitivanje izvještaja radi potvrđivanja povijesne financijske informacije	prošlost i budućnost, razumjeti zašto su rezultati takvi kakvi jesu, usredotočiti se na ključne pokretače poslovanja
Opseg	definiran internim aktima i propisima	često ograničen na ključne stavke
Pristup	neograničen	moгуća ograničenja
Dokaz	testiranje usklađenosti, prava i dužnosti	na temelju razgovora

Izvor: P. Howson (2006.) *Due diligence*, Masmedia, Zagreb

Kod provođenja postupka due diligencea javlja se i niz drugih pitanja oko samog načina i tehnike provođenja postupka. Ta pitanja mogu biti:

1. *Kriteriji mjerodavni za prikupljanje i ocjenu podataka* – postavlja se pitanje koliko opsežno ispitivanje društva treba biti i koliko se opsežni podaci traže. Kod velikih preuzimanja nemoguće je detaljno ispitati sve podatke. U takvom slučaju važno je postaviti granice i to vremenske da se pregledavaju dokumenti koji se odnose na jedno vremensko razdoblje, i odrediti kriterij bitnosti. Koji su podaci bitni ovisi o konkretnom slučaju, o veličini poduzeća, vrsti djelatnosti i drugim čimbenicima.

2. *Vrijeme i troškovi provođenja due diligencea* – due diligence iziskuje određene troškove za njegovo provođenje, i predstavlja značajan zahvat koji bi trebalo obaviti u što brže i sa što manje ometanja redovitog posla.

<sup>46</sup> [www.perfectus-revizija.hr](http://www.perfectus-revizija.hr) (2016.) *Revizija financijskih izvještaja*

3. *Povjerljivost podataka* – pitanje koje se redovito pojavljuje kod postupka due diligencea je povjerljivost podataka i zaštita poslovnih tajni poduzeća. U postupku se pojavljuje mnoštvo podataka i postoji opasnost da se ti podaci zloupotrijebe na štetu društvu. U praksi se to rješava tako da se od osoba kojima se omogućava uvid u takve dokumente i isprave, traži da preuzmu obvezu da neće dalje prenositi informacije koje saznaju tijekom due diligencea.

4. *Priprema poduzeća za due diligence postupak* – poduzeće nad kojim se provodi due diligence može se pripremati i onda dok još ne zna da će se nad njime provoditi taj postupak. To čini tako da svoje redovno poslovanje obavlja na način da uredno vodi dokumentaciju, da ju sistematizira i uredno arhivira. Poduzeću koje kontrolira vlastite podatke neće biti teško ni kad započne due diligence staviti na raspolaganje sve podatke i isprave koje se budu od njega tražili<sup>47</sup>.

### 3.3. Financiranje akvizicija

Prije određivanja oblika i traženja izvora financiranja akvizicije treba odrediti vrijednost poduzeća koje se preuzima, osim toga preuzimatelj ne mora kupiti 100% vlasništva nad poduzećem koje se kupuje. Osnovni preduvjet racionalne akvizicije jest da je vrijednost tvrtke nakon preuzimanja veća od individualnih vrijednosti tvrtki koje se kombiniraju prije njihova spajanja<sup>48</sup>. Cijena akvizicije sastoji se od procijenjene tržišne vrijednosti kandidata za preuzimanje uvećane za akvizicijsku premiju koju preuzimatelj mora platiti kako bi motivirao dioničare ili vlasnike ciljanog poduzeća na prodaju ili na razmjenu dionica preuzimatelja ukoliko se preuzimanje financira razmjenom dionica. Mijatović navodi da će se cijena formirati temeljem procijenjenih koristi od akvizicije, tj. sinergijskih efekata koji će se ostvariti akvizicijom. To će ujedno biti i maksimalna cijena koju akviziter može platiti, ali u tome

---

<sup>47</sup> M. Veršić (2015. ) *Due diligence postupak u trgovačkim društvima*, dostupno na [www.versiclawoffice.hr](http://www.versiclawoffice.hr)

<sup>48</sup> E. Mijatović (2012.) *Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

slučaju dioničari akviziterskog poduzeća ne ostvaruju dodatnu zaradu, već ju ostvaruju dioničari poduzeća koje se preuzima. Minimalna cijena je predstavljena tekucum tržišnom cijenom dionica ciljanog poduzeća, i to je najniža vrijednost po kojoj bi dioničari ciljanog poduzeća pristali prodati svoje udjele.

Međunarodna preuzimanja i spajanja<sup>49</sup> mogu se financirati na različite načine: gotovinsko plaćanje u zamjenu za kupljene dionice; financiranje uz pomoć duga, tj. izdavanjem vrijednosnih papira na domaćim ili međunarodnim tržištima; zajmova financijskih institucija i zajmova unutar kompanije; razmjenom dionica – gdje se dionice poduzeća kupca zamjenjuju za dionice poduzeća kojeg se preuzima.

Kad se za financiranje koristi izdavanje vrijednosnih papira, to može biti izdavanje ili emisija novih dionica ili izdavanje obveznica. Emisija novih dionica za preuzimatelja može biti koristan način financiranja kada preuzimatelj ne želi imati velike odljeve gotovine<sup>50</sup> ili ju nema. Međutim, takvim načinom financiranja dolazi do razrjeđivanja udjela u preuzimatelju što može ne odgovarati nekim postojećim dioničarima. Izdavanje obveznica je iznimno skupo zbog administrativnih, marketinških i regulatornih troškova, a mogu se pojaviti i brojne restrikcije u budućem poslovanju od onih koji kupuju obveznice.

Zajam predstavlja kreditne aranžmane s poslovnim bankama uz jamstvo određene imovine preuzimatelja. Za kratkoročno zaduživanje kao jamstvo se daje ona imovina koja se može brzo unovčiti poput potraživanja ili zalihe preuzimatelja. Za dugoročno zaduživanje za jamstvo se banci daje dugotrajna imovina. Takav način financiranja transakcije za preuzimatelja znači smanjivanje mogućnosti zaduživanja u budućnosti, isplate dividendi, ulaganja u kapitalne projekte i dr.

---

<sup>49</sup> T.Lazibat, T.Baković, L.Lulić (2005.) *Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

<sup>50</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

Kod kreditnog zaduživanja za izvršenje transakcije preuzimanja pojavljuje se i pojam *mezzanine* financiranje<sup>51</sup>. Mezzanine financiranje je izvedenica dugovnog i vlasničkog financiranja te omogućuje onome tko je posudio sredstva preuzimatelju da konvertira dug u vlasnički kapital ako preuzimatelj ne otplaćuje dug u cjelosti i na vrijeme.

Kod preuzimanja razmjenom dionica se dioničarima poduzeća koje se preuzima ponudi razmjena dionica čime oni stječu udio kod preuzimatelja ili novog kombiniranog poduzeća ako se radi o spajanju. Oni te dionice stječu po povoljnijim uvjetima te na taj način, zajedno sa dioničarima preuzimatelja ostvaruju sinergijske efekte kroz povećanje vrijednosti dionica<sup>52</sup>. Slučaj razmjene dionica kod akvizicija u Hrvatskoj dogodio se u ožujku 2002. godine kada je talijanski UniCredito kupio 81,91% dionica Zagrebačke banke. 20% te akvizicije je plaćeno gotovinom, a ostatak razmjenom dionica<sup>53</sup>.

Preuzimanjem putem zajma naziva se i preuzimanje putem poluge, a ono se često koristi i slučaju preuzimanja poduzeća od strane menadžera (*eng. MBO – management buyout*), ali i od strane zaposlenika (*eng. EBO – employee buyout*). Takvi oblici preuzimanja poduzeća ponekad se javljaju kao način rješavanja obiteljskog naslijeđa ili kao skupni odgovor zaposlenika prijetnji zatvaranja, likvidacije ili neprijateljskog preuzimanja. Preuzimanje poduzeća od strane zaposlenika može se provesti i kroz program zajedničkog dioničarstva (*engl. ESOP – employee share ownership plane*). ESOP je poseban oblik uključivanja zaposlenika u vlasničku strukturu poduzeća<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

<sup>52</sup> E. Mijatović (2012.) *Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

<sup>53</sup> [www.index.hr](http://www.index.hr) (2004.) *Sumnjiva privatizacija Zagrebačke banke prijeti svjetskom financijskom tržištu*

<sup>54</sup> D. Filipović (2012.) *Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća*, <http://hrcak.srce.hr/>

### 3.4. Motivi preuzimatelja

Bez obzira na vrstu ili oblik akvizicije ili stjecanja preuzimatelji imaju neke motive koji ih potiču da ulaze u takav oblik integriranja. Prema Šubiću<sup>55</sup> najčešći motivi su povećanje učinkovitosti i korištenje prednosti koje se ostvaruju upotrebom ekonomija obujma i ekonomije opsega. Postojanje ekonomije obujma se objašnjava tako da se trošak proizvodnje po jedinici proizvoda smanjuje s povećanim brojem proizvedenih jedinica. Ekonomija opsega je rezultat povećane ponude proizvoda i usluga nakon provedene integracije. Smatra se da je za poduzetnike koja se bavi različitim, ali ipak komplementarnim aktivnostima jeftinije da jedan obavlja poslove jedne i druge kompanije nego da dva poduzetnika zasebno proizvode za sebe. Osim ovih postoje i drugi motivi: da se postigne vladajući ili monopolski položaj na tržištu, da se prodrije na nova tržišta. Motiv ulaska na nova tržišta može biti zbog želje za ekstra profitom, ali i da se zaštiti od oscilacija u pojedinoj industrijskoj grani raspodjeljujući rizik. Okrupnjavanje može biti inspirirano željom da se provedbom koncentracije postavi učinkovitiji menadžment ili rukovodstvo koje će napustiti stare i zastarjele tehnologije i početi primjenjivati najsuvremenije metode rukovođenja. U skladu s time, okrupnjavanje može biti prilika sposobnom menadžmentu da pokaže svoja znanja, ali i šansa da nakon okrupnjavanja iz vlasničke strukture izbací nesposobne vlasnike. Sve motive bi mogli staviti u četiri grupe: troškovne koristi, prihodovne koristi, ekonomski uvjeti i drugi motivi. Troškovne koristi čine već spomenuta ekonomija obujma, organizacijske učinkovitosti, troškove financiranja, diversifikaciju rizika i učinkovitu upotrebu kapitala. Prihodovne koristi su: ekonomija opsega, sklapanje velikih poslova i poticanje ekonomske rente. Pod ekonomskim uvjetima misli se na motive za provedbu koncentracije koji nastaju poslije krize ili za vrijeme uspona u poslovnom ciklusu. Ostali motivi mogu biti menadžerski motivi za okrupnjavanje, obrana od neprijateljskog preuzimanja i drugi.

---

<sup>55</sup> R. Šubić (2009.) *Uloga stranih banaka u okrupnjavanju bankovne industrije*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

Prema Damodaranu<sup>56</sup> postoji pet vrsta motiva za preuzimanje drugog poduzeća. Ako je motiv vrijednost određenog poduzeća, ciljano poduzeće mora biti podcijenjeno. Kod ovog motiva pitanje je modela po kojem će se utvrditi podcijenjenost. To može biti odnos tržišne cijene i knjigovodstvene vrijednosti, a može biti i odnos tržišne cijene i diskontiranog novčanog toka. Drugi motiv za preuzimanje je diverzifikacija. Kod ovog motiva ciljano poduzeće bit će sa poslovanjem koje je nepovezano i nekorelirano sa poslovanjem preuzimatelja. Sljedeći motiv je stvaranje sinergije. Ako je izvor sinergije ekonomija obujma ciljano poduzeće mora biti iz iste branše kao i akviziterska tvrtka, ako je traženi izvor sinergije funkcionalna sinergija tada ciljano poduzeće treba biti najjače u onom funkcionalnom području gdje je preuzimatelj slab. Ako se traži financijska sinergija tada se traži poduzeće koje može imati dobre projekte, ali nedostatak sredstava za financiranje, ili koje će donijeti neke porezne uštede, ili bolje korištenje troška kapitala i dr. Sljedeći motiv je menadžerska kontrola. Kod ovog motiva ciljano poduzeće bit će ono koje je loše upravljano i kod kojeg postoji potencijal za veći povrat na kapital, imovinu, veću profitnu maržu, dobit itd. Zadnji motiv su interesi top menadžmenta gdje se gledaju menadžerski interesi, a ne ekonomski razlozi.

U tablici 3.4. sažeti su ti motivi i ciljano poduzeće prema tim motivima.

---

<sup>56</sup> A. Damodaran (2002.) *Acquisitions and takeovers*, dostupno na <http://pages.stern.nyu.edu/>

**Tablica 3.4. Karakteristike ciljanog poduzeća prema motivima stjecatelja**

<i>Ako je motiv:</i>	<i>Onda je meta tvrtka:</i>
Podcijenjenost	Tržišna cijena ispod procijenjene vrijednosti
Diversifikacija	Ima različito poslovanje od poslovanja preuzimatelja
Operativna sinergija	Ima obilježja koja stvaraju operativnu sinergiju: - ušteda: ekonomija obujma - veći rast: izlazak na nova tržišta ili proširenje postojećih
Financijska sinergija	Ima obilježja koja stvaraju financijsku sinergiju: -porezna štednja: pruža porezne uštede preuzimatelju -kapacitet zaduživanja: ciljano poduzeće nema mogućnost zaduživanja -slab novčani tok: dobri projekti, a bez sredstava za realizaciju
Kontrola	Loše upravljana tvrtka
Interesi menadžmenta	Ima karakteristike koje najbolje odgovaraju egu menadžmenta preuzimatelja

Izvor: A. Damodaran (2002.) *Acquisitions and takeovers*, dostupno na <http://pages.stern.nyu.edu/>

Brealey, Myers i Marcus<sup>57</sup> uz motive za spajanje koji imaju ekonomski smisao, spominju i sumnjive motive za spajanje i to diverzifikaciju i igre zavaravanja.

Kod *diverzifikacije*, poduzeća koja se bave sa djelatnošću koja stagnira spajanjem ili preuzimanjem ponekad ulaze u nove djelatnosti, tj. diversificiraju poslovanje. Brealey, Myers i Marcus smatraju da dioničari sami mogu lakše i jeftinije provesti diversifikaciju te postavljaju pitanje "Zašto bi poduzeće A kupilo poduzeće B radi diversifikacije kada dioničari poduzeća A mogu kupiti dionice poduzeća B kako bi diversificirali svoj portfelj?"

<sup>57</sup> R.A.Brealey, S.C.Myers, A.J.Marcus (2007.) *Osnove korporativnih financija*, MATE, zagreb

Kod *igre zavaravanja*, poduzeće sa visokim omjerom cijene i dobiti (omjer je visok jer ulagači očekuju veliki rast buduće dobiti), visoki rast dobiti ne postiže kapitalnim ulaganjima, poboljšavanjem proizvoda ili povećanom efikasnošću, već kupovinom spororastućih poduzeća s niskim omjerom cijene i dobiti. Kratkoročno se odnos cijene i dobiti može dramatično povećati, ali dugoročni rezultat će biti sporiji rast i smanjenje omjera cijene i dobiti. Ako se zavaraju ulagači, moguće je ostvariti rast dobiti po dionici bez smanjenja omjera cijene i dobiti. Da bi održali rast dobiti, potrebno je dalje zavaravati ulagače poduzimanjem novih spajanja, ali učinak te igre se jedanput mora usporiti, dobit prestati rasti, a cijela kula od karata će se srušiti.

### **3.5. Stvaranje sinergije u spajanjima i akvizicijama**

Sinergija je potencijalna dodana vrijednost koja se ostvaruje od kombiniranja dviju tvrtki. Ostvarivanje sinergije je jedan od najčešćih motiva za preuzimanja i spajanja, ali i zbog pogrešnih procjena jedan od najčešćih razloga neuspjeha spajanja i preuzimanja. Sinergija objašnjava i zašto je plaćena značajna premija u akviziciji. Zbog toga, potreba pravilne procjene sinergije u spajanju i preuzimanju nameće se kao ključno pitanje u procesu spajanja i preuzimanja<sup>58</sup>.

Harding i Rovit<sup>59</sup> sinergiju promatraju sa dvije strane koje treba uzeti u obzir, pozitivnu sinergiju i negativnu sinergiju. Zanemarivanje pozitivne sinergije može navesti poduzeća da propuste poslove koje je trebalo sklopiti, a zanemarivanje negativne sinergije može namamiti poduzeća u loše poslove. Pozitivnu sinergiju promatramo kao skup koncentričnih krugova (slika 3.7.). Sinergije u središnjem krugu obično proizlaze iz udvostručenih kombinacija

---

<sup>58</sup> A. Damodaran (2002.) *Acquisitions and takeovers*, dostupno na <http://pages.stern.nyu.edu/>

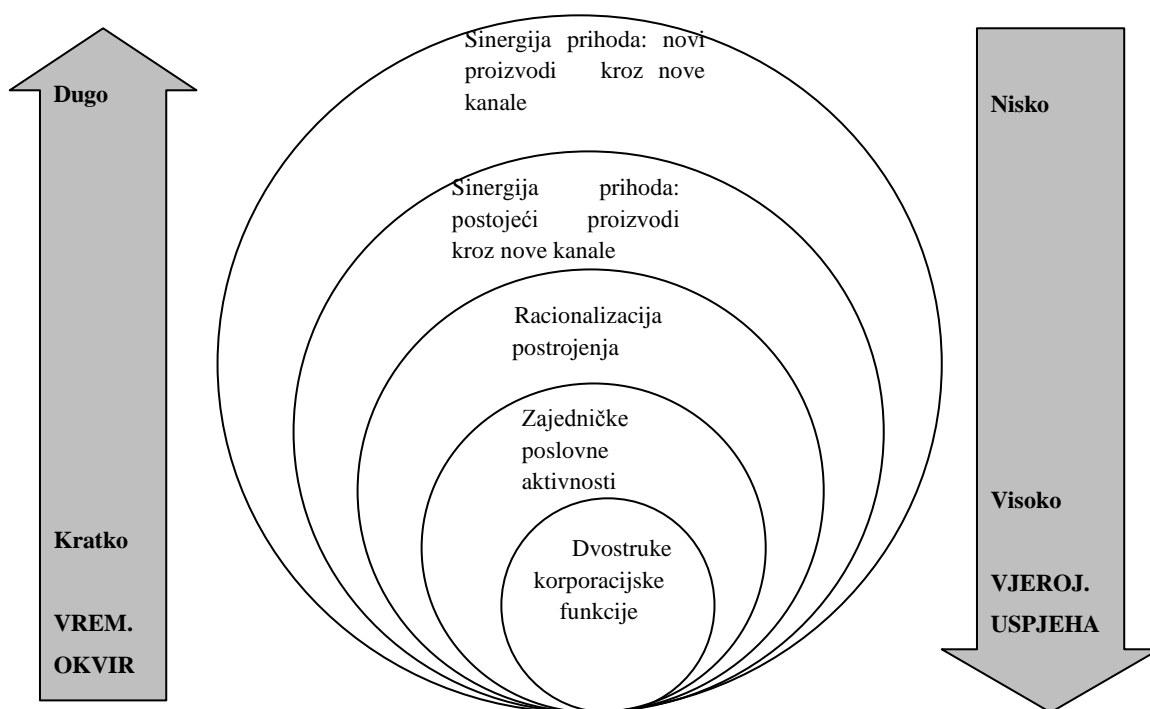
<sup>59</sup> D. Harding, S. Rovit (2004.) *Preuzimanje i spajanje poduzeća*, Poslovni dnevnik MASMEDIA, Zagreb



poslije fuzije, npr. zakonske funkcije, kadrovske, blagajničke i sl. Sljedeći krug čine zajednički operativni troškovi kao što su distribucija, prodaja i regionalni troškovi. Još dalje leži ušteta iz racionalizacije radnih postrojenja koja obično uključuje značajne ljude i regulatorne teme. Vanjski krugovi su sinergije prihoda, počevši sa povećanim prodajama postojećih proizvoda kroz nove kanale pa do prihoda od novih proizvoda kroz nove kanale. Dakle, što su ovi troškovi i prihodi dalje od jezgre, njihovo ostvarenje bit će teže i trajat će duže.

Kako se identificiraju i kvantificiraju pozitivne sinergije, isto treba napraviti i za one negativne. Gotovo svi sklopljeni poslovi sadrže i nekolicinu negativnih sinergija. Do negativne sinergije može doći zbog mogućeg odlaska određenih kupaca jer oni više ne žele imati tako veliki udio svog poslovanja samo sa jednim dobavljačem; zbog mogućeg odlaska pouzdanih i talentiranih zaposlenika u vremenu procesa integracije. Učinak promjene vlasništva također utječe na negativnu sinergiju; ako je preuzeto poduzeće imalo pristup jeftinijim sirovinama unutar svoje matične grupe; ako je preuzeto poduzeće imalo privilegiran odnos sa drugim poduzećima unutar svoje grupe. Ako je preuzeto poduzeća iz drugačije kulture od preuzimatelja dolazi do kulturnih sukoba, što također doprinosi negativnoj sinergiji.

### Slika 3.7. Vrednovanje pozitivne sinergije



Izvor: D. Harding, S. Rovit, *Preuzimanje i spajanje poduzeća*, MASMEDIA

Stvaranje sinergije je usko povezano sa motivima jer očekivanje učinaka pozitivne sinergije može biti jedan od glavnih motiva za ulazak u posao spajanja ili preuzimanja. Kao što je već spomenuto u prethodnom poglavlju, izvor sinergije može biti operativni i financijski.

Operativne sinergije<sup>60</sup> su one koje omogućuju povećanje operativne dobiti, rasta, ili jednog i drugog. Postoje četiri vrste izvora operativnih sinergija: ekonomija obujma (niži troškovi, viša efikasnosti i dobit), veća cjenovna snaga (veći tržišni udio, veće marže), kombiniranje različitih funkcionalnih snaga (npr. poduzeće sa kvalitetnim marketinškim vještinama preuzima poduzeće sa dobrom linijom proizvoda) i veći rast na novim ili postojećim tržištima.

<sup>60</sup> A. Damodaran (2002.) *Acquisitions and takeovers*, dostupno na <http://pages.stern.nyu.edu/>

Financijske sinergije<sup>61</sup> se odnose na povećani novčani tok ili na smanjenje troška kapitala. Česti oblik financijske sinergije se pojavljuje kada poduzeće sa slobodnim novčanim sredstvima (i limitiranim mogućnostima rasta) preuzme poduzeće koje ima dobre projekte i visoke mogućnosti rasta, ali nedostatak financijskih sredstava da financira projekte. Financijska sinergija može se pojaviti i u obliku boljeg upravljanja poreznim obavezama, npr. iskorištavanjem prednosti poreznih zakona, smanjenjem dobiti pa tako i poreznih obveza preuzimanjem poduzeća koje posluje sa operativnim gubitkom, ili povećanjem amortizacijskih stopa nakon preuzimanja.

---

<sup>61</sup> A. Damodaran (2002.) *Acquisitions and takeovers*, dostupno na <http://pages.stern.nyu.edu/>

### **3.6. Uspješnost spajanja i preuzimanja**

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

#### **3.6.1. Uspješnost temeljem kretanja cijena i prinosa dionica**

Isplate li se preuzimanja dioničarima poduzeća koja sudjeluju u transakciji najčešće je pitanje u istraživanjima o utjecaju preuzimanja na bogatstvo dioničara. Odgovor ovisi gleda li se utjecaj preuzimanja na dionice preuzimatelja ili dionice poduzeća mete i u kojem razdoblju. Istraživanja o kretanju cijena dionica provedena su i na poduzećima preuzimateljima i na poduzećima metama. Zaključci tih istraživanja koje navodi Filipović<sup>62</sup> su da u trenutku objave preuzimanja zarade dioničara (i preuzimatelja i poduzeća mete) u prosjeku su pozitivne. Drugi zaključak je da u takvim situacija dioničari poduzeća mete, po pravilu, zarađuju mnogo više od dioničara preuzimatelja. I treći zaključak je, da obično tri do pet godina nakon transakcije preuzimatelji lošije posluju od industrijskoga prosjeka što se reflektira na eroziju vrijednosti njihovih dionica.

Kod većih poslova moguće je pratiti poslovanje i kretanje cijena dionica preuzimatelja nakon što je objavljena ili zaključena transakcija. Možemo uspoređivati prinos od dionica preuzimatelja s prinosima sličnih poduzeća za određeno vremensko razdoblje, primjerice dvanaest mjeseci uz objavu transakcije. Razliku između prinosa akviziterskog poduzeća i prinosa ostalih poduzeća zovemo izvanredni prinos. Nedostatak istraživanja kretanja cijena i

---

<sup>62</sup> D. Filipović (2012.) *Izazovi integracijskog procesa*, Sinergija, Zagreb

prinosa dionica na financijskome tržištu je da se promatra samo velike preuzimatelje i velike transakcije koji javno trguju i gdje je javno otkrivena vrijednost posla, dok podaci za niz malih poslova nisu javno dostupni<sup>63</sup>.

### 3.6.2. Uspješnost temeljem računovodstvenih podataka

Metode kojima se mjeri uspješnost temeljem računovodstvenih podataka mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i preuzimanja jer su usredotočene na rezultate poduzeća. Rezultati poduzeća su točan pokazatelj uspješnosti poduzeća. Iz tog razloga svako poduzeće redovito priprema financijske izvještaje i poziva nezavisnu revizorsku kuću da potvrdi kako ti izvještaji prikazuju stanje na istinit i fer način. Za razliku od financijskih tržišta i kretanja cijena dionica, ovdje nije prisutna psihologija tržišta i špekulanti koji podižu i smanjuju vrijednosti dionica temeljem nekih svojih vlastitih prosudbi neutemeljenih na računovodstvenim podacima.

Uobičajena metoda uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka je računanje operativnog novčanog toka prije poreza<sup>64</sup>. Analiza novčanih tokova jedan je od najvažnijih instrumenata upravljanja novcem, a obrađuje povijesne podatke sadržane u izvještajima o novčanim tokovima. U središtu pozornosti analitičara, investitora i menadžera desetljećima su bili bilanca i račun dobiti i gubitka. Međutim, posljednja je dva desetljeća, zbog brzog razvoja tehnologija, zbog sve kompleksnijih uvjeta poslovanja, globalizacije i velikog broja skandala uzrokovanih računovodstvenim manipulacijama, izvještaj o novčanim tokovima dobio na važnosti. Mnogi smatraju da je postao važniji čak i od bilance i računa dobiti i gubitka. Analiza novčanih tokova informira menadžment o osnovnim i bitnim značajkama novčanih priliva i odliva, o sposobnosti generiranja novca, likvidnosti i rizicima. Analiza višegodišnjih

---

<sup>63</sup> D. Harding, S. Rovit (2004.) *Preuzimanje i spajanje poduzeća*, Poslovni dnevnik MASMEDIA, Zagreb

<sup>64</sup> V. Bači (2010.) *Međunarodna spajanja i preuzimanja poduzeća kao komparativna prednost u farmaceutskoj industriji*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

komparativnih izvještaja informira o povijesnim kretanjima i trendovima te o novčanim ciklusima u poslovanju, što je potrebno za procjenu, tj. projekciju budućih novčanih tokova. Zbog relativno kratkog razdoblja primjene ne postoje standardni alati, paketi ili pokazatelji za analizu novčanih tokova, već je ona prepuštena kreativnosti samih organizacija<sup>65</sup>.

### 3.6.3. Uspješnost temeljem dodane vrijednosti

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih podataka također se može kritizirati jer takav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara. Naime, takav pristup ignorira trošak kapitala, tj. ne uključuje oportunitetni trošak. Iako poduzeće može imati solidne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor ne bi mogao bolje proći ulažući u neke druge, jednako rizične investicije. Osim toga, računovodstvenim podacima se može manipulirati, te im ne može vjerovati sa sto postotnom sigurnošću<sup>66</sup>.

Postoje različite mjere dodane vrijednosti koje se mogu koristiti. Najčešće korištene i najpopularnije jesu ekonomska dodana vrijednost i tržišna dodana vrijednost<sup>67</sup>. Ekonomska dodana vrijednost je drugi naziv za ekonomsku dobit poduzeća. Ključni elementi procjene ekonomske dobiti su izračunavanje operativne dobiti poduzeća iz financijskih izvještaja, vršenje podešavanja na računovodstvenoj dobiti kako bi ona bolje odražavala rezultate poduzeća u nekom razdoblju, te računanje troškova kapitala poduzeća. Razlika između operativne dobiti i troškova kapitala predstavlja procjenu ekonomske dobiti poduzeća, odnosno dodanu ekonomsku vrijednost.

---

<sup>65</sup> <http://trecingcentar.hr/korisno/strucni-clanci/analiza-novcanih-tokova/> (2016.) *Trecing Centar Analiza novčanih tokova*

<sup>66</sup> V. Bači (2010.) *Međunarodna spajanja i preuzimanja poduzeća kao komparativna prednost u farmaceutskoj industriji*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

<sup>67</sup> B. Novak (2001.) *Mjerenje i upravljanje dodanom ekonomskom vrijednošću tvrtke*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

*Ekonomska dodana vrijednost = (Povrat na uloženi kapital – trošak kapitala)  
x (Uloženi kapital)*

*Ekonomska dodana vrijednost = Operativna dobit poslije poreza – (Trošak  
kapitala) x (Uloženi kapital)*

Trošak kapitala je stopa prinosa koji očekuju oni koji daju kapital poduzeću. On uključuje ne samo eksplicitne kamate na dug, već i implicitan minimalni prinos koji očekuju vlasnici. Taj minimalni prinos vlasnicima, naziva se potrebnom stopom prinosa, a nužan je da bi vlasnici zadržali svoj investirani kapital u poduzeću.

Vrijednost koja je vezana za prethodnu je tržišna dodana vrijednost. Ona je usmjerena na tržišnu vrijednost kapitala u usporedbi sa troškovima kapitala. Ključni su elementi tržišne dodane vrijednosti računanje tržišne vrijednosti kapitala, te računanje investiranog kapitala. Razlika između tržišne vrijednosti kapitala i vrijednosti investiranog kapitala dodana je tržišna vrijednost. Prvenstvena razlika između ekonomske dodane vrijednosti i tržišne dodane vrijednosti je što ova druga u računici uključuje tržišne vrijednosti. Osim toga ekonomska dodana vrijednost pokazuje koliko je u tijeku jedne godine u poslovanju povećana vrijednost poduzeća, dok tržišna dodana vrijednost pokazuje koliko je tijekom života poduzeća povećana vrijednost poduzeća<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> B. Novak (2001.) *Mjerenje i upravljanje dodanom ekonomskom vrijednošću tvrtke*, dostupno na <http://hrcak.srce.hr/>

#### 4. ANALIZA: USPJEŠNOST MEĐUNARODNIH PREUZIMANJA HRVATSKIH PODUZEĆA

Nakon višegodišnje recesijske letargije primjećuje se oživljavanje tržišta akvizicija u koje rolu imaju hrvatska poduzeća, bilo da se prodaju strancima ili da sami kupuju u inozemstvu. I u jeku recesije bilo je takvih transakcija, što prinudnih dokapitalizacija, što dobrovoljnih prodaja i kupnji, ali pozitivan trend počeo se primjećivati u zadnje dvije do tri godine. U 2014. godini ostvareno je 39 transakcija, čija je ukupna vrijednost iznosila milijardu dolara. Više je stranih investitora koji se odlučuju na akvizicije hrvatskih poduzeća, a i sve više se domaćih kompanija akvizicijama širi na inozemna tržišta<sup>69</sup>.

**Tablica 4.1. Preuzimanja i spajanja koje su provela hrvatska poduzeća u inozemstvu**

<b>Godina</b>	<b>Vrijednost (u milijunima eura)</b>	<b>Broj ostvarenih poslova</b>
2010.	32	1
2011.	-	-
2012.	-	1
2013.	1.402	5
2014.	-	2
2015. (do 31.07.)	33	4
<b>Ukupno</b>	<b>1,817 milijardi</b>	<b>12</b>

Izvor: M. Bačelić, *Evo što su Hrvati kupili u inozemstvu ali i stranci u Hrvatskoj*, <http://liderpress.hr>

Uspješna preuzimanja je započeo Agrokor s akvizicijom Frikoma u Srbiji, 2003. godine, a potom i Lura, današnji Dukat, s preuzimanjem Somboleda, tadašnjeg proizvođača mliječnih proizvoda, 2004. godine. Do sada ih je bilo dvadesetak iz različitih sektora i zemalja. Najčešće su odabirana dobro poznata tržišta i kompanije koje su imale jasne sinergije s postojećim poslovanjem preuzimatelja. Većinom su preuzimane firme koje su imale brandove s jakom prepoznatljivošću na tržištu, često i sa širim regionalnim dosegom.

<sup>69</sup> M. Bačelić (18.08.2015.) *Evo što su Hrvati kupili u inozemstvu ali i stranci u Hrvatskoj*, dostupno na <http://liderpress.hr>



#### 4.1. Anketni upitnik korišten u istraživanju

Za istraživanje akvizicija hrvatskih poduzeća u inozemstvu, kao što je već i u uvodu spomenuto korišten je anketni upitnik. Kompanije kojima je poslan su: Podravka, za preuzimanje slovenskog Žita 2015. godine; Agrokor, za preuzimanje slovenskog Mercatora 2014. godine; Orbico, za preuzimanje poljske Navo Grupe Dystrybucyina 2014. godine i poljske Zywica grupe 2015. godine; Atlantic Grupa slovenske Droga Kolinske 2010. godine, AgroFructus, za preuzimanje makedonskih VANT dooel, VBA-Futura dooel i Euro-Agriju 2016. godine, te Vindija za preuzimanje mljekare Senta u Vojvodini 2012. godine.

Pitanja iz anketnog upitnika tiču motiva i načina preuzimanje, te uspješnosti integracije preuzetih poduzeća, prikazujemo ih u nastavku.

1. Izravno ulaganje u inozemstvu poduzeća u kojem radite prema motivu ulaganja je bilo?

- a) tržišno orijentirano ulaganje
- b) resursno orijentirano ulaganje
- c) ulaganje orijentirano na maksimiziranje učinkovitosti
- d) strateško orijentirano ulaganje

2. S obzirom na ekonomske pokazatelje države u kojoj je izvršeno ulaganje najznačajniji pokazatelji o kojima se vodilo računa su: (označite sa rednim brojevima počevši sa 1 kao najznačajniji)

Visina BDP-a per capita	
Veličina tržišta	
Rast lokalnoga tržišta	
Mogućnost prodiranja na regionalna tržišta	
Stopa inflacije	
Stopa nezaposlenosti	
Utjecaj integracije Hrvatske u EU	

3. Koji je bio glavni motiv preuzimanja/spajanja poduzeća-mete?

- a) proširenje na nova tržišta
- b) proširenje proizvodnog asortimana
- c) stjecanje nove tehnologije
- d) stjecanje novih znanja
- e) nešto drugo, što? \_\_\_\_\_

4. Prema tipu preuzimatelja, poduzeće u kojem radite je bilo?

- a) Strateški preuzimatelj (proširenje postojećeg poslovanja)
- b) Preuzimatelj investitor (podizanje vrijednosti i ponovna prodaja)

5. Koliko je puta poduzeće u kojem radite bilo:

- a) Preuzimatelj drugog poduzeća ..... \_\_ puta
- b) Preuzeto od strane drugog poduzeća ..... \_\_ puta
- c) Preuzeto od strane fizičkih osoba (menadžera, zaposlenika i dr.)..... \_\_ puta
- d) Spojeno s drugim poduzećem ..... \_\_ puta

6. Ostvarenim ne-organskim rastom (akvizicijom-ma) Vaše je poduzeće raslo:

- a) Horizontalno
- b) Vertikalno
- c) Konglomeratski
- d) Komplementarno

7. Tko je bio većinski vlasnik preuzetog poduzeća ili poduzeća s kojim je provedeno spajanje?

- a) Fizička osoba
- b) Domaće poduzeće
- c) Inozemno poduzeće
- d) PIF-ovi / institucionalni investitori
- e) Mali dioničari
- f) Država

8. Koju je strategiju preuzimanja/spajanja primijenilo Vaše poduzeće?

- a) Objavljivanje javne ponude za preuzimanje
- b) Odlukama skupštine društva
- c) Kupnja na aukciji
- d) Izravno pregovaranje s vlasnikom poduzeća

9. Ako je bilo otpora preuzimanju, koju strategiju obrane je primijenilo poduzeće koje ste namjeravali preuzeti?

- a) Promjenom odredaba statuta društva
- b) Odlukom o prodaji dijela materijalne ili nematerijalne imovine poduzeća
- c) Novim zaduživanjem (kredit, obveznice, zapisi,...)
- d) Visokim odštetnim zahtjevom za otpremnine
- e) Nešto drugo, što? \_\_\_\_\_

10. Koja obilježja poduzeća-mete ste preferirali prilikom određivanja poduzeća koje bi se moglo preuzeti? (označite sa rednim brojevima počevši sa 1 kao najznačajnije)

Odgovarajući proizvodi / tržišta	
Odgovarajući tržišni udio	
Marketinške sposobnosti	
Visoko obrazovani menadžment i zaposlenici	
Sklonost menadžmenta prodaji poduzeća-mete i transparentne informacije	
Ne odveć velika cijena	
Nepostojanje više ponuda za preuzimanje	
Naznake mogućega povećanja efikasnosti poslovanja	

11. Koji je bio način financiranja preuzimanja?

- a) Izdavanje novih dionica preuzimatelja
- b) Izdavanje obveznica
- c) Kreditni aranžmani s poslovnim bankama
- d) Vlastitim novčanim sredstvima – gotovinom
- e) Mezzanine financiranje (izvedenica dugovnog i vlasničkog financiranja)
- f) Neki drugi oblik, koji? \_\_\_\_\_

12. Koji način plaćanja je bio primijenjen prema dioničarima / vlasnicima preuzetog poduzeća?

- a) Isplata na žiro račun odnosno tekući račun prodavatelja
- b) Dionicama poduzeća (zamjena dionica)
- c) Kombinacija a) i b)
- d) Neki drugi oblik, koji? \_\_\_\_\_

13. Je li vaše poduzeće koristilo vanjske usluge konzultanata ili neku vrstu savjetničkih usluga tijekom akvizicijskog procesa? (moguće više odgovora)

- a) Od početka do kraja, kroz sve faze procesa
- b) Niti u jednoj fazi
- c) U fazi odabira ciljanog poduzeća
- d) Od odluke o spajanju do kraja post-akvizicijskog procesa
- e) U fazi post-akvizicijske integracije

14. Jesu li akvizicijski proces pratili negativni medijski napisi i/ili istupi?

- a) Ne
- b) Da, i to je otežavalo proces integracije
- c) Da, ali bez značajnijeg učinka na proces integracije

15. U kojoj su mjeri poslovne kulture poduzeća preuzimatelja i poduzeća mete bile sukladne?

- a) U potpunosti
- b) U većem dijelu
- c) U manjem dijelu
- d) Nimalo

16. U kojoj su mjeri ostvareni planirani sinergijski efekti?

- a) U razini planiranih
- b) Manje od planiranih
- c) Veći od planiranih
- d) Neznatno su ostvareni

17. S obzirom na organizacijski pristup, koji tip integracije je primijenjen u odnosu na preuzeto poduzeće?

- a) Zadržavanje istog organizacijskog oblika
- b) Simbioza (oba poduzeća inicijalno koegzistiraju i s vremenom postaju međuovisna)
- c) Apsorpcija (potpuna konsolidacija poslovanja oba poduzeća i kreiranje nove organizacijske kulture)

18. Koji efekti su ostvareni kao posljedica preuzimanja poduzeća-mete? (moguće više odgovora)

- a) Smanjenje operativnih troškova
- b) Povećanje diferencijacije proizvoda
- c) Smanjenje konkurencije u industriji u kojoj se posluje
- d) Povećanje pregovaračke snage s obzirom na kupce i dobavljače

19. Koja od navednih funkcijskih područja su utjecali na stvaranje ekonomije obujma nakon preuzimanja ako je ostvarena? (moguće više odgovora)

- a) Manje zaposlenika
- b) Manje prodajne grupe
- c) Zajedničko sjedište poduzeća
- d) Korištenje zajedničkih marketinških kanala, prodaje, distribucije
- e) Nešto drugo, što? \_\_\_\_\_
- f) Ekonomija obujma nije ostvarena

20. Koja od navednih funkcijskih područja su utjecali na stvaranje ekonomije opsega nakon preuzimanja ako je ostvarena? (moguće više odgovora)

- a) Dijeljenje znanja i vještina
- b) Dijeljenje marke
- c) Dijeljenje resursa
- d) Nešto drugo, što? \_\_\_\_\_
- e) Ekonomija opsega nije ostvarena

21. s obzirom na uspješnost poslovanja u razdoblje do tri godine nakon preuzimanja, da li je došlo do povećanja ili smanjenja prema određenim računovodstvenim pokazateljima? (označite sa X)

<i>pokazatelj</i>	<i>povećanje</i>	<i>smanjenje</i>
<i>ROE – povrat na kapital</i>		
<i>ROA – povrat na imovinu</i>		
<i>ROS – neto profitna marža</i>		
<i>EBIT – dobit prije kamata i poreza</i>		

22. Jesu li preuzeto poduzeće napustili vodeći stručnjaci?

- a) Ne
- b) Da, nakon što su se uvjerali da će doći do akvizicije
- c) Da, u prvoj godini nakon akvizicije
- d) Da, u drugoj godini nakon akvizicije

Od nabrojanih kompanija odgovore su dostavile njih tri: Podravka, Agrokor i Atlantic grupa, pa će i te kompanije u nastavku biti analizirane.

## 4.2. Uzorak odabranih poduzeća

*Podravka d.d.* je multinacionalna prehrambena kompanija sa sjedištem u Koprivnici. Najpoznatija je po proizvodnji vegete koja je i njezin najjači brand. Osim vegete bavi se i proizvodnjom juha, čajeva, dječje hrane, različitih umaka i dodataka jelima, marmelada, sokova i dr. U svome sastavu ima i farmaceutsku kompaniju Belupo. Osim Hrvatske prisutna je i na tržištima svih zemalja bivše Jugoslavije, Rusije, Ukrajine, Češke, Poljske, a prisutna je i u nekim preookeanskim zemljama. Na dan 31.12.2014. Grupa Podravka imala je 5.341 zaposlenog. U 2015. godini ostvarila je ukupni prihod u iznosu od 3.777,2 mil. kuna i neto dobit u iznosu od 398,0 mil. kuna. Prema vlasničkoj strukturi najveći pojedinačni udjel ima Republika Hrvatska sa 25,4%, zatim slijede hrvatski mirovinski fondovi 42,0%, zbirni skrbnički račun za Unicredit Bank Austrija AG 7,7%, trezorske dionice 2,5% i ostali dioničari sa 22,4% dionica. Cijena dionice 31.12.2015. godine iznosila je 334,0 kune, a tržišna kapitalizacija 2.378,2 mil. kuna<sup>70</sup>. Kompanija je nastala 1947. godine na temeljima nekadašnje tvornice pekmeza i prerade voća - Wolf, te kasnije postala poznata u zemlji i inozemstvu po proizvodnji univerzalnog dodatka jelima – Vegeti. Kompanija je u 2015. godini započela sa gradnjom nove Belupove tvornice krutih i polukrutih te tekućih oblika lijekova, u čiju gradnju i opremanje Podravka Grupa ulaže 390 milijuna kuna i koja bi trebala biti dovršena tokom 2017. godine.

Koncern *Agrokor* najveća je hrvatska privatna kompanija i jedna od najjačih kompanija u jugoistočnoj Europi s gotovo 60 000 zaposlenika. Agrokor Grupa je 2014. godinu završila s 35,3 milijardi kuna ukupnog prihoda, gotovo pet milijardi većim u odnosu na 2013. godinu. Ukupni neto gubitak Agrokora iznosio je 135,7 milijuna kuna, dok je 2013. završio s oko 35 milijuna kuna dobiti. Unutar Agrokor koncerna, kojem su primarne djelatnosti proizvodnja i distribucija hrane i pića te maloprodaja, između ostalih posluju i najveći hrvatski proizvođač mineralne vode - Jamnica, sladoleda - Ledo, ulja,

---

<sup>70</sup>[www.zse.hr](http://www.zse.hr)

margarina i majoneze - Zvijezda, najveća hrvatska mesna industrija - PIK Vrbovec, zatim Belje - najveći poljoprivredno-industrijski kapacitet u Hrvatskoj, kao i vodeći maloprodajni lanci Konzum te Poslovni sistemi Mercator. Osim kompanija iz Hrvatske, Agrokor koncern sastoji se i od kompanija iz regije pridruženih tijekom nekoliko proteklih godina; iz BiH to su Ledo Čitluk, Sarajevski kiseljak i Velpro Sarajevo, zatim Dijamant, Frikom i IDEA iz Srbije, Mercator iz Slovenije te Ledo i Fonyodi iz Mađarske<sup>71</sup>. Ukupno je u sastavu Agrokor 56 poduzeća ili podružnica iz različit djelatnosti. Udjeli u vlasništvu nad podružnicama kreću se od 51,0% - TPDC Sarajevo pa do stopostotnog vlasništva kao što su Roto ulaganja d.o.o., Nova Sloga d.o.o. itd. Agrokor je izdavatelj tri serije korporacijskih obveznica na Irish Stock Exchange, te on sam ne kotira na Zagrebačkoj burzi, već kotiraju pojedina poduzeća kojima je većinski vlasnik. Većinski vlasnik Agrokor je Ivica Todorčić sa 93,80 %.

*Atlantic Grupa* je jedna od vodećih prehrambenih kompanija u regiji s poznatim regionalnim robnim markama koje, uz asortiman vanjskih partnera, podržava snažan vlastiti sustav distribucije u regiji. Proizvodi Atlantic Grupe imaju značajnu prisutnost u Rusiji, zemljama ZND-a i zapadne Europe, a s asortimanom sportske prehrane Atlantic je vodeća europska kompanija u ovom segmentu. Atlantic Grupa ukupno zapošljava oko 5300 ljudi. Sjedište kompanije je u Zagrebu, proizvodni pogoni se nalaze u Hrvatskoj, Njemačkoj, Sloveniji, BiH, Srbiji i Makedoniji, a tvrtke i predstavništva u 12 zemalja<sup>72</sup>. Osnovana je 2002. godine na temeljima Atlantic Tradea koji je osnovan 1991. godine. Prva akvizicija je bila kupnja Cede vite 2001. god. od Plive d.d. Od tada se tvrtka povećava i to većinom neorganskim rastom tj. akvizicijama u Hrvatskoj i regiji. Zadnja akvizicija je bila srpske prehrambene tvrtke Foodland 2015. godine. Krajem 2007. godine Atlantic Grupa u free float Zagrebačke burze pustila 31 posto dionica, što je u to vrijeme predstavljalo najveću javnu ponudu dionica jedne kompanije u privatnom vlasništvu. U srpnju 2010. godine Atlantic Grupa je provela dokapitalizaciju izdavši

---

<sup>71</sup>[www.agrokor.hr](http://www.agrokor.hr)

<sup>72</sup>[www.atlantic.hr](http://www.atlantic.hr)



864.305 novih dionica. Atlantic grupa u vlasništvu je 50,2% Emila Tedeschia, 25,2% Mirovinskih fondova, 6,0% EBRD-a, 5,2% Lade Tedschi Fiorio, 1,1% menadžmenta i 11,7% ostalih dioničara.

### **4.3. Način provođenja preuzimanja**

Preuzimanje Žita prehrambene industrije d.d. Ljubljana od strane Podravke u travnju 2015. godine prema odgovorima iz anketnog upitnika bilo prijateljsko preuzimanje, prema motivu bilo je tržišno i strateško orijentirano ulaganje. Zato su i glavni motivi preuzimanja bili proširenje na nova tržišta i proširenje proizvodnog asortimana. Žito je jedan od najvećih i najpoznatijih prehrambenih proizvođača u Sloveniji koji ima i vrlo veliku prepoznatljivost na tržištima jugoistočne Europe. Prema ekonomskim pokazateljima države u kojoj je izvršeno preuzimanje tj. R. Slovenije najznačajnije je rast lokalnoga tržišta. Tako tržište Slovenije, pored hrvatskog i bosanskohercegovačkog tržišta, postaje jedno od Podravkinih najznačajnijih. U Sloveniji Žito posjeduje ukupno 16 proizvodnih pogona, a kompanija zapošljava više od 1100 ljudi. S tradicijom dužom od 150 godina, Žito u svome portfelju ima široku paletu marki proizvoda koje spadaju u sam vrh po prepoznatljivosti na tržištima regije. Podravka se kod ovog preuzimanja može okarakterizirati kao strateški preuzimatelj jer kupuje poduzeće metu kako bi proširio postojeće poslovanje i zbog toga jer su proizvodi Žita komplementarni Podravkinima. Podravka d.d. do sada nije bila preuzimana, iako je bilo pokušaja ili ponuda za preuzimanje. Tako su svojedobno interes za Podravku iskazali Atlantic Grupa, varaždinska Vindija, a od stranih kompanija Nestle. Podravki ovo preuzimanje nije prvo, ali joj je sigurno najveće. Zadnje preuzimanje prije Žita d.d., bilo je preuzimanje rovinjske Mirne d.d. koje trenutno u svome vlasništvu ima oko 75%. Danica d.o.o je do prošle godine bila samostalni poslovni subjekt u

vlasništvu Podravke, da bi ju krajem prošle 2015. godine potpuno integrirala u svoj segment Podravka prehrana. Podravka je vlasnik i farmaceutske kompanije Belupo d.d. koja je najprofitabilniji dio grupe.

Preuzimanje Žita se prema vrsti preuzimanja može svrstati u horizontalno i komplementarno preuzimanje s obzirom da Podravka i Žito imaju vrlo komplementaran asortiman proizvoda –riječ je o prehrambenim proizvodima koji imaju sličan model proizvodnje, prodaje, promocije, distribucije i logistike. Konzorcij prodavatelja Žita su bili Slovenski državni holding d.d. te Modra zavarovalnica d.d., KD Kapital d.o.o., KD Skladi d.o.o., Adriatic Slovenica d.d. i NLB Skladi d.o.o., znači država, institucionalni fondovi i domaća poduzeća. Temeljem sklopljenog ugovora Podravka je stekla 51,55% redovnih dionica Žita, po cijeni od 180,10 eura po dionici, odnosno za cjelokupan iznos od 33.027.819,00 eura. Nakon stjecanja većinskog paketa, Podravka je sukladno propisima Republike Slovenije bila obvezna objaviti ponudu za preuzimanje svih preostalih dionica Žita<sup>73</sup>. Dakle, strategija preuzimanja je bila izravno pregovaranje s vlasnicima poduzeća i objavljivanje javne ponude. Javnom ponudom Podravka je stekla još 35,3% dionica. Uz 10% trezorskih dionica Žita ostalo je još 3,2% dionica u vlasništvu ostalih manjinskih dioničara. 19.01.2016. – donesena je odluka na Glavnoj skupštini Žita o istiskivanju manjinskih dioničara Žita te povlačenju dionica s Ljubljanske burze te je time završen proces akvizicije.

Preuzimanje Žita u Sloveniji nije prošlo bez medijskih i javnih negativnih istupa. Pa je tako slovenski ministar poljoprivrede Dejan Židan i predsjednik stranke Socijalnih demokrata smatrao da je prodaja ljubljanskog Žita Podravci potez koji će Sloveniji nanijeti štetu. Židan je strahovao da će Podravka outsourcati proizvodnju iz Slovenije i da će to oštetiti mlinare, pekare i proizvođače pšenice kojima Žito otkupljuje polovicu proizvodnje<sup>74</sup>. Za financiranje akvizicije Podravka se odlučila na dokapitalizaciju, odnosno na emisiju novih dionica u dva kruga. U prvom nove dionice bile se

---

<sup>73</sup><http://cdn.podravka.net/repository/files>

<sup>74</sup><http://www.telegram.hr>

namijenjene samo za zaposlenike Podravke, a u drugom krugu za dioničare koji su bili upisani na određeni datum pri SKDD-u. Interes je bio iznimno velik te je bilo inicijalno upisano 2,26 milijuna dionica, a predviđeni broj je bio 1,7 milijuna dionica. Povećanje temeljnog kapitala provelo se izdavanjem 1.700.000 novih redovnih dionica pojedinačne nominalne vrijednosti 220,00 kuna. Nove redovne dionice su se izdale po cijeni od 300,00 kuna po dionici čime se prikupio iznos od 510 milijuna kuna. S obzirom na veličinu i vrijednost akvizicije Padravka je u svim fazama procesa koristila usluge konzultantskih poduzeća specijaliziranih za spajanja i preuzimanja. Proces akvizicije rezultirao je i povećanjem određenih troškova koji su svrstani u grupu općih i administrativnih troškova i koji su zbog troškova akvizicije u 2015. godini bili za oko 13% veći u odnosu na 2014.

Poslovne kulture preuzimatelja i poduzeća mete su prema odgovoru iz ankete bile u većoj mjeri sukladne, što se daje i zaključiti s obzirom na pripadanje istoj industrijskoj grani, sličnosti u proizvodnom programu, a i poslovanju u istom kulturnom miljeu ako se gleda poslovna etika, materijalne elemente kulture, jezik, religiju i sl.

Da je preuzimanje slovenskog trgovačkog lanca Mercator od strane koncerna Agrokor bilo motivirano zbog maksimiziranja učinkovitosti pokazuje i podatak da na svih pet tržišta Adria regije Konzum i Mercator ostvaruju ukupno šest milijardi eura prihoda, dok sljedeći najveći konkurent Lidl ostvaruje milijardu eura prihoda. Prema rječima direktora Mercator Hrvatska za časopis Banka<sup>75</sup> detektirano je 20 područja sinergija (menadžment kategorija, logistika, loyalty sustavi itd.) nakon pripajanja, a u svrhu konsolidacije oba poduzeća oformljen je i tzv. post merger ured, zadužen za integraciju poslovanja u regiji. Integracija se radila na dva polja: operativna integracija trgovina i brendova i optimizacija poslovanja dviju kompanija. Motiv preuzimanja je bio i proširenje na nova tržišta budući da je Mercator vodeći trgovački lanac u Sloveniji, a u Hrvatskoj i Srbiji također zauzima znatan udio na tržištu maloprodaje.

---

<sup>75</sup>[www.bank.hr](http://www.bank.hr)

Prema tipu preuzimatelja Agrokor je bio strateški preuzimatelj, a to dokazuje daljnje ulaganje u Mercator nakon preuzimanja, Mercator je nakon niza godina poslovanja s gubitkom, u 2015. zabilježio pozitivan financijski rezultat, a u planu je spajanje Konzuma i Mercatora u novu kompaniju Adria Retail. Agrokor ima većinski udjel u 56 poduzeća u Hrvatskoj i zemljama u okruženju, dok on sam nije bio u situaciji da ga pokuša preuzeti neka druga kompanija. S obzirom da koncern Agrokor u svom portfelju ima poduzeća od poljoprivredne proizvodnje, prerađivačke industrije pa sve do maloprodaje, preuzimanje Mercatora može se smatrati i horizontalno i vertikalno preuzimanje. Vertikalno jer se Mercator pojavljuje kao kupac proizvoda Agrokorovih prehrambeno prerađivačkih poduzeća, a horizontalno jer je Mercator izravni konkurent Konzumu – Agrokorovom maloprodajnom trgovačkom lancu.

Vlasnici Mercatora bili su domaća poduzeća, institucionalni investitori, mali dioničari i država, a strategija preuzimanja bile su izravno pregovaranje s vlasnicima poduzeća i objavljivanje javne ponude za preuzimanje. Agrokor je 14. lipnja 2014. godine potpisao s vlasničkim konzorcijem od 12 prodavatelja ugovor o kupnji 53,12% dionica Mercatora, te na osnovi kasnijih aranžmana s bankama - vlasnicama Mercatora, Agrokor je – u cilju preuzimanja većinskog vlasništva – platio većinski paket dionica. Vrijednost transakcije bila je 172 milijuna Eura. U konzorciju su bili Pivovarna Laško, Pivovarna Union, Radenska, Nova Ljubljanska banka (NLB), Nova Kreditna banka Maribor (NKBM), Gorenjska banka, Prvi faktor-Factoring, Banka Koper, Hypo Alpe-Adria Bank, NFD, Banka Celje in NFD Holding. Prema pravilima o preuzimanju poduzeća koja su na snazi u Sloveniji, Agrokor je nakon realizacije posla u roku od mjesec dana morao objaviti javnu ponudu o preuzimanju cijelog Mercatora, ponudivši ostalim dioničarima istu cijenu koja je dogovorena s većinskim prodajnim konzorcijem, a koja je iznosila 86 eura po dionici. Završnom preuzimanju prethodio je i Ugovorom predviđeni sporazum s bankama o reprogramiranju duga Mercatora u visini od jedne milijarde eura, kao i suglasnost regulatornih tijela u državama u kojima

djeluju Mercator i Agrokor<sup>76</sup>. Agrokor je krajem 2014. godine odlukom glavne skupštine Mercatora svoj kredit od 200 milijuna eura Mercatoru za konsolidaciju poslovanja, pretvorio u vlasnički kapital, te je time njegov udio povećan na 88,10%. Za financiranje preuzimanja Agrokor je izdao obveznice te time dobio 485 milijuna eura koje je prema pisanju slovenskih Finance<sup>77</sup> kupilo pedesetak svjetskih ulagača od kojih su već neki od ranije vlasnici Agrokorovih obveznica. Deutsche Bank je organizirala prodaju „PIK obveznica“. PIK obveznice su kompleksan financijski instrument koji kompanije izdaju ako su im nedostupni drugi izvori financiranja. Riječ je o tipu financiranja koje u slučaju neplaćanja vjerovnicima omogućava brz i jednostavan ulazak u vlasništvo, kroz stjecanje starih ili novih dionica. Prema tome ovo financiranje preuzimanja ima obilježja *mezzaine* financiranja.

Iako je ovo preuzimanje bilo prijateljsko preuzimanje, u Sloveniji je od strane politike, sindikata i medija bilo velikih protivljenja, tako da se ovo preuzimanje realiziralo tek od petog pokušaja. Prvi neuspjeli pokušaj je bio u veljači 2009. godine, a pregovori su se vodili od 2006. Pojedini predsjednici političkih stranaka u Sloveniji izražavali su protivljenja jer su smatrali da će novi vlasnik smanjiti broj zaposlenih i umjesto slovenskih proizvoda u Mercatorovim trgovinama prodavati više hrvatskih, osobito iz Agrokorova proizvodnog programa. Sindikati su posebno bili zabrinuti zbog straha od mogućnosti smanjivanja broja radnih mjesta kojih je samo u Sloveniji bilo 12,5 tisuća.

Prema odgovorima iz upitnika Agrokor je svim fazama preuzimanja koristio usluge konzultanata. Poslovne kulture preuzimatelja i poduzeća mete su kao i kod Podravke u većem dijelu bile sukladne.

---

<sup>76</sup>[www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr)

<sup>77</sup>[www.finance.si](http://www.finance.si)

Motivi preuzimanja slovenske Droga Kolinske od strane Atlantic Grupe u lipnju 2010. godine bili su prvenstveno tržišno orijentirana ulaganja i proširenje proizvodnog asortimana. Kupnjom Droga Kolinske, Atlantic Grupa nije dobila samo poznate slovenske brandove, poput Barcaffea, nego i razgranat biznis u Srbiji, gdje Droga Kolinska drži neke od najjačih brandova, poput Grand Kafe i Štarka. Atlantic Grupa 'osvojila' je i Cocktu, Jupi, Donat Mg, Argetu, Smoki, Najlepše želje, Zlatno polje, Petit Beurre... 'Osvojila' je i 2598 zaposlenih, što je sa Atlanticovih 1700 ljudi povećano na respektabilno poslovno carstvo od 4300 zaposlenika. Ekonomski pokazatelji države ulaganja koji su se gledali bili su mogućnost prodiranja na regionalna tržišta, rast lokalnoga tržišta i veličina tržišta.

U svojem životnom vijeku kompanija Atlantic Grupa se za svoj rast prvenstveno odlučivala za ne-organski rast, tj. za preuzimanje drugih poduzeća. Druga karakteristika je ta da su njezina preuzimanja strateška preuzimanja. Preuzimanje sa ciljem proširenja postojećeg poslovanja i daljnje razvijanje preuzetog poduzeća. Neka od preuzimanja bila su: akvizicija Neve, vodećeg proizvođača kozmetike u Hrvatskoj 2003. god.; akvizicija Haleka, vodećeg europskog proizvođača hrane za sportaše (današnji Multipower) 2005. god.; akvizicija Multivite, vodećeg srpskog proizvođača instant vitaminskih napitaka 2007. god. Zadnja akvizicija je bila preuzimanje tvrtke Foodland, prehrambene kompanije specijalizirane za proizvodnju domaćih proizvoda od voća i povrća 2015. god.<sup>78</sup>. Kompanija ima svoje tvrtke i predstavništva u 12 država, a ona sama do sada nije bila na meti preuzimanja od strane nekog drugog preuzimatelja. Preuzimanje Droge Kolinske je prema vrsti preuzimanja bilo horizontalno i komplementarno s obzirom da je Droga Kolinska prehrambeno poduzeće s proizvodnim programom koji upotpunjuje već postojeći proizvodni asortiman Atlantic Grupe.

---

<sup>78</sup>[www.atlantic.hr](http://www.atlantic.hr)

Droga Kolinska je kupljena od domaćeg slovenskog poduzeća Istrabenz d.d., koji se na prodaju odlučio zbog visokih kreditnih obveza i mogućnošću stečaja zbog nemogućnosti podmirivanja istih. Istrabenz je holding poduzeće koje u svome portfelju ima 15 poduzeća iz područja turizma (Istrabenz turizam d.d. – Istrabenz hoteli Portorož, Grand Hotel Adriatic Opatija, itd.), enrgetike (Istrabenz plini Koper, Istrabenz plini Beograd, itd.) i ostale djelatnosti. Prema ugovoru potpisanom 1. srpnja 2010. godine ukupna vrijednost transakcije iznosila je 382 milijuna eura. S obzirom da je od prodavatelja bio otkupljen sto postotni udjel, nije bilo objavljivanja javne ponude za otkup preostalih dionica, već je cijela transakcija dogovorena izravno s vlasnikom poduzeća. Preuzimanje je imalo karakter prijateljskog preuzimanja, te od strane dotadašnjeg vlasnika nije bilo otpora preuzimanju. Niti medijski natpisi niti istupi javnih osoba u Sloveniji nisu bili ni približno žestoki kao kod Agrokorovog preuzimanja Mercatora. Slovenski analitičari su tako upozoravaju na "relativno veliku vjerojatnost" da Atlantic grupa kao kupac Droge Kolinske troškove preuzimanja prebaci na samu tu tvrtku, postavljalo se i pitanje veličine Atlantic Grupe i Droga Kolinske, a neki slovenski mediji pokušali su povezati Tedeschi s Todorićem, što je vjerojatno bio pokušaj narušavanja njihovih javnih pozicija<sup>79</sup>.

Obilježja poduzeća mete koja su najviše uzimana u obzir bila su odgovarajući proizvodi i tržišta, odgovarajući tržišni udio, sklonost menadžmenta prodaji poduzeća mete i transparentne informacije i marketinške sposobnosti. Pa tako Emil Tedeschi, većinski vlasnik Atlantic Grupe nakon obavljene transakcije navodi „odnosili su se prema nama profesionalno i ako bi nas barem 50 posto tako tretirali u novim transakcijama, unaprijed bih ih potpisao. U ovome nema ništa iza zavjese ili ispod stola“<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> [www.vecernji.hr](http://www.vecernji.hr)(30.06.2010.) Gojko Drljača: *Emil Tedeschi kupio Drogu Kolinsku za dvije milijarde kuna*

<sup>80</sup> [www.vecernji.hr](http://www.vecernji.hr) (01.07.2010.) Gojko Drljača: *Tedeschi: Droga Kolinska sada je najveća transakcija na svijetu*

Vrijednost preuzimanje Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe bila je 382 milijuna eura, od toga je dubinskim snimanjem utvrđen neto dug kompanije od 140 milijuna eura, te je Istrabenzu na račun isplaćeno 242 milijuna eura. Izvori financiranja bili su vlastita sredstva preuzimatelja (25 mil. eura), mezanin aranžmanom s Europskom bankom za obnovu i razvoj-EBRD (30 mil. eura), kreditnim linijama Raiffeisen i UniCredit Grupe (104 mil. eura). Provedena je i dokapitalizacija s ciljem prikupljanja dijela sredstava za financiranje akvizicije kojom je kompanija prikupila 83 mil. eura. EBRD je sudjelovao i u dokapitalizaciji sa 30 mil. eura te time ušao u vlasničku strukturu Atlantic Grupe. U dokapitalizaciji je sudjelovao i Emil Tedeschi, predsjednik uprave i većinski vlasnik Atlantic Grupe, te time dodatno mitivirao ulagače za kupnju novih dionica, a i da bi zadržao većinski paket dionica u kompaniji<sup>81</sup>.

Prema odgovorima iz anketnog upitnika, jednako kao i u prethodna dva slučaja, preuzimatelj je koristio usluge specijaliziranih konzultantskih firmi u svim fazama procesa akvizicije. Poslovne kulture preuzimateljai poduzeća mete su također u većem dijelu bile sukladne.

---

<sup>81</sup><http://forbes.hr/biznis> (02.11.2015.) Vedrana Jelušić Kašić: *Regionalne akvizicije hrvatskih kompanija, nužnost ili prilika*



#### 4.4. Uspješnost preuzimanja

Za uspješnost preuzimanja Žita od strane Podravke koristit će se metoda prinosa dioničara, i to prema prosječnoj godišnjoj stopi rasta – CAGR (engl. *compound annual growth rate*)<sup>82</sup> i odgovori dobiveni anketnim upitnikom.

Prosječna godišnja stopa rasta prinosa dioničara (CAGR) mjerena je prema formuli:

$$\text{CAGR} = \left( \frac{P_{a,t} + D_{a,t}}{P_{a,t-n}} \right)^{(1/N)} - 1$$

$P_{a,t}$  = cijena dionice u trenutku  $t$

$P_{a,t-n}$  = cijena dionice u trenutku  $t-n$

$D_{a,t}$  = isplata dobitka u razdoblju  $t$

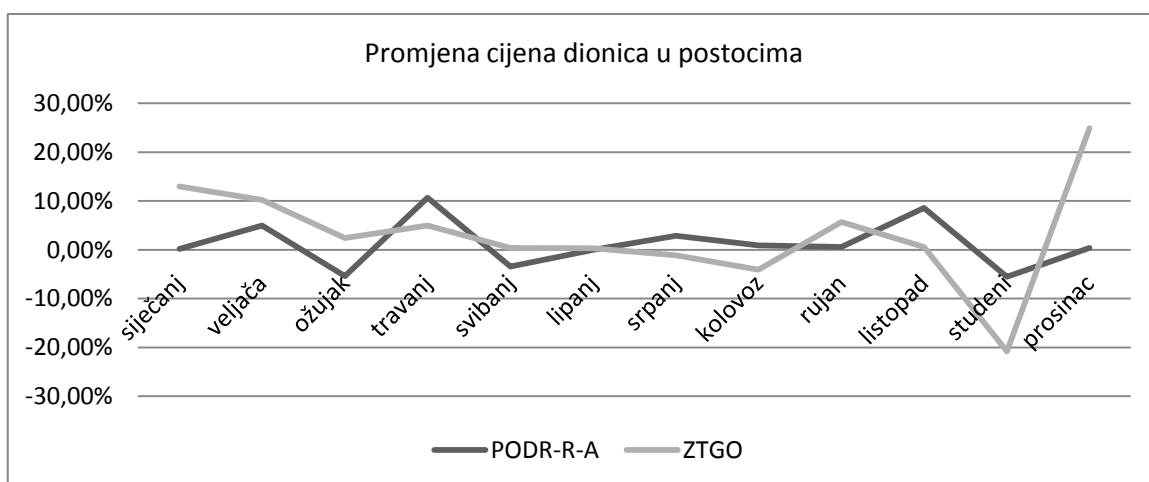
$N$  = broj godina u promatranom razdoblju.

Ako se prema ovoj formuli računa prinos po dionici za 2015. godinu, dobije se stopa prinosa od 14,6%. Prema podacima Zagrebačke burze zadnja cijena dionice Podravke prvi dan trgovanja u 2015. god. bila je 291,50 kn, dok je 30.12.2015. iznosila 334,01 kn. U navedenom razdoblju kompanija nije isplaćivala dividendu. Ako se ovaj podatak uspoređi s CAGR Čakovečkih mlinova (35,5%) i CAGR Kraša (37,6%), kompanija iz također prehrambene industrije, ali koje u 2015. god. nisu imale akvizicije, može se zaključiti da rezultat i nije zadovoljavajući. Dioničari poduzeća mete tj. Žita ostvarili su bolji prinos od dioničara preuzimatelja, CAGR Žita za 2015. iznosi 34,5%. Dioničari koji su prodali svoje dionice u javnoj ponudi i ako su ih kupili na početku godine otvarili su još bolji prinos od 38,2%. Na slici 4.2. prikazan je odnos promjena cijena dionica Podravke i Žita u 2015. godini. Kao što je vidljivo sa grafikona dionica Podravke je u travnju kad je izvršeno preuzimanje rasla oko 10%, da bi već u svibnju pala za oko 3%.

<sup>82</sup><http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>

Prema rezultatima upitnika također se navodi da su rezultati preuzimanja u razini planiranih, sinergijski efekti su u razini planiranih, za sada je zadržan isti organizacijski oblik u oba poduzeća, povećana je diferencijacija proizvoda. Na ostvarivanje ekonomije obujma utjecalo je korištenje zajedničkih marketinških kanala, prodaje i distribucije, a preuzeto poduzeće nisu napustili vodeći stručnjaci i menadžeri.

**Slika 4.1. Promjene cijena dionica Podravke i Žita u 2015. godini**



Izvor: [www.zse.hr](http://www.zse.hr) ; [www.ljse.si](http://www.ljse.si); obrada autora

Za ocjenjivanje uspješnosti preuzimanja Mercatora od strane Agrokora koristit će se računovodstveni podaci i podaci iz anketnog upitnika. Metoda prinosa dioničara u ovome slučaju nije primjenjiva s obzirom da dionice Agrokora nisu izlistane na burzi. Međutim, niti računovodstveni podaci nisu dobar pokazatelj s obzirom na to da je integracija Konzuma i Mercatora duži proces koji je trajao i u 2015. godini, a podaci za poslovnu 2015. još nisu objavljeni. Za sad možemo uspoređivati godinu prije preuzimanja 2013., i godinu u kojoj je izvršeno preuzimanje 2014. Mercator je u Agrokora financijska izvješća uključen od četvrtog kvartala 2014. Prema javno objavljenim financijskim izvješćima ukupan prihod Agrokora se sa 30,5

milijardi kuna u 2013., povećao na 35,3 milijarde kuna u 2014. godini. Dobit prije poreza je u 2013. iznosila 269,2 milijuna kuna, dok je u 2014. pala na 89,5 milijuna kuna, dok je neto dobit nakon oporezivanja u 2013. iznosila 35 milijuna kuna a za 2014. je iskazan gubitak od 225,5 milijuna kuna<sup>83</sup>. Mercator u tom gubitku sudjeluje sa 40,3 milijuna kuna.

Mercator Grupa je nakon preuzimanja prešla iz negativnog financijskog rezultata u pozitivan. Prema objavljenim financijskim izvješćima u 2013. godini iskazan je gubitak od 17 milijuna eura, u 2014. g. 44,5 milijuna eura, a za prvih devet mjeseci 2015. dobit od 30,9 milijuna eura. Za cijelu 2015. očekuje se da će neto dobit nakon oporezivanja iznositi 59,6 milijuna eura<sup>84</sup>. Prema odgovorima iz upitnika sinergijski efekti su u razini planiranih, kao tip integracije s obzirom na organizacijski pristup primjenjena je simbioza, očekuje se smanjenje operativnih troškova i smanjenje konkurencije u industriji maloprodaje, na stvaranje ekonomije obujma utjeću korištenje zajedničkih marketinških kanala, prodaje i distribucije te manje zaposlenika, na ostvarenje ekonomije opsega utjeću dijeljenje marke, dijeljenje resursa i dijeljenje znanja i vještina. Preuzeto poduzeće nisu napustili vodeći stručnjaci i menadžment.

Za uspješnost preuzimanja Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe koristit će se, kao i kod slučaja Podravka, metoda prinosa dioničara prema CAGR formuli. Prema podacima sa Zagrebačke burze zaključna cijena dionice prvog dana trgovanja u 2010. godini iznosila je 699,99 kn, a zaključna cijena zadnjeg dana trgovanja iste godine iznosila je 805,00 kn. Kompanija je isplatila dioničarima dividendu od 8,50 kn po dionici. Kad se uvrsti te podatke u formulu dobije se stopa prinosa od 16,22%. S obzirom da je kompanija aktivna u akvizicijama i prije i poslije ovog preuzimanja stopa prinosa za dioničare može se računati i za duže vremensko razdoblje od jedne godine. Ako se računa od početka 2009. god. (cijena dionice 469,13 kn) do kraja

---

<sup>83</sup> <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web>

<sup>84</sup> [www.mercatorgroup.si](http://www.mercatorgroup.si)

2013. (cijena dionice 716,13 kn) uz uključivanje isplaćene dividende od ukupno 24,50 kn<sup>85</sup>, dobiva se godišnja stopa prinosa po dionici od 9,56%. Može se zaključiti da je kompanija u promatranom razdoblju ostvarivala relativno dobre rezultate prinosa za dioničare.

Prema rezultatima ankete kompanija je ostvarila sinergijske efekte u razini planiranih, efekti koji su ostvareni kao posljedica preuzimanja su: smanjenje operativnih troškova, povećanje diferencijacije proizvoda i povećanje pregovaračke snage s obzirom na kupce i dobavljače. Na stvaranje ekonomije obujma nakon preuzimanja utjecali su manje prodajne grupe i korištenje zajedničkih marketinških kanala, prodaje i distribucije, a na stvaranje ekonomije opsega utjecali su dijeljenje znanja i vještina te dijeljenje resursa.

---

<sup>85</sup> [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

## 5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Iako istraživanja različitih autora pokazuju da spajanja i preuzimanja ne dovode u svim slučajevima do stvaranja vrijednosti zbog različitih razloga, bilo da su se desile pogreške u planiranju – razdoblju prije preuzimanja, ili u implementaciji – razdoblju nakon preuzimanja, gotovo je nemoguće izgraditi poduzeće globalnog značaja samo organskim rastom. Suvremena poduzeća stabilan i zdravi rast vrlo teško ostvaruju bez akvizicija. Proizlazi da se većina poduzeća treba upustiti, te da se i upušta u kupnju i prodaju poduzeća, koje postaju način provedbe strategije rasta. Međunarodna spajanja i preuzimanja danas su barem jednako česta kao i domaća, te isto tako i uspješna. Znanja i sposobnosti u spajanju i preuzimanju u 21. stoljeću omogućuju poduzećima da jednako uspješno provode međunarodne i domaće transakcije.

Osnovni cilj ovog diplomskog rada i istraživanja bio je utvrditi uspješnost prodora velikih hrvatskih poduzeća na međunarodno tržište putem strategija spajanja i preuzimanja. Ostali ciljevi koji su bili postavljeni hipotezama su bili vidjeti da li dobri ekonomski pokazatelji države u kojoj se nalazi poduzeće meta presudno utječu na odluku o ulaganju; koliko negativne reakcije iz poduzeća mete ili iz okoline utječu na uspješnost preuzimanja; da li se uvijek nakon preuzimanja pojavljuju sinergijski efekti; te da se hrvatska poduzeća uglavnom pojavljuju kao preuzimatelji u državama u okruženju.

Odgovori na ova pitanja pokušani su dobiti iz jednog malog uzorka od svega tri hrvatske kompanije koje su u zadnjih šest godina napravile značajne akvizicije u inozemstvu s obzirom na veličinu akvizicije u odnosu na preuzimatelja i na veličinu poduzeća koja su preuzeta u svom nacionalnom gospodarstvu. U obzir su uzeta i ostala preuzimanja da li istih poduzeća u inozemstvu ili drugih. Dobri ekonomski pokazatelji zemlja, kao dio vanjskog okruženja, u kojoj se vrši preuzimanje jesu bitni, ali nisu najvažniji. Zakonodavno okruženje, političko okruženje, socio-kulturne varijable su u nekim slučajevima varijable koje su prioritetnije od dobrih ekonomskih

pokazatelja. U prilog tome govori i činjenica ulaže i vrši preuzimanja Slovenije, Srbije, Bosne i Hercegovine, Poljske itd. Prema tome za prvu hipotezu iz poglavlja 1.2. – postavljanje hipoteza i metoda istraživanja se može reći da je djelomično točna.

Preuzimanje Mercatora, ali i preuzimanje Droge Kolinske u Sloveniji popraćeno je uz velike negativne istupe pojedinih medija, čelnika političkih stranaka, članova vlade i sindikata. Mercator se prodao tek iz devetog pokušaja, kada su ipak zbog nagomilanih gubitaka, svi oni koji su odlučivali i protivili se prodaji, morali popustiti. Osim Agrokora, u tome periodu koji je trajao skoro desetak godina, pojavljivali su se i drugi kupci poput financijskog fonda MID Europa Partners. Za potpunu ocjenu da li je preuzimanje Mercatora bilo uspješno ili ne po svim parametrima i mjerenjima, još se ne može izreći konačan stav jer proces integracije još traje, ali po analizi koja je izvršena u ovome radu može se reći da je preuzimanje bilo uspješno. Kod Droge Kolinske nije bilo toliko puno medijski negativnih istupa i miješanja politike kao kod Mercatora, jer Droga Kolinska nema toliki značaj za slovensko gospodarstvo kao Mercator, te je i sam proces preuzimanja protekao puno brže i mirnije. Prema analizi izvršenoj u ovome radu, ovo preuzimanje je također bilo uspješno. Zaključak bi bio da negativni javni istupi mogu usporiti ili čak blokirati proces preuzimanja, ali ako se ono ipak dogodi, uz kvalitetnu pripremu i brzu realizaciju, može biti uspješno. Na temelju iznesenog druga postavljena hipoteza iz poglavlja 1.2. se ne prihvaća.

Planiranje i postavljanje sinergijskih efekata kao motiva za preuzimanje pojavljuje se u gotovo svim akvizicijama. Ostvarivanje operativne i financijske sinergije kroz ostvarivanje ekonomije obujma, ekonomije opsega, smanjenje operativnih troškova, izlazak na nova tržišta, ostvarivanje poreznih ušteda, jeftinije zaduživanje, postavlja se kao zadatak menadžmentu koji je u fazi integracije nakon preuzimanja potrebno ostvariti. Kako je već istaknuto sva preuzimanja i spajanja nisu ujedno i uspješna, te u tim slučajevima ne

dolazido stvaranja pozitivne sinergije. U slučajevima preuzimanja obrađivana u ovome radu došlo do stvaranja sinergijskih efekata u razini planiranih i ta preuzimanja ocijenjena su kao uspješna preuzimanja. Može se zaključiti da se treća hipoteza iz poglavlja 1.2. u potpunosti prihvaća.

Hrvatske kompanije su do sada uglavnom ulagala i preuzimala druga poduzeća, osim na domaćem tržištu, u zemljama u okruženju. To su države i tržišta koja su poznata hrvatskim kompanijama, zbog socio kulturnih sličnosti, zajedničkog povijesnog naslijeđa, približno istog ekonomsko razvoja i slične ekonomske snage samih poduzeća. To pokazuje i tablica 2.2. u dodatku I, i analiza Podravke, Agrokora i Atlantic Grupe koja su svoje najveće međunarodne akvizicije usmjerile na susjednu Sloveniju. Uz to njihovo ulaganje je bilo tržišno orijentirano ulaganje i pojavili su se u svojstvu strateškog preuzimatelja. S obzirom na izneseno može se zaključiti da se i četvrta hipoteza iz poglavlja 1.2. u potpunosti prihvaća. Glavni zaključak mogao bi biti da su dosadašnji izlasci hrvatskih poduzeća na strana tržišta putem strategija spajanja i preuzimanja uglavnom bili uspješni.

## 6. LITERATURA

### Knjige:

1. Bertonce, A. (2006.) *Akvizicije*, Narodne Novine, Zagreb
2. Brealey, R.A., Myers, S.C., Marcus, A.J. (2007.) *Osnove korporativnih financija*, MATE, Zagreb
3. Buble, M. (2005.) *Strateški menadžment*, Sinergija nakladništvo, Zagreb
4. Filipović, D. (2012.) *Izazovi integracijskih procesa*, Sinergija nakladništvo, Zagreb
5. Grgić, M., Bilas, V., Franc, S. (2012.) *Inozemna izravna ulaganja i ekonomski razvoj*, Ekonomski fakultet Zagreb
6. Harding, D., Rovit, S. (2004.) *Preuzimanje i spajanje poduzeća*, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb
7. Howson, P. (2006.) *Due diligence*, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb
8. Lazibat, T., Kolaković, M. (2004.) *Međunarodno poslovanje u uvjetima globalizacije*, Sinergija nakladništvo, Zagreb
9. Kondić, Ž. (2012.) *Statistička kontrola kvalitete*, Veleučilište u Varaždinu
10. Pavlović, D. (2008.) *Inozemne direktne investicije u međunarodnoj trgovini*, Golden marketing – Tehnička knjiga, Zagreb
11. Previšić, J., Ozretić Došen, Đ., Krupka, Z. (2012.) *Osnove međunarodnog marketinga*, Školska knjiga, Zagreb
12. Sikavica, P., Novak, M. (1999.) *Poslovna organizacija*, Informator, Zagreb

### Stručni članci:

1. Babić, A., Pufnik, A., Stučka, T. (2011.) *Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku*, preuzeto sa [www.hnb.hr/publikac/pregledi](http://www.hnb.hr/publikac/pregledi)
2. Bači, V. (2010.) *Međunarodna spajanja i preuzimanja poduzeća kao komparativnaprednost u farmaceutskoj industriji*, preuzeto sa [www.scribd.com](http://www.scribd.com)
3. Bilas, V., Franc, S. (2006.) *Uloga inozemnih izravnih ulaganja i načini poticanja*, EFZG Serija članaka u nastajanju, No.13, Str.1-16, preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
4. Cvijanović, V. (2003.) *Prikaz stručnog seminara „Due diligence – pravni i financijski aspekti“*, Ekonomski pregled, Vol.54 No.5-6, Str.511-513, preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)



5. Damodaran, A. (2002.) *Acquisitions and takeovers*, preuzeto sa <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.../acquisitions.pdf>
6. Filipović, D. (2012.) *Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.10 No.2, Str.19-30, preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
7. IMF (1993.) *Balance of Payments Manual*, preuzeto sa: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>
8. Jelavić, I. (2011.) *Analiza izravnih stranih investicija u Republici Hrvatskoj i usporedba s odabranim tranzicijskim zemljama*, preuzeto sa [www.scribd.com](http://www.scribd.com)
9. Lazibat, T., Buković, T., Lulić, L. (2005.) *Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi*, Ekonomski pregled, Vol.57 No.1-2, Str.64-79,preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
10. Mijatović, E. (2012.) *Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja*, Učenje za poduzetništvo, Vol.2 No.1, Str.131-137,preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
11. Novak, B. (2001.) *Mjerenje i upravljanje dodanom ekonomskom vrijednošću tvrtke*, Ekonomski pregled, Vol.53 No.3-4, Str.269-291,preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
12. Rončević, A. (2012.) *Planiranje procesa stjecanja i spajanja poduzeća*, preuzeto sa [www.rif.hr/casopisi/arhiva/2012/3/Rif](http://www.rif.hr/casopisi/arhiva/2012/3/Rif)
13. Sisek, B. (2005.) *Strane izravne investicije u Hrvatskoj – uzroci neuspjeha*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol.3 No.1, Str.89-108, preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
14. Šubić, R. (2009.) *Uloga stranih banaka u okrupnjavanju bankovne industrije*, Ekonomski vjesnik, Vol.XXII No.2, Str.296-313, preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
15. Velagić, I. (2011.) *Efekti direktnih stranih ulaganja na ekonomiju zemlje domaćina*, Tranzicija, Vol.13 No.27, Str.74-88,preuzeto sa [www.hrcak.srce.hr](http://www.hrcak.srce.hr)
16. Veršić, M. (2015.) *Due diligence postupak u trgovačkim društvima*, preuzeto sa [www.versiclawoffice.hr](http://www.versiclawoffice.hr)

### **Internetske stranice**

1. [www.agrokor.hr](http://www.agrokor.hr), preuzeto 05.03.2016.
2. [www.atlantic.hr](http://www.atlantic.hr),preuzeto 06.03.2016.
3. [www.banka.hr](http://www.banka.hr),preuzeto 25.02. i 03.03.2016.

4. <http://cdn.podravka.net/repository/files/>, preuzeto 03.03.2016.
5. [www.finance.si](http://www.finance.si), preuzeto 04.03.2016.
6. <http://forbes.hr/biznis/>, preuzeto 05.03.2016.
7. [www.hnb/statistika/](http://www.hnb/statistika/), preuzeto 12.02.2016.
8. <http://icapital.hr>, preuzeto 14.02.2016.
9. [www.index.hr](http://www.index.hr), preuzeto 17.02.2016.
10. [www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp/](http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp/), preuzeto 07.03.2016.
11. <http://liderpress.hr>, preuzeto 19.02.2016.
12. <http://limun.hr/main/>, preuzeto 10.02.2016.
13. [www.ljse.si](http://www.ljse.si), preuzeto 04.03.2016.
14. [www.mercatorgroup.si](http://www.mercatorgroup.si), preuzeto 07.03.2016.
15. [www.narodne-novine.nn.hr](http://www.narodne-novine.nn.hr), preuzeto 07.02.2016.
16. <http://perfectus-revizija.hr>, preuzeto 15.02.2016.
17. [www.poslovnih.hr](http://www.poslovnih.hr), preuzeto 13.02. i 28.02.2016.
18. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/>, preuzeto 04.03.2016.
19. <http://treningcentar.hr/korisno/strucni-clanci/analiza-novcanih-tokova/>, preuzeto 18.2.16.
20. <http://unctadstat.unctad.org>, preuzeto 11.02.2016.
21. [www.vecernji.hr](http://www.vecernji.hr), preuzeto 01.03.2016.
22. [www.zito.si/vlagatelji/porocila/](http://www.zito.si/vlagatelji/porocila/), preuzeto 03.03.2016.
23. [www.zse.hr](http://www.zse.hr), preuzeto 26.02.2016.

## **POPIS DODATAKA:**

1. Dodatak I – Izravna strana ulaganja na primjeru Hrvatske
2. Dodatak II – Spajanja i preuzimanja u svijetu

## **POPIS SLIKA I TABLICA**

### **Slike:**

- 2.1. Vrste inozemnih investicija
- 2.2. Inozemna izravna ulaganja *percapita* u Hrvatskoj i odabranim zemljama EU, 2001.-2004.(USD)

2.3. Struktura odljeva FDI iz Hrvatske po djelatnostima, 1993.-2014.

3.1. Preuzimanje poduzeća

3.2. Spajanje poduzeća

3.3. Svjetska razina M&A od 2007.-2014.

3.4. Europska razina M&A od 2007.-2014.

3.5. Razina M&A na tržištima u razvoju od 2007.-2014.

3.6. Proces akvizicije

3.7. Vrednovanje pozitivne sinergije

4.1. Promjene cijena dionica Podravke i Žita u 2015. godini

### **Tablice:**

2.1. Ukupni i *percapita* priljevi i odljevi FDI Hrvatske 2001.-2014.

2.2. Geografska usmjerenost stranih izravnih investicija iz Hrvatske u mil. EUR, 1993.-2014.

3.1. Faze akvizicijskog procesa

3.2. Područja dubinskog snimanja

3.3. Komparacija revizije i financijskog dubinskog snimanja

3.4. Karakteristike ciljanog poduzeća prema motivima stjecatelja

4.1. Preuzimanja i spajanja koje su provela hrvatska poduzeća u inozemstvu

Sveučilište  
SjeverSVEUČILIŠTE  
SIEVERIZJAVA O AUTORSTVU  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, Srećko Bihar pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor diplomskog rada pod naslovom *Hrvatske akvizicije u inozemstvu kao oblik izravnih ulaganja* te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student:

Srećko Bihar

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, Srećko Bihar neopozivo izjavljujem da sam suglasan s javnom objavom diplomskog rada pod naslovom *Hrvatske akvizicije u inozemstvu kao oblik izravnih ulaganja* čiji sam autor.

Student:

Srećko Bihar