SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA U PUTNIČKOM ZRAČNOM PROMETU

Spajić, Silvija

Master's thesis / Diplomski rad

2019

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

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:637759

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split







SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA U PUTNIČKOM ZRAČNOM PROMETU

Mentor: **Student:**

Prof.dr.sc. Ivan Pavić **Silvija Spajić**

Split, rujan, 2019.

SADRŽAJ

1. UVOD 4
1.1. Problem istraživanja 4
1.2. Predmet istraživanja 5
1.3. Istraživačke hipoteze 5
1.4. Ciljevi istraživanja 7
1.5. Metode istraživanja 7
1.6. Doprinos istraživanju 8
1.7. Struktura diplomskog rada 8
2. SPAJANJE I PRIPAJANJE – OSNOVNE ZNAČAJKE 10
2.1. Pojam spajanja i pripajanja 10
2.2. Povijest preuzimanja 13
2.3. Vrste preuzimanja 16
2.3.1. Prijateljska preuzimanja 17
2.3.2. Neprijateljska preuzimanja 17
2.4. Faze procesa preuzimanja 22
2.5. Sinergijski učinci 25
3. USPJEŠNOST AKTIVNOSTI SPAJANJA I PRIPAJANJA 28
3.1. Razlozi za poduzimanje spajanja i pripajanja 28
3.2. Mjerenje uspješnosti spajanja i pripajanja 30
3.3. Zašto dolazi do neuspjelih spajanja i pripajanja 33
4. EMPIRIJSKA ANALIZA SPAJANJA I PRIPAJANJA 35
4.1. Spajanja i pripajanja poduzeća u putničkom zračnom prometu 35
4.2. Performanse poduzeća nakon spajanja i pripajanja 39
4.3. Testiranje hipoteza 43
5. ZAKLJUČAK 51
SAŽETAK 52
SUMMARY 53
LITERATURA 54
POPIS SLIKA 59

POPIS TABLICA 59
POPIS GRAFIKONA 59

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

U današnje vrijeme globalne ekonomije, kompanije, bez obzira kojom djelatnošću se bave, kako bi održale konkurentnost i opstale na tržištu, primjenjuju različite strategije rasta. Jedan od najčešće korištenih oblika eksternog rasta su spajanja i pripajanja. Time, nekadašnji najveći konkurenti unutar pojedinih industrija, danas ulaze u zajedničko poslovanje.

Upravo spajanja i pripajanja (engl. Mergers and Acquisitions, M&A) kompanija tijekom devedesetih godina prošlog stoljeća su bila jedan od glavnih oblika internacionalizacije. Pojam spajanje predstavlja nastanak novog poduzeća, nastalog od dva ili više poduzeća, dok pripajanjem se naziva situacija u kojoj jedno poduzeće se pripaja drugom, odnosno jedno poduzeće preuzima kontrolu nad drugim. Još jedan pojam koji će se često spominjati u ovom radu je pojam preuzimanja, koji ima širi obuhvat u značenju od spajanja i pripajanja. Može se definirati kao svako podređivanje jedne tvrtke drugoj.

Koliko su spajanja i pripajanja bila popularna na međunarodnoj razini devedesetih godina prošlog stoljeća svjedoče i brojke - u razdoblju od 1990. od 1999. godine vrijednost spajanja i pripajanja poduzeća povećala se za više od pet puta, odnosno s 153 milijarde USD u 1990. na 792 milijarde dolara 1999. godine.[1]

Poduzeća se odlučuju na preuzimanja iz više razloga kao ulazak na nova tržišta, povećanje tržišnog udjela, proširenje portfolia proizvoda i usluga, uklanjanje konkurencije, pristup novim dobavljačkim i distributerskim kanalima, razvijanje novih proizvoda, postizanje ekonomije obujma i opsega itd.[2]

No, ako su motivi spajanja poduzeća pogrešni, koristi se pogrešna strategija, kao i pristup spajanju ili su tržišni uvjeti promjenjivi, dolazi do neuspješnog preuzimanja.

Zrakoplovni prijevoz putnika najbrži je i najefikasniji oblik prijevoza u svijetu, stoga i ne čudi podatak da je u posljednjih trideset godina broj putnika porastao za pet puta. Komercijalni putnički zrakoplovi ostvarili su prihod od oko 705 milijardi američkih dolara širom svijeta

[1] Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L,(2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, vol.57,No.1-2, str. 64-79.
[2] Ibid.

2016. godine[3], dok se 2017. godine potražnja putnika za zračnim prijevozom na globalnoj razini povećala za 7.5% u odnosu na prethodnu godinu.[4]

Povijesno gledano, sudionici ove industrije proširivali su kapacitete i poslovnu mrežu, što im nije donijelo profit, te su sudjelovali u ratu cijena, a sve s ciljem stjecanja većeg tržišnog udjela.

Preuzimanjem poduzeća, kroz spajanja ili pripajanja ili nekim drugim načinima povezivanja, fokus je na smanjenju troškova i povećanju kapaciteta, kako bi se poduzeća uspješno borila protiv povećanja cijena goriva i recescije. Naime, upravo cijena goriva, stanje globalne ekonomije, kao i potražnja putnika utječu na uspješnost poslovanja pojedinog poduzeća u putničkom zračnom prometu.

Temeljni problem istraživanja ovog rada je veza spajanja i pripajanja poduzeća u putničkom zračnom prometu sa postizanjem boljih poslovnih rezultata.

1.2. Predmet istraživanja

U ovom slučaju predmet istraživanja je utjecaj aktivnosti spajanja i pripajanja na poboljšanje poslovnih rezultata zrakoplovnih poduzeća koje se bave prijevozom putnika u svijetu. Usporedit će se poslovanje prije i poslije spajanja i pripajanja, te će se vidjeti je li učinjena aktivnost utjecala na poboljšanje poslovanja, te učinila poslovanje ovih poduzeća profitabilnijim ili ne, jer kao što je navedeno u problemu istraživanja, uz pozitivne učinke koji se javljaju pri spajanju i pripajanju, može doći i do negativnih učinaka. Isto tako će se istražiti i da li se, kao što je za očekivati, spajanja provode nad poduzećima istih veličina, a pripajanja između većih i manjih poduzeća.

1.3. Istraživačke hipoteze

Na temelju objašnjenog problema i predmeta istraživanja, može se postaviti sljedeća glavna hipoteza:

[3] Statista, https://www.statista.com/topics/1151/passenger-airlines/ [13.05.2018.]
[4] Statista, https://www.statista.com/statistics/193533/growth-of-global-air-traffic-passenger-demand/ [13.05.2018.]

H1: Poduzeća u putničkom zračnom prometu ostvaruju bolje poslovne rezultate nakon spajanja i pripajanja.

Razlozi zbog kojih bi se neko poduzeće trebalo odlučiti na spajanje ili pripajanje su brojni. Povećanje prihoda, smanjenje troškova i povećanje efikasnosti neki su od njih. Povećanje prihoda ostvaruje se kroz povećanu prodaju zbog širenja postojećeg tržišta, jačanjem monopolske moći i mogućnosti prodaje proizvoda po većoj cijeni, razvijanjem novih proizvoda, jačanjem pregovaračke moći u procesu prodaje. Smanjenje troškova dolazi kroz nižu cijenu resursa potrebnih u poslovanju, manje porezno opterećenje, pristup distribucijskim kanalima. Ekonomija obujma, ekonomija razmjera, razvijenija infrastruktura, racionalizacija poslovanja dovode do povećanja efikasnosti.[5]
Testiranjem ove hipoteze uvidjet će se jesu li ova poduzeća ostvarila prednosti koje donose spajanja i pripajanja i time svoje poslovne rezultate poboljšala.

Uz prethodnu hipotezu, predmet istraživanja su također još dvije hipoteze koje razmatraju spajanja i pripajanja poduzeća u smislu veličine istih. To su :

H2: *U putničkom zračnom prometu češće su predmet spajanja poduzeća iste, nego različite veličine.*

H3: *U putničkom zračnom prometu češće su predmet pripajanja poduzeća različite, nego iste veličine.*

Za testiranje ovih hipoteza potrebno je razlikovati pojam spajanja od pojma pripajanja. Pri spajanju, povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu zajedničku tvrtku, dok prijašnja poduzeća prestaju postojati. Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata. Pripajanje je situacija kada poduzeće preuzima kontrolu cjelokupnog ili djelomičnog poslovanja drugog poduzeća[6].

[5] Škulić, L., Šokćević S. (2016): Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u hrvatskom gospodarstvu, International scientific conference - ERAZ 2016: Knowledge based sustainable economic development, Beograd, str. 97-106

[6] Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L,(2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, vol.57,No.1-2, str. 64-79.

Kada veliko poduzeće preuzima malo poduzeće očekuje se da će takvo preuzimanje biti pripajanje, dok se spajanje očekuje kod primjerice preuzimanja dva velika poduzeća. Takvo što će se pokušati potvrditi ovim hipotezama.

1.4. Ciljevi istraživanja

Iz navedenog problema i predmeta istraživanja te postavljenih hipoteza može se definirati cilj istraživanja. Kako rad ima teorijski i empirijski dio, kroz teorijski dio cilj je objasniti pojam spajanja i pripajanja, njihove značajke i što ta preuzimanja donose poduzeću. Kroz empirijski dio rada prožima se i osnovni cilj rada. Obradom podataka prikupljenih u uzorku poduzeća iz putničkog zračnog prometa, koja su prošla kroz proces spajanja i pripajanja, dolazi se do najvažnijeg dijela – potvrde ili odbacivanja glavne i sporednih postavljenih hipoteza, te zaključka na osnovu dobivenih rezultata.

1.5. Metode istraživanja

Prilikom izrade teorijskog dijela rada koristit će se slijedeće metode znanstvenog istraživanja: metoda indukcije, metoda dedukcije, metoda analize, metoda kompilacije, metoda klasifikacije i metoda deskripcije.[7]

Metoda indukcije – omogućuje da se na temelju analize pojedinačnih činjenica dolazi do općih zaključaka.
Metoda dedukcije – omogućuje da se iz općih zaključaka izvode posebni i pojedinačni zaključci, odnosno omogućuje da se otkriju nove spoznaje, dokažu nove činjenice ili znanstvene istine.
Metoda analize – postupak znanstvenog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti rasčlanjivanjem složenih pojmova, sudova i zaključaka na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente.

[7]Metode znanstvenih istraživanja, Powerpoint prezentacija, dostupna na http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf [07.05.2018.]

Metoda kompilacije – postupak preuzimanja tuđih rezultata znanstvenoistraživačkog rada, odnosno tuđih opažanja, stavova, zaključaka i spoznaja.
Metoda klasifikacije – sistematska i potpuna podjela općeg pojma na posebne, u okviru opsega pojma.
Metoda deskripcije – postupak jednostavnog opisivanja ili očitavanja činjenica, procesa i predmeta bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja.

U empirijskom dijelu rada, koristit će se iste metode kao i u teorijskom dijelu, te će se koristiti i *statistička metoda* – metoda pomoću koje se na temelju obilježja određenog broja elemenata neke skupine ili serije pojava izvodi opći zaključak o prosječnoj vrijednosti obilježja; kako bi se hipoteze istraživanja potvrdile ili osporile.

1.6. Doprinos istraživanju

Ovim radom doprinos istraživanju je prije svega na analizi utjecaja aktivnosti spajanja i pripajanja na poslovanje poduzeća u odabranoj industriji. Rad u teorijskom dijelu obuhvaća osnovne značajke ovakvog preuzimanja poduzeća, kao i razloge i načine mjerenja učinaka ovakvog preuzimanja za jedno poduzeće. Na temelju dostupne literature i podataka, istraživanjem će se doći do zaključka koliko i kakvog zaista utjecaja ima spajanje i pripajanje na poslovne rezultate poduzeća u putničkom zračnom prometu. Istražit će se i veza između veličina poduzeća i odabira između spajanja ili pripajanja, kao načina preuzimanja.

1.7. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad podijeljen je na pet dijelova, uključujući uvod i zaključak.

U prvom, uvodnom dijelu, objašnjen je problem istraživanja i definiran je predmet istraživanja. Nakon toga postavljaju se istraživačke hipoteze, koje će se u kasnijim dijelovima rada istraživati. Zatim slijede ciljevi istraživanja i metode istraživanja koje se koriste u

teorijskom i empirijskom dijelu rada. Nakon metoda, slijedi doprinos istraživanju u radu i u konačnici i njegova struktura.

U drugom dijelu objasnit će se pojmovi spajanja i pripajanja poduzeća, njihova povijest i podijela. Zatim će se objasnit faze koje mora proći poduzeće pri poduzimanju aktivnosti spajanja i pripajanja, te sinergijski učinak koji stvara ovakvo preuzimanje.

Treći dio diplomskog rada se odnosi na mjerenje uspješnosti učinjenih spajanja i pripajanja i njihovo objašnjenje. Isto tako, u ovom dijelu rada će se i navesti pozitivni razlozi ovakvog preuzimanja, ali i razlozi neuspjelog preuzimanja.

U četvrtom dijelu diplomskog rada navest će se, te i objasniti, spajanja i pripajanja koja će ući u uzorak za ispitivanje, te će se analizirati prikupljeni podatci. Testirat će se postavljene hipoteze, primjenom statističke analize, te će se time moći donijeti zaključci o učinkovitosti spajanja i pripajanja.

U posljednjem poglavlju donose se zaključci o onome što je obrađeno u samom radu i što je dobiveno empirijskim istraživanjem.

Na kraju samog rada nalazi se popis literature korištene pri izradi rada, sažetak na hrvatskom i engleskom jeziku, kao i popis slika, tablica i grafikona.

2. SPAJANJE I PRIPAJANJE – OSNOVNE ZNAČAJKE

2.1.Pojam spajanja i pripajanja

Pripajanje i spajanje kao oblici korporativnog restrukturiranja predstavljaju aktivnosti koje imaju za cilj ukinuće prepreka unutarnjem tržištu i bolju alokaciju resursa.[8]
Iako se spajanja i preuzimanja često koriste kao sinonimi (čak se ponekad pripajanje namjerno prikazuje kao spajanje jer se uz transakciju pripajanja uobičajeno vežu negativne konotacije za firmu koja se pripaja), treba ih razlikovati.[9]

Spajanje (eng. merger) označava oblik rasta poduzeća u kojem od dva ili više poduzeća, pravnih subjekata, nastaje jedno novo poduzeće, novi pravni subjekt dok se stari brišu iz registra; jednostavnije se može prikazati sljedećim obrascem: A + B = C. Spajanje podrazumijeva kada se dva ili više pravnih subjekata spoje u novi, a da se pri tome ne provodi likvidacija tih društava, nego cjelokupna njihova imovina i obaveze prelaze u novonastali pravni subjekt.[10]

Pripajanje (eng. acquisition) podrazumijeva se da jedan poslovni subjekt pripoji drugom – preuzimatelju, pri čemu se ovaj prvi pravni subjekt ne likvidira, ali i može, već nastavlja poslovanje unutar poduzeća kojem se pripojio. To je poslovna aktivnost u kojoj se jedno poduzeće pripaja drugom po obrascu A + B= A '. Naime, pripajanjem nestaje pravna osobnost poduzeća koje se pripojilo te ono nastavlja djelovanje unutar drugog subjekta. Ovim činom dolazi i do vlasničkih transformacija poduzeća preuzimatelja i pripojenog mu poduzeća. Nakon pripajanja, poduzeće koje je pripojeno gubi pravnu osobnost dok je poduzeće kojem se pripajaju ne gubi, ali dolazi do vlasničke i organizacijske promjene u tom poduzeću.[11]

[8] Horak, H., Dumančić, K., Poljanec, K. (2015): Neusklađenost prava pripajanja i spajanja na unutrašnjem tržištu EU kao prepreka slobodi poslovnog nastana, Ekonomski fakultet, Zagreb
[9]Poslovna učinkovitost, transakcije spajanja i preuzimanja, raspoloživo na: https://www.poslovnaucinkovitost.eu/kolumne/poslovanje/1228-transakcije-spajanja-i-preuzimanja-maa-2 [05.07.2019]
[10]Škulić, L., Šokčević S.(2016): Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u hrvatskom gospodarstvu, International scientific conference - ERAZ 2016: Knowledge based sustainable economic development, Beograd, str. 97-106
[11] Ibid.

Preuzimanje (eng. takeover) poduzeća je širi pojam koji se može definirati kao svako podređivanje neke tvrtke drugoj tvrtki, odnosno stanje u kojem jedna kompanija preuzima kontrolu nad drugom kompanijom.[12]

U stranoj i domaćoj literaturi, kao i u poslovnome svijetu engleski termini takeover i acquisition često se koriste kao istoznačnice. Neovisno o tome što ne postoji opipljiva razlika između ta dva termina, u praksi i literaturi ti se termini naizmjenično koriste. Blaga distinkcija ogleda se u tome što se termin takeover koristi kako bi se označilo neprijateljsko preuzimanje.[13]

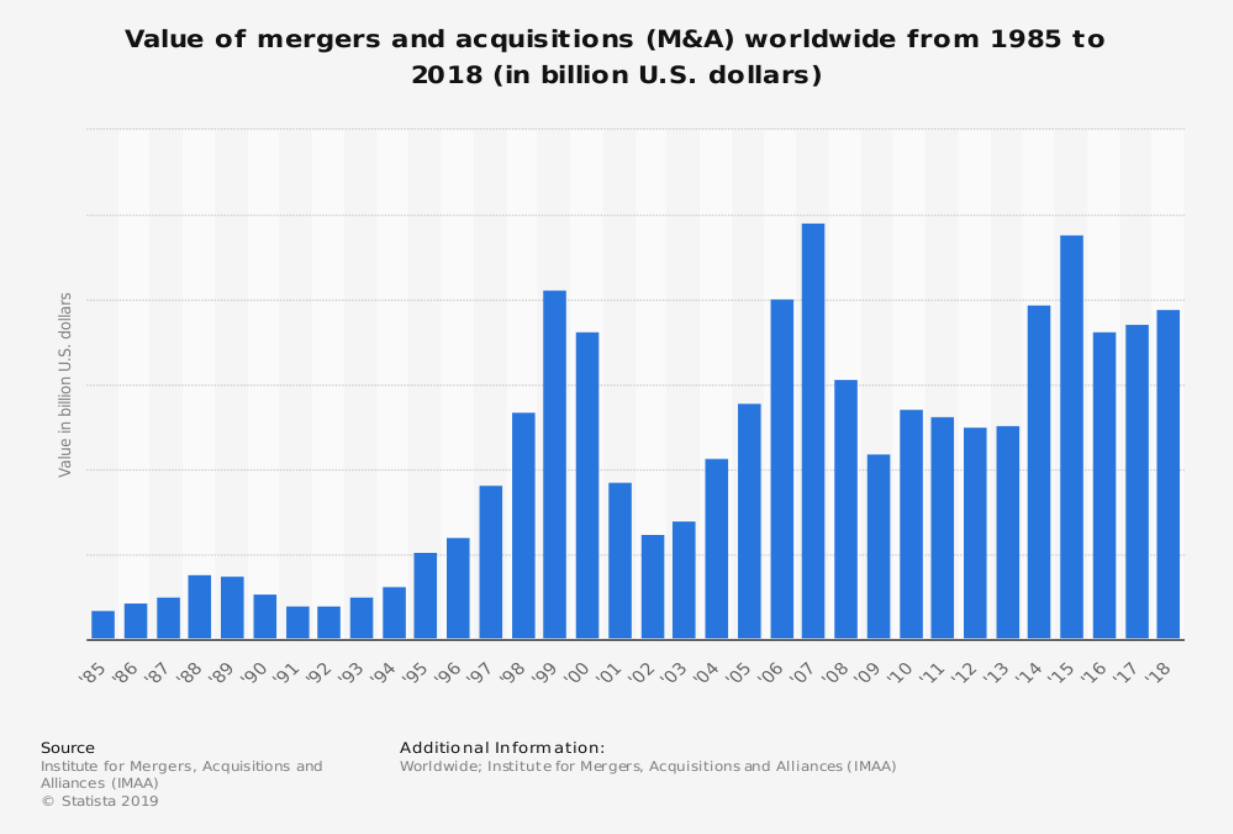
U praksi postoje brojne poslovne kombinacije koje predstavljaju određeni broj varijacija spajanja i preuzimanja. Da li će se neka transakcija (ako je u pitanju kupnja jedne firme od strane druge) proglasiti kao spajanje ili preuzimanje uglavnom ovisi o tome kako transakciju percipiraju uprava, zaposlenici i dioničari (vlasnici) ciljne firme. Ukoliko ciljna firma ne želi biti preuzeta (kupljena) onda je transakcija uvijek tretirana kao preuzimanje (akvizicija) i to kao neprijateljsko preuzimanje.[14]

Spajanja kao stapanje dvije ili više tvrtki u jednu mogu rezultirati iz jedne od tri vrste integracija[15]:

- **Vertikalna spajanja** povezuju tvrtke iz različitih faza procesa proizvodnje istovrsnog ili sličnog proizvoda. Takva spajanja mogu poprimiti dva oblika: forward integracija na tržište kupca ili backward integracija na tržište dobavljača. Ove integracije kombiniraju različite faze proizvodnje i tako rezultiraju povećanim profitnim maržama. Tipičan primjer ovakve integracije predstavlja integracija proizvođača odjeće s lancem trgovina maloprodaje i proizvođačem tekstila.
- **Horizontalna spajanja** povezuju tvrtke koje proizvode slične proizvode, te proizvodi mogu biti i supstituti. Cilj ovakvog spajanja je zaokružiti proizvodnu liniju koja se prodaje istim distribucijskim kanalima i na taj način ostvariti ekonomiju obujma u prodaji i distribuciji. Rezultat je često povećanje tržišne snage.

[12] Rupčić, N. (2003) :Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu, Ekonomska istraživanja. 16, 2 , str. 94-104
[13] Filipović, D. (2012): Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 10 (2), 19-30. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/93107 [13.06.2019]
[14] Ibid.
[15]Rupčić, N. (2003) :Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu, Ekonomska istraživanja. 16, 2 , str. 94-104

- **Konglomerati** su oblik spajanja kojim se povezuju kompanije koje proizvode nepovezane proizvode. Ovakve fuzije nastaju iz primjerice želje za diverzifikaijom rizika, traženjem dobrih prilika za investiranje ili težnje za povećanjem ekonomske snage na širem tržištu.



Slika 1: Vrijednost spajanja i pripajanja (M&A) širom svijeta od 1985 do 2018 (u milijardama U.S. dolara)

Izvor: statista.com [18.09.2019.]

Graf prikazan na ovoj slici prikazuje vrijednost spajanja i pripajanja u svijetu u razdoblju od 1985., do 2018. godine, prikazano u američkom dolaru. U 2018. godini vrijednost spajanja i pripajanja na globalnoj razini iznosila je 3,9 bilijuna dolara. U prikazanom razdoblju od 33 godine, najveća vrijednost je zabilježena 2007. godine, a iznosila je 4,9 bilijuna američkih dolara. Zatim slijedi 2015.godina sa nešto nižom vrijednošću od 4,7 bilijuna američkih dolara.

2.2. Povijest preuzimanja

Preuzimanja u svijetu su prisutna već dugo vremena, datiraju još iz druge polovice 19. stoljeća. U tom periodu neka razdoblja preuzimanja bila su intenzivnija od drugih, a neka uspješnija ili manje uspješna. Sve veća konkurencija u poslovnom okruženju na globalnoj razini uvelike je bila razlog za tako dugu primjenu procesa preuzimanja.

Iako se obrasci aktivnosti preuzimanja i njihova profitabilnost značajno razlikuju u različitim valovima spajanja i preuzimanja poduzeća, među njima postoje zajednički elementi. Spajanje poduzeća se obično događalo tijekom razdoblja održavanja visokih stopa gospodarskog rasta, niskih ili opadajućih kamatnih stopa i rastućeg tržišta dionica. Povijesno se svaki val spajanja razlikovao u pogledu specifičnog razvoja, poput pojave nove tehnologije; usmjerenosti na industriju, poput željeznica, nafte ili financijskih usluga; stupnja regulacije; i vrstu transakcije, poput horizontalne, vertikalne, konglomeratne, strateške ili financijske.[16] Dosad je zabilježeno šest valova preuzimanja dok sedmi još traje, a ukratko će biti opisani u nastavku rada.

PRVI VAL (1893.-1904.)

Ovaj val karakterističan je po horizontalnim spajanjima gdje se udružuju tvrtke koje pripadaju istoj industriji te su često međusobni konkurenti. Ovakav način spajanja bio je posebno poželjan među tvrtkama koje su željele uspostaviti monopol i dominaciju, što je kao rezultat imalo veće tržišne udjele, a isto tako bi se i izbjegla prekapacitiranost i pad cijena. Većina spajanja koja su se dogodila u ovom valu, doživjela su neuspjeh, prvenstveno zbog nepostizanja željene neučinkovitosti. Neuspjehu su dodatno pridonijeli događaji poput usporavanja gospodarstva 1903., a zatim i pad cijena dionica 1904. godine.

DRUGI VAL (1919.-1929.)

Za razliku od prvog vala, kojeg je karakteriziralo stjecanje monopolističkih pozicija, u drugom valu naglasak je bio na ostvarivanju oligopola. Ova spajanja proizašla su iz gospodarskog booma koji je nastao nakon Prvog Svjetskog rata. Zbog stvorenih monopola

[16] DePamphilis, D. (2010): Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know, Academic Press, str, 29-31.

proizašlih iz horizontalnih spajanja u prijašnjem valu, prvi je reagirao američki Kongres donijevši niz antimonopolskih zakona. Tvrtke su prešle na vertikalnu integraciju gdje veći prihodi nisu prioritet, bitnija je ukupna učinkovitost tvrtke uz što manje troškove. Val je završen padom burze i nastupanjem Velike depresije.

TREĆI VAL (1955.-1970.)

Spajanja koja su se dogodila u trećem valu bila su uglavnom spajanja konglomerata. Ovaj val nastao je u želji za novim tržištima i diverzifikacijom proizvoda američkih korporacija. Zbog striktnijeg provođenja zakona o antitrustovima bilo je nemoguće ikakvo vertikalno ili horizontalno spajanje, pa su se spajala poduzeća čiji proizvodi ili usluge nisu imali veze jedni s drugim. Poduzeća preuzimatelji bili su veličinom manji od ciljanog poduzeća.

Razlika u odnosu na prva dva vala je bila i u načinu financiranja transakcija. Financiranje se u ovom valu obavljalo uglavnom dionicama, što je podiglo cijene dionica nekih konglomerata do nelogičnih iznosa, da bi već potkraj ovog vala nastupili dramatični padovi.[17] Kraj vala došao je padom cijena dionica, a kraju je pridonijela i naftna kriza u prvoj polovici sedamdesetih godina prošlog stoljeća.

ČETVRTI VAL (1974.-1989.)

Četvrti val obilježila su daleko veća preuzimanja nego što su bila u prethodnom valu. Inozemna preuzimanja postajala su običajena, a ovaj val karakterizira i velik broj neprijateljskih preuzimanja kao i spajanja među tvrtkama koje pripadaju istoj ili srodnim industrijama. Tijekom ovog vala, investicijske banke igrale su aktivniju ulogu, spremne su izdvojiti velike iznose novca kako bi pomogle svojim klijentima u njihovim neprijateljskim ponudama za preuzimanje. Također je uočen razvoj novih tržišta, a jedno od njih je i tržište „bezvrijednih“ obveznica. Ovdje se prodaju obveznice tvrtki slabe ili niske kreditne kvalitete.[18] Pojavom recesije početkom 1980-ih godina i kolapsom tržišta dionica, ovaj val počinje slabljeti.

[17] Rupčić, N. (2003) :Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu, Ekonomska istraživanja. 16, 2 , str. 94-104

[18] Cleverism.com, raspoloživo na: https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/ [15.06.2019]

PETI VAL (1992.-2000.)

Peti val obilježila je globaliazacija i deregulacija. Tvrtke su željele postići što veću ekonomiju razmjera. Vjerovanjem, da što su veće tvrtke to će biti dominantnije na tržištu, stvarane su multinacionalne tvrtke i konglomerati. Vrsta pripajanja ili spajanja koja uključuje strane investitore koji dobivaju kontrolni udio u stečenom ili pripojenom društvu postala je poznata kao "prekogranična spajanja". Takva spajanja uključuju dvije zemlje s pravilima ili zakonima matične države (u kojoj je društvo preuzimatelj) koji imaju prednost nad kupnjom i kontrolom stečenog ili pripojenog društva u zemlji domaćinu. Mnoga su poduzeća to shvatila kao savršenu priliku za ulazak na tržišta u drugim zemljama i uspostavljanje prevlasti na međunarodnoj, pa čak i globalnoj razini.[19] Val je završio popraćen skandalima među kojima je prijava bankrota od strane velikih tvrtki.

ŠESTI VAL (2003. – 2008.)

Značajke koje su obilježile šesti val su globalizacija, privatni kapital i aktivizam dioničara. U poslovanje tvrtke sve više su se uključivali dioničari koji dobivaju pravo glasa na odluke uprave. Otkup zaduživanja postao je popularan način za dobivanje kredita, gdje preuzimatelj posuđuje novac kako bi pokrio troškove preuzimanja.

Zajmodavci imaju poticaj za povećanjem opsega pozajmljivanja kako bi ostvarili prihod od naknada prihvaćanjem rizičnijih zajmova. Nakon što se zajmovi prodaju drugima, tvorci zajma vjerojatno će smanjiti nadzor takvih zajmova. Ovi postupci, zajedno s pretjerano niskim kamatnim stopama koje je omogućilo svjetski porast likvidnosti i visoko prilagodljiva monetarna politika, pridonijeli su pretjeranom kreditiranju i poticanju kupaca da preplate za ciljne tvrtke.[20]

Kroz šesti val nastavilo se ono što je započeto u petom – dosezanje međunarodnih i globalnih tržišta kao i prekogranična preuzimanja. Krajem 2007. godine dolazi do krize sa subprime kreditima u Sjedinjenim Državama te recesije što označava kraj ovog vala.

[19] Ibid.
[20] Depamphilis D. (2017): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tols, Cases, and Solutions, Academic Press str. 18-19

SEDMI VAL (2011. – do danas)

Neposredno nakon šestog vala izgledi za aktivnostima preuzimanja nisu bili dobri. Sedmi val započinje u 2011. godini kada na čelo po aktivnosti preuzimanja dolaze zemlje BRICS koje čine Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južna Afrika. To su zemlje koje su u razvoju ili su novoindustrijalizirane, te je za očekivati da najveća spajanja budu upravo u ovim zemljama ili na kontinentima kojima ove zemlje pripadaju.

Kao razlog pojave valova navode se dva objašnjenja. Prvo objašnjenje kazuje da valovi nastaju kada kompanije reagiraju na šokove u industriji, poput deregulacije, pojave novih tehnologija, kanala distribucije, substituta ili stalnog rasta cijene roba. Takvi događaji često su povod da kompanija stekne cijelu ili dio druge kompanije. Drugi argument zasnovan je na pogrešnoj procjeni i sugerira da menadžeri koriste precijenjene dionice za kupnju imovine poduzeća manje vrijednosti. Da bi se spajanja i pripajanja udruživala u valovima vrijednost mnogih kompanija moraju se istovremeno povećati. Menadžeri čije se dionice smatraju precijenjenima istovremeno kreću u stjecanje kompanija čiije su cijene dionica manje cijenjene.[21]

2.3. Vrste preuzimanja

Preuzimanja mogu biti prijateljska i neprijateljska, a o tome kakva će biti ovisi o stavu poduzeća, odnosno njegove uprave, koje je predmetom preuzimanja prema samom činu preuzimanja. Odnosno, razlika između ovih preuzimanja jest ta da u neprijateljskom preuzimanju, odbor ciljnog poduzeća odbija ponudu preuzimatelja. Za vrijeme pregovora stav uprave o preuzimanju može se i promijeniti.

Prijateljska i neprijateljska spajanja i pripajanja imaju različite mogućnosti pristupa podrobnim financijskim podacima ciljne kompanije. U prijateljskoj transakciji kompanija može dobiti te podatke od ciljne kompanije, dok u neprijateljskoj transakciji kompanija kupac

[21] Depamphilis D. (2017): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tols, Cases, and Solutions, Academic Press str. 16-17.

se mora poslužiti informacijama dostupnima javnosti zato što im ciljna kompanija dostavlja samo one informacije koje su zakonom propisane.[22]

2.3.1. Prijateljska preuzimanja

Kod prijateljskog preuzimanja poduzeća dolazi do direktnih pregovora između menadžmenta kompanije koja je zainteresirana za preuzimanje i menadžmenta ciljnog poduzeća. Kompanija koja je predmet preuzimanja je dužna, u slučaju opredjeljenja za nastavak pregovora, prezentirati točne podatke za sagledavanje i ocjenu vrijednosti kompanije. Naravno, ovim pregovorima prethodi niz aktivnosti u cilju prikupljanja informacija i sastavljanja liste potencijalnih kompanija za preuzimanje.[23] Sami rezultati analize poduzeća utjecat će na odluku o tome treba li nastaviti s postupkom preuzimanja poduzeća ili ne. Kod ovakvog preuzimanja nema nekih poteškoća i svađa između uprave tvrtke koja preuzima i uprave ciljanog poduzeća te nema smišljanja bilo kakvih strategija protiv preuzimanja. Odluka o preuzimanju donijeta je kada predstavnici obiju kompanija zaključe ugovor o preuzimanju. Ciljanom poduzeću prijateljsko preuzimanje donosi brojne prednosti. Najveća korist je cijena po dionici za ciljno društvo koja preuzimanjem postaje bolja od trenutačne cijene na tržištu. Osim toga koristi su i bolje mogućnosti za proširenjem poslovanja, dolazak na novo tržište i druge prednosti.

2.3.2. Neprijateljska preuzimanja

Neprijateljsko preuzimanje je ono preuzimanje u kojemu se menadžment poduzeća – mete suprostavlja preuzimanju i mišljenja je da preuzimanje nije dobar izbor za sve vlasnike poduzeća. Preuzimanje se može označiti kao neprijateljsko ako menadžment poduzeća – mete odbije ponudu za preuzimanje, a preuzimatelj ustraje u nastojanju da preuzme poduzeće – metu te u slučaju kada menadžment preuzimatelja krene u preuzimanje bez obavještenja menadžmenta poduzeća – mete. U slučaju uspješnoga neprijateljskog preuzimanja menadžment poduzeća – mete obično biva smijenjen, za razliku od prijateljskoga kada

[22] Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, vol.57,No.1-2, str. 64-79.
[23] Čolak Mihalik, M. (2006): Moguće taktike u procesu preuzimanja, Bankarstvo, Udruženje banaka Srbije, Beograd, str. 30 - 42

menadžment preuzetoga poduzeća u velikom broju slučajeva zadržava poziciju koju je imao prije preuzimanja.[24]

Neprijateljsko preuzimanje je skup poduhvat i za njega se, uglavnom, opredjeljuje u slučaju značajne podcijenjenosti firme. Cijenu preuzimanja, između ostalog, opredjeljuju i troškovi angažiranja sredstava namijenjenih isplati dioničara. Često su to značajniji iznosi sredstava, jer kako bi se pridobili dioničari da prodaju dionice, nudi im se cijena viša od tržišne, jer oni često razmišljaju i o zadržavanju dionica uvjereni da će po okončanju procesa preuzimanja firme, iste vrijediti više.[25]

Uprava i menadžment poduzeća imaju na raspolaganju određene strategije kojima se mogu obraniti od neželjenog preuzimanja, a s druge strane i ponuđač može koristiti određene strategije kako bi pridobio željeno poduzeće.

Strategije za neprijateljsko preuzimanje:

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

Primjenom ove metode vrši se pritisak na odbor ciljne kompanije da javno zauzme stav o mogućem preuzimanju od strane ponuđača. Naime, medvjeđim zagrljajem vrši se pritisak na upravni odbor, pošto bi ponudu trebali razmotriti kako ne bi bili optuženi za neizvršavanje svojih povjereničkih obaveza[26].Medvjeđi zagrljaj služi kao svojevrsna prijetnja da će uslijediti javna ponuda dioničarima ukoliko uprava odbije ovu ponudu.

Primjenom ove metode, troškovi su manji, financijski je korisnija za dioničare, a mogu se smanjiti i druge eventualne štete za poduzeće kao nezadovoljstvo, odlazak zaposlenika i slično. Ako ciljano poduzeće odbije ponudu postoji rizik da dioničari, smatrajući da uprava ne postupa u najboljem interesu po njih, ga tuže.

[24] Filipović, D. (2012): Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 10 (2), 19-30. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/93107 [13.06.2019.]
[25] Čolak Mihalik, M. (2006): Moguće taktike u procesu preuzimanja, Bankarstvo, Udruženje banaka Srbije, Beograd, str. 30 - 42
[26] Ibid.

Javna ponuda (tender offer) je ponuda koja se upućuje izravno dioničarima ciljanog poduzeća za kupnjom dijela ili svih dionica po cijeni znatno višoj od tržišne, što dioničare može potaknuti za prodajom svojih dionica. Obično se želi kupiti najmanje 50% dionica poduzeća kako bi se mogla preuzeti kontrola nad njim. Kada se ponuda iznese, dioničari ciljanog poduzeća imaju period od dvadeset dana kako bi ponudu prihvatili ili odbili. Naravno, u istom razdoblju ciljanom poduzeću se mogu pojaviti ponude i drugih poduzeća za preuzimanjem, pa se javlja konkurentska borba među ponuđačima za osvajanjem poduzeća, što bi moglo utjecati na povećanje već datih ponuda.

Za to vrijeme uprava ciljanog poduzeća pokušava odvratiti dioničare od prodaje dionica ističući kako je poduzeće u dobrom stanju, da ima perspektivu, da će povećati stopu profitabilnosti kao i dividendu po dionici.[27] Ipak, konačna odluka je na dioničarima napadnutog poduzeća s obzirom da odluku koju donesu, će se izvršiti bez obzira što o tome misli uprava.

Borba za glasove malih dioničara (proxy fight) strategija je kojom jedan ili grupa dioničara nastoje preuzeti kontrolu nad poduzećem ili nastoje uvesti određene promjene uvjeravanjem opunomoćenika malih dioničara da glasaju protiv uprave. Naime, mali dioničari obično imaju svoje opunomoćenike koji im omogućavaju posredno korištenje svojih glasačkih prava, odnosno opunomoćenici su ti koji prisustvuju na skupštinama i glasaju u njihovo ime. Glasovima većine dioničari mogu postići smjenu članova uprave i na ta mjesta izabrati nove članove po svom izboru. Isto tako, preglasavanjem dioničari mogu izbjeći usvajanje prijedloga uprave kao odbranu od preuzimanja ukoliko dioničari smatraju da takvo što ne bi bilo uspješno. Koliko će ova strategija biti uspješna za dioničare željne promjena ovisi o podršci drugih dioničara prema upravi te rezultatima poslovanja poduzeća.

Strategije za obranu od neprijateljskog preuzimanja mogu se podijeliti u dvije skupine:

- preventivne strategije koje se koriste prije pojave neprijateljskih preuzimanja kako bi poduzeće bilo manje atraktivno za potencijalne ponude preuzimanja i
- reaktivne mjere koje uprava primjenjuje kada poduzeću stigne ponuda drugog poduzeća za preuzimanjem koja se smatra neprijateljskom.

Preventivne strategije:

[27] Ibid.

Poison pills ili otrovne pilule jedna je od najčešćih, a i najučinkovitijih strategija protiv preuzimanja u SAD-u, dok su mnoge druge zemlje ovu strategiju zabranile. Ciljno društvo daje pravo dioničarima na kupnju dionica po cijeni nižoj od tržišne i na taj način ih obezvrjeđuje kako bi se povećali troškovi preuzimatelja. Dva su osnovna oblika otrovnih pilula: flip-in pilula - omogućuje kupnju povlaštenih dionica samo postojećim dioničarima, ne i preuzimatelju; te flip-over - nakon preuzimanja omogućuje postojećim dioničarima stjecanje dionica preuzimatelja po cijeni nižoj od tržišne, što preuzimatelju opet stvara gubitke. Prednost poison pills očituje se u činjenici da njezinu primjenu može usvojiti upravni odbor ciljnog društva bez posebne suglasnosti dioničara ciljnog društva, kao što upravni odbor može naknadno i izmijeniti prava iz poison pills.[28]

Dualistički sustav unutarnjeg ustrojstva dioničkog društva predstavlja najprirodniji način obrane za zemlje koje imaju dualističko ustrojstvo dioničkog društva, gdje postoje uprava i nadzorni odbor. Kako bi postigao stvarnu kontrolu nad ciljnim društvom, preuzimatelj mora identificirati članove uprave koje imenuje nadzorni odbor. Članovi uprave mogu biti opozvani i prije isteka njihova mandata, kada za to postoji važan razlog. S druge strane, kod opoziva članova nadzornog odbora odluku o tomu donosi glavna skupština ciljnog društva, i to kvalificiranom većinom.[29] Ako bi preuzimatelj i imao kvalificiranu većinu, ukoliko uprava i nadzorni odbor ne odobravaju preuzimanje, ono neće biti moguće. U SAD-u se članovi odbora ne biraju odjednom, nego se svake godine bira određen broj članova.

Izdavanje različitih vrsta dionica radi utjecanja na strukturu dioničara i njihovo pravo glasa metoda je kojom se mogu izdati dionice sa isključenjem prava prvenstva postojećih dioničara kako bi ih prava mogla dodijeliti onim dioničarima koji ne prihvaćaju ponudu preuzimanja. Time se ponuđaču onemogućava stjecanje dionica. Isto tako, mogu se izdati i dionice kojima se ograničava pravo glasa ili dionice bez prava glasa. Kada postoji ograničenje, propisuje se maksimalan broj glasova koje može imati jedan dioničar, a kod onih bez prava glasa uprava ima utjecaj na strukturu dioničara.

Stjecanje vlastitih dionica strategija je kojom ciljno poduzeće povećava potražnju za svojim dionicama i tako povećava njihovu cijenu te time povećava troškove svog preuzimanja. Time smanjuje svoja likvidna sredstva te tako postaje manje atraktivna za potencijalne ponuđače.

[28] Jurić, D. i Zubović, A. (2009). Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljanog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 30 (1), 291-331. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/52621 [29.06.2019.]
[29] Ibid.

Za ovakvo što ipak postoje određena ograničenja, s obzirom da se ugrožava temeljni kapital poduzeća, stoga je potrebno prethodno imati odobrenje glavne skupštine za kupnju vlastitih dionica.

Prodaja vrijedne imovine ili crown jewels još je jedna strategija kojom se ciljno poduzeće može obraniti od preuzimanja. Prodajom imovine poduzeće postaje manje atraktivno za preuzimanje. S druge strane, može doći do pada tržišne cijene dionica ciljnog poduzeća što bi bilo poželjno za preuzimatelja jer bi mogao lakše doći do preuzimanja. Ovo je ekstremna i rizična mjera obrane s obzirom da ide na štetu samog ciljnog poduzeća.

Golden parachute ili zlatni padobran predstavlja kontroverznu mjeru obrane, s obzirom na visoke otpremnine ili znatne koristi koje dobivaju menadžeri ukoliko dođe do toga da tvrtka preuzme drugu tvrtku, a menadžeri izgube posao. Zlatni padobran može uključivati otpremninu u obliku gotovine, posebnog bonusa, opcija ili stjecanje ranije dodijeljene naknade. Ovom strategijom rukovoditelji mogu dobiti velike iznose za slabo percipiran posao. Zbog visokih izdataka preuzimanje postaje skuplje i samim time manje atraktivno.[30]

Reaktivne stategije:

Konkurentska ponuda ili white knight se primjenjuje kada poduzeće dobije ponudu za preuzimanjem koju ne želi prihvatiti. Tada uprava ciljnog poduzeća traži viteza, odnosno prijateljsku tvrtku koja će ponuditi veću cijenu za njihove dionice od sadašnjeg ponuditelja ili će dopustiti upravi nastavljanje trenutne strategije. U odnosu na ostale strategije, ova se najčešće primjenjuje i veoma je učinkovita.

Mišljenje uprave ciljnog društva o ponudi za preuzimanje predstavlja značajan instrument koji može odrediti sudbinu konkretne ponude za preuzimanje, pa ako se uprava ciljnog društva izjasni pozitivno o ponudi, dioničari ciljnog društva će takvu ponudu prihvatiti. S druge strane, uprava ciljnog društva može dati i negativno mišljenje, te se na taj način ono pretvara

[30] Investopedia, Golden parachute, raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/g/goldenparachute.asp [02.07.2019.]

u protupreuzimateljsku mjeru. Ovo mišljenje nije obvezujuće i konačnu odluku o prihvaćanju ponude za preuzimanje donose dioničari.[31]

Obrambena rekapitalizacija je mjera koju uprava ciljnog poduzeća može primjeniti u slučaju neprijateljskog preuzimanja, no uz prethodnu suglasnost dioničara ciljnog društva. Cilj je ovih mjera osigurati dioničarima ciljnog društva izravnu, kratkoročnu ekonomsku vrijednost i očuvati dioničarsku strukturu u ciljnom društvu, kao odgovor na ponudu za preuzimanje.[32]

Greenmail predstavlja otkup vlastitih dionica od strane ciljnog poduzeća koje je ponuđač već kupio, obično uz značajnu premiju. Na premiju se može gledati kao plaćanje ponuđaču da odustane od pokušaja preuzimanja.

Pacman strategija podrazumijeva pokušaj preuzimanja kontrole nad poduzećem preuzimatelja od strane ciljnog poduzeća kao odgovor na ponudu preuzimatelja. Za ovakvo što potrebna su dodatna financijska sredstva kako bi se mogla realizirati strategija, što ju čini nepraktičnom.

Pokretanje sudskih postupaka mjera je koja usporava postupak preuzimanja, no nije dugoročno riješenje. Svrha takvih postupaka jest pribavljanje sudskih ili upravnih odluka kojima se onemogućava preuzimatelja da stekne kontrolni paket dionica, a istovremeno ciljno društvo poduzima druge mjere kojima je cilj sprječavanje preuzimanja, odnosno pribavljanje povoljnijih ponuda za preuzimanje.[33]

2.4. Faze procesa preuzimanja

Čin spajanja i pripajanja je proces koji traje, sam postupak je vrlo složen, a sve faze koje ga čine su međusobno povezane. Upuštanje u ovakav proces je značajan poduhvat, te ako je učinjen ispravno, može imati ogromne koristi za poduzeća koja su uključena u preuzimanje. Proces preuzimanja može se razvrstati u nekoliko faza.

Prva faza je osmišljavanje poslovnog plana koji se sastoji od eksterne analize s kojom se identificiraju trenutni i potencijalni kupci i njihove potrebe te na koji način im pristupiti;

[31] Jurić, D. i Zubović, A. (2009). Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljanog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 30 (1), 291-331. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/52621 [29.06.2019.]
[32] Ibid.
[33] Ibid.

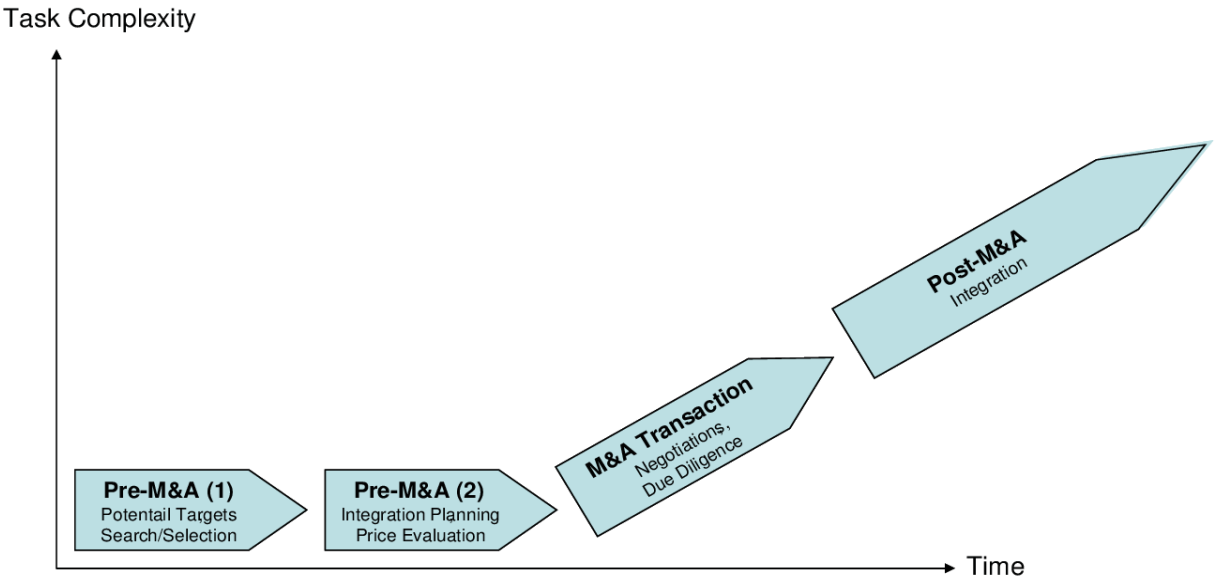
interne analize odnosno samoprocjene, definira se svrha, što očekivati od preuzimanja, postavljaju se ciljevi te strategija kojom će se postavljeni ciljevi ostvariti u razumnom vremenskom periodu, odabire se način provedbe poslovne strategije te uspostavljanja strateške kontrole. Ukoliko je potrebno poduzeće može kreirati i plan preuzimanja, gdje se stavlja fokus na kratkoročne ciljeve. Sljedeća faza je potraga za potencijanim kandidatima. Za takvo što potrebno je prije odrediti manji broj kriterija za izbor potencijanih poduzeća te razviti strategiju potrage. U sljedećoj fazi se usavršava proces potrage za idealnim kandidatom, povećava se broj kriterija kako bi se popis kandidata suzio.

Kako potencijalni stjecatelj započinje prvi kontakt ovisi o hitnosti dovršetka transakcije, veličini ciljane tvrtke i dostupnosti posrednika s visoko pozicioniranim kontaktima unutar ciljane tvrtke. Ako je ciljana tvrtka zainteresirana za nastavak, pismo namjere službeno definira razloge sporazuma, odgovornosti dviju strana dok je sporazum na snazi i pregovara se o datumu završetka procesa. Također treba pregovarati o povjerljivim ugovorima koji pokrivaju obje strane. Pregovaračka faza sastoji se od sljedećih aktivnosti: korigiranje procjene vrijednosti, strukturiranje dogovora, provođenje dubinskog snimanja i izrada plana financiranja. Tijekom ove faze utvrđuje se stvarni iznos i sastav nabavne cijene.[34] Due diligence[35] ili dubinsko snimanje je ispitivanje svih relevantnih činilaca za novu emisiju vrijednosnih papira koje u poduzeću emitentu vrši institucija koja odgovara za točnost podataka navedenih u prospektu kojim se emisija i emitent predstavljaju potencijalnim kupcima. Ispituju se pravni status, uspješnost poslovanja, bilance, tržišni položaj i perspektiva, te druge odlike emitenata.

Dubinska provjera nije ograničena samo za kupca. Prodavatelj treba obaviti dubinsku analizu kupca kako bi se uvjerio da će moći financirati otkupnu cijenu. Štoviše, prodavač također treba provesti dubinsku analizu svojih vlastitih aktivnosti kako bi bilo sigurno da su njegova očitovanja i jamstva u konačnom sporazumu točni.[36]Pregovaranje je slijedeća faza, koja za razliku od ostalih faza, je interaktivni proces. Tijekom ove faze određuje se stvarna otkupna cijena stečenog poduzeća koja se često znatno razlikuje od početne predviđene cijene. U ovoj fazi se alocira novčani tok, raspodjeljuje rizik te se za kombinirane tvrke izrađuju bilanca stanja, izvještaj o prihodima i novčanom toku.

[34] DePamphilis, D. (2010): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Academic Press, Elsevier, str.194
[35]Poslovni.hr, Due diligence, raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/leksikon/due-diligence-dubinsko-snimanje-1192 [03.06.2019]
[36] DePamphilis, D. (2010): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Academic Press, Elsevier, str.194

Planiranje integracije vrlo je važan aspekt procesa stjecanja koji se mora provesti prije završne faze. Bez odgovarajućeg planiranja, integracija vjerojatno neće osigurati predviđenu sinergiju, uz troškove koji su uključeni i prema rasporedu predviđenim planom stjecanja.[37] U završnoj fazi pribavljaju se potrebne suglasnosti od regulatora, dioničara i treće strane, te se postiže konačni sporazum o kupnji i prodaji. Jedna od najvažnijih faza procesa preuzimanja je faza integracije. Aktivnosti koje se poduzimaju u ovoj fazi su provedba učinkovitog komunikacijskog plana, zadržavanje ključnih menadžera, korištenje najboljeg od obiju tvrtki te rješavanje kulturoloških razlika. Zadnja faza je evaluacija, procjena stanja nakon učinjenog spajanja ili pripajanja. Potrebno je provjeriti jesu li očekivanja ispunjena, ukoliko je potrebno nešto korigirati, onda osmisliti način da se to učini. Isto tako definira se ono što je učinjeno dobro i što bi trebalo biti bolje za neka buduća preuzimanja.



Slika 2: Proces složenosti spajanja i pripajanja

Izvor:https://www.semanticscholar.org/paper/Why-Merger-and-Acquisition-(M%26A)-Waves-Reoccur%3A-The-Kummer-Steger/ac13d055472cf8e0b667c3c2b4d07a081ae5a2dd [08.09.2019.]

Kako bi se preuzimanje uspješno izvršilo potrebno je pridržavati se i nekih pravila[38]:

[37] Ibid.
[38] Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L,(2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, vol.57,No.1-2, str. 64-79.

1. Odabir prikladnog ciljnog partnera. U slučaju međunarodnih spajanja i akvizicija pronalazak pravoga partnera ponešto je olakšan, ali uključuje postojanje brojnih drugih elemenata koje je potrebno uzeti u obzir.

2. Podrobno istraživanje tržišne pozicije potencijalnog partnera.

3. Pokušaj određivanja kompatibilnosti kulture tvrtki i njihovog menadžmenta.

4. Određivanje nove strukture organizacije nakon provedenoga spajanja ili akvizicije.

5. Zaštita ključnih resursa ciljne kompanije. Ne smije se dopustiti da resursi na osnovi kojih je ciljna kompanija izgradila svoju tržišnu poziciju postanu nedostupni nakon provedenog spajanja ili akvizicije.

6. Procjena vrijednosti dionica. Organizacija koja inicira spajanje ili akviziciju mora biti sigurna da će joj njezina procjena vrijednosti ciljne kompanije osigurati odgovarajući povrat na investiciju. Radi se o najvažnijem koraku koji prethodi spajanjima i akvizicijama.

7. Planiranje integracije. Pošto je integracijski proces zaista proveden, potrebno je pomno isplanirati nov način poslovanja pripojenih kompanija.

2.5. Sinergijski učinci

U pozadini svake transakcije, bilo pripajanja bilo spajanja, stoji ideja efikasnosti, čije se povećanje nastoji realizirati putem stvaranja dodatne vrijednosti u simbiotičkom odnosu predmetnih društava, odnosno ostvarenjem premije povrh investirane vrijednosti. Identifikacija i kvantifikacija ostvarive dodatne vrijednosti ili sinergija jedan je od najvažnijih koraka u kompleksnom procesu donošenja odluke o pripajanju ili spajanju.[39]

Kako bi se stvorila sinergija, pri spajanju i pripajanju poduzeća imaju za cilj postići vrijednost veću od zbroja vrijednosti pojedinačnih tvrtki. Logika, u tom slučaju glasi da zbroj jedan i jedan ne daju dva nego tri ili više, i kad se to postigne, dolazi do sinergijskih učinaka.

Sinergija (ako se realizira) poprima različite oblike; preko poboljšanja prihoda i/ili preko ušteda na troškovima. Ona se može manifestirati kao smanjenje broja zaposlenih (uglavnom

[39] Lider.media, Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti, raspoloživo na: https://lider.media/znanja/kada-se-odluciti-na-spajanje-tvrtki-i-kako-ga-provesti/[08.06.2019.]

kod odjela koji su podrška poslovanju, uključujući i upravu), kao ekonomija opsega (npr. u sferi nabave postiže se veća pregovaračka moć prema dobavljačima), kroz stjecanje nove tehnologije gdje se uštede javljaju kod troškova razvoja i istraživanja, omogućava lakši pristup jeftinijem kapitalu i kroz druge oblike.[40]

Sinergija bi se mogla podijeliti u dvije skupine[41]:

Sinergije iz poslovanja su one sinergije koje tvrtkama omogućuju povećanje operativnog prihoda od postojeće imovine, povećanje rasta ili oboje. Operativne sinergije bi se mogle svrstati u četiri vrste.

1. Ekonomija razmjera koja može nastati spajanjem, omogućujući kombiniranoj tvrtki da postane isplativija i profitabilnija. Općenito, za očekivati je da će se ekonomija razmjera vidjeti u spajanju poduzeća u istom poslu (horizontalna spajanja) - dvije banke koje se ujedinjuju kako bi stvorile veću banku ili dvije čelične kompanije koje se kombiniraju kako bi stvorile veću čeličnu kompaniju.

2. Povećanje cijene zbog smanjene konkurencije i većeg tržišnog udjela, što bi trebalo rezultirati većim maržama i operativnim prihodima. Ova sinergija se također pojavljuje u spajanju tvrtki u istom poslu i veća je vjerojatnost da će ona donijeti koristi ako za takvo što postoji relativno malo tvrtki. Stoga je vjerojatnije da će kombiniranje dviju tvrtki stvoriti oligopol s povećanjem cijena.

3. Kombinacija različitih funkcionalnih snaga, kao što bi to bio slučaj kad tvrtka sa jakim marketinškim vještinama stekne tvrtku s dobrom linijom proizvoda. To se može primijeniti na širok raspon spajanja, jer funkcionalne snage mogu biti prenosive na sve tvrtke.

4. Veći rast novih ili postojećih tržišta koji proizlaze iz kombinacije dviju tvrtki. To bi bio slučaj, primjerice, kada američka tvrtka za potrošačke proizvode stekne tvrtku na tržištima u nastajanju, s uspostavljenom distribucijskom mrežom i prepoznatljivom robnom markom, te koristi ove snage za povećanje prodaje svojih proizvoda.

Uz financijsku sinergiju isplata može biti u obliku većih novčanih tokova ili nižih troškova kapitala (diskontna stopa) ili oboje. Financijske sinergije uključuju:

[40] Poslovna učinkovitost, transakcije spajanja i preuzimanja, raspoloživo na: https://www.poslovnaucinkovitost.eu/kolumne/poslovanje/1228-transakcije-spajanja-i-preuzimanja-maa-2 [05.07.2019]
[41] Damodaran, A. (2005): The Value of Synergy, raspoloživo na: https://ssrn.com/abstract=841486 [20.09.2019.]

Kombinacija tvrtke s viškom novca ili zaostatkom gotovine (i ograničenim projektnim mogućnostima) i tvrtke s visokim prinosima (i ograničenim novcem) mogu donijeti isplatu u smislu veće vrijednosti za kombiniranu tvrtku. Povećanje vrijednosti dolazi od projekata koji se mogu uzimati s viškom gotovine koji inače ne bi bili uzeti. Ova se sinergija vjerojatno pojavljuje najčešće kada velike tvrtke kupuju manje tvrtke ili javna poduzeća kupuju privatna poduzeća.

Kapacitet duga može se povećati, jer kada se dvije tvrtke kombiniraju, njihova zarada i novčani tokovi mogu postati stabilniji i predvidljiviji. To im zauzvrat omogućava da pozajmljuju više nego što bi to mogli imati kao pojedinačni subjekti, što kombiniranoj tvrtki stvara poreznu olakšicu.

Porezne olakšice mogu nastati ili iz stjecanja koristi se poreznim zakonima za pisanje imovine ciljane tvrtke ili iz upotrebe neto operativnih gubitaka za zaštitu prihoda. Dakle, profitabilna tvrtka koja stekne tvrtku koja gubi novac možda će moći iskoristiti neto operativne gubitke potonjeg za smanjenje poreznog opterećenja.

Diverzifikacija je najsporniji izvor financijske sinergije. U većini trgovačkih društava koja se trguju javno, ulagači mogu diverzificirati po daleko nižim troškovima i s više lakoće od same tvrtke. Diverzifikacija može biti od koristi za privatne tvrtke ili tvrtke koje su usko održane.

Bitno je napomenuti da sinergija može biti i negativna. Takva sinergija nastaje kada zbroj jedan i jedan daje manje od dva, odnosno kada ja učinak spajanja ili pripajanja poduzeća manji nego kada su poslovale zasebno.

U poduzećima je nerijetko prisutan otpor na promjene od strane zaposlenika, posebice ako je riječ o starijim dobnim skupinama. Razlike u operativnim kulturama također mogu biti od presudne važnosti jer adekvatno i potpuno ostvarenje planirane dodane vrijednosti zahtijeva suradnju dvaju sustava koji jednostavno mogu biti suviše različiti. Nužno je i ispravno procijeniti vremenski horizont potreban za realizaciju sinergija. Poduzeća su sklona precijeniti svoje mogućnosti u tom smislu jer ne uzimaju u obzir prethodno navedene kvalitativne

faktore. Na taj način neispravno uvećavaju sadašnju vrijednost sveukupnog učinka sinergija na procijenjenu vrijednost spojenog poslovanja.[42]

3. USPJEŠNOST AKTIVNOSTI SPAJANJA I PRIPAJANJA

3.1. Razlozi za poduzimanje spajanja i pripajanja

Sinergija, kao jedan od glavnih razloga za poduzimanje procesa spajanja ili pripajanja, izdvojena je i opisana u prethodnom poglavlju. Brojni su drugi razlozi zbog kojih bi se uprava dvaju poduzeća odlučila na ovaj poduhvat.

Postoje tri opće prihvaćene kategorije motiva o spajanju.[43]

U prvu kategoriju motiva spajanja ubrajaju se motivi koji se mogu poduzeti kako bi se poboljšali ekonomski rezultati tvrtke. Ekonomski motivi uključuju porast profita, postizanje ekonomije razmjera, širenje rizika, smanjenje troškova, dobivanje „cjenkanja“ zbog razlika u tržišnoj procjeni, zauzimanje obrambenog stava ili odgovor na tržišne neuspjehe.

Spajanje se može dogoditi jer menadžeri vide osobnu korist. Ti osobni motivi uključuju povećani ugled povećanom prodajom i rastom poduzeća, ili povećanu naknadu kroz povećanu prodaju ili profitabilnost. Uz to, izazov menadžmenta koji se predstavlja integriranjem nove tvrtke i nadgledanjem poslovanja veće firme također može pridonijeti osobnim motivima aktivnosti spajanja.

Treća kategorija je strateški motiv, poput sinergije, globalanog širenja, potražnja za tržišnom snagom, stjecanje novih resursa (uključujući menadžerske vještine i sirovine), poboljšanje konkurentnog okruženja kao stjecanje konkurenta ili stvaranje prepreka ulasku ili proširenje linije proizvoda.

Neki od razloga objašnjeni su u nastavku rada.

[42] Lider.media, Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti, raspoloživo na: https://lider.media/znanja/kada-se-odluciti-na-spajanje-tvrtki-i-kako-ga-provesti/ [08.06.2019.]
[43] Brouthers, K.D., Hastenburg, P.V., Ven, J.V. (1998): If most mergers fail why are they so popular, raspoloživo na: https://www.academia.edu/29330560/If_Most_Mergers_Fail_Why_Are_They_so_Popular [05.09.2019.]

Diverzifikacija se odnosi na strategiju kupnje tvrtki izvan trenutnih primarnih djelatnosti tvrtke. Postoje dva uobičajena opravdanja za diverzifikaciju. Prvi se odnosi na stvaranje financijske sinergije, što rezultira smanjenjem troškova kapitala. Drugi uobičajeni argument za diverzifikaciju je da tvrtke prelaze sa svoje osnovne proizvodne linije ili tržišta na proizvodne linije ili tržišta koja imaju veće stope rasta. Takva diverzifikacija može biti povezana ili nepovezana s trenutnim proizvodima ili tržištima poduzeća. Ako se tvrtka suočava sa sporijim rastom na svojim trenutnim tržištima, možda će moći ubrzati rast prodajom svojih trenutnih proizvoda na novim tržištima koja su nepoznatija i stoga rizičnija. Slično tome, tvrtka može nastojati postići veće stope rasta tako što će razvijati ili stjecati nove proizvode s kojima je relativno nepoznata i prodavati ih na poznata i manje rizična trenutna tržišta. Međutim, svaka od tih povezanih strategija diverzifikacije je općenito manje rizična od nepovezane strategije diverzifikacije razvoja novih proizvoda za prodaju na novim tržištima.[44]

Teorija strateškog usklađivanja sugerira da tvrtke koriste spajanja i preuzimanja kao način brzog prilagođavanja promjenama u svojim vanjskim okruženjima. Promjene mogu doći iz mnogih izvora, poput promjene u regulatornom okruženju i tehnološke inovacije. Ta dva čimbenika bila su glavne sile u stvaranju novih mogućnosti za rast ili prijetnje primarnoj djelatnosti tvrtke, koje su nove tehnologije učinile zastarjelom ili promjenama propisa.[45]

Menadžeri ponekad misle da njihova vlastita procjena ciljnog poduzeća je bolja, značanija od tržišne procjene, što može dovesti do toga da tvrtka stjecatelj može preplatiti za postizanje cilja zbog pretjeranog optimizma u procjeni čak i ako postoje značajne sinergije. U želji za pobjedom u nadmetanju, menadžeri se mogu dovesti u situaciju da nabavnu cijenu preuzimanja plate znatno više od stvarne ekonomske vrijednosti te tvrtke. Prekomjerna samouvjerenost menadžera, u situaciji s mnogo ponuditelja i širokog raspona ponuda za ciljno poduzeće, za rezultat će imati pobjedničku ponudu znatno višu od vrijednosti poduzeća.

Motivi menadžera za spajanjem i pripajanjem poduzeća jedan je od razloga za poduzimanjem istog. Ukoliko naknada i utjecaj menadžera rastu zajedno s rastom tvrtke, tada se mogu odlučiti na proces preuzimanja. Kako se tržišna vrijednost tvrtke povećava, viši menadžeri su prisiljeni učiniti sve veće investicijske oklade kako bi održali povećanje vrijednosti dioničara. Male akvizicije jednostavno nemaju dovoljan utjecaj na rast zarada kako bi opravdale napore

[44] DePamphilis, D. (2007): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, Academic Press Advanced Finance
[45] Ibid.

potrebne za njihovo dovršenje. Slijedom toga, iako nastale akvizicije mogu uništiti vrijednost, motiv za njihovo stvaranje može biti više kao podrška interesima dioničara nego za očuvanje autonomije upravljanja.

Dva su važna pitanja u raspravi o ulozi poreza kao motiva spajanja i preuzimanja. Prvo, porezne povlastice, kao što su prijenos gubitaka i porezni krediti za ulaganja, mogu se upotrijebiti za nadoknadu oporezivog prihoda kombinirane tvrtke. Dodatno porezno sklonište nastaje ako se stjecanje evidentira po metodi kupnje, što zahtijeva da se knjigovodstvena vrijednost stečene imovine revalorizira na njihovu trenutnu tržišnu vrijednost. Nastala deprecijacija tih općenito viših vrijednosti imovine također smanjuje iznos buduće oporezive dobiti koju ostvaruju kombinirana poduzeća. Drugo, oporezivu prirodu transakcije prodavatelj može smatrati preduvjetom za izvršenje posla. Ispravno strukturirana transakcija može omogućiti ciljnim dioničarima da savladaju bilo kakvu dobit iz transakcije.[46]

Teorija tržišne moći sugerira da se tvrtke spajaju kako bi poboljšale svoju monopolističku moć kako bi postavile cijene proizvoda na razinama koje nisu održive na konkurentnijem tržištu. Postoji vrlo malo empirijske potpore ovoj teoriji. Mnoge nedavne studije zaključuju da je povećana aktivnost spajanja mnogo vjerojatnije da će doprinijeti poboljšanoj operativnoj učinkovitosti kombiniranih poduzeća nego povećanoj tržišnoj snazi.

3.2. Mjerenje uspješnosti spajanja i pripajanja

Uspješnost spajanja i pripajanja se može mjeriti na različite načine, a ovom radu će se razmatrati tri načina: uspješnost na temelju kretanja cijena dionica, uspješnost na temelju računovodstvenih i financijskih podataka te mjerenje na temelju izračuna ekonomski dodane vrijednosti.

Jednostavna i raširena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja jest prinos (povrat, rendita) dioničara koja se odnosi na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz

[46]Ibid.

prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijene dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju.

Opća formula je:

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

gdje je:

$r_{a,t}$ - prinos dionice u razdoblju t,

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

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

$D_{a,t}$ - isplata dobitka u razdoblju t.

Postoje dvije teorije učinkovitosti financijskih tržišta: uobičajena financijska teorija čiji predstavnici smatraju da su financijska tržišta učinkovito obradila sve informacije koje su u određenom trenutku bile javno dostupne, zbog čeka pojedinac ne može ostvariti prednost pred drugima, i bihevioristička znanstvena financijska teorija čiji predstavnici polaze od toga da iracionalnosti na financijskim tržištima često vode do usporavanja razvoja tržišta.

Prednost je ovih metoda u tome što one mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i preuzimanja, te su usredotočene na rezultate poduzeća.[47]

Uobičajena metoda uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka jest računanje operativnoga novčanog toka prije poreza. Operativni novčani tok prije poreza jest zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, te je jednak operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju (EBITDA). Prednost korištenja operativnoga novčanog toka prije poreza u odnosu na druge računovodstvene i financijske podatke (na primjer neto dobit) u tome je što na njega ne utječe računovodstveni tretman amortizacije ili neoperativne aktivnosti (kamate i porezi). Obično se u praksi ne koristi EBITDA u apsolutnom iznosu, već se koristi u omjeru prema

[47] Bači, V., Bilas, V. i Matić, B. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues. Vol. XXIV. No.1, str.11-32

knjigovodstvenoj vrijednosti ili prodaji, tj. u obliku multiplikatora, kako bi se neutralizirao utjecaj razlika u veličini između kompanija:

• Multiplikator 1.) EBITDA / BV (Book value – knjigovodstvena vrijednost)

• Multiplikator 2.) EBITDA / S (Sales – prodaja)

Prvi multiplikator pokazuje koliko efikasno poduzeće koristi svoj kapital da bi generiralo novčana sredstva, a drugi multiplikator pokazuje koliko novčanih jedinica generira jedna novčana jedinica prodaje.[48]

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih podataka također se može kritizirati jer takav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara. Naime, takav pristup ignorira trošak kapitala, tj. ne uključuje oportunitetni trošak. Iako poduzeće može imati solidne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor ne bi mogao bolje proći ulažući u neke druge, jednako rizične investicije. Osim toga računovodstvenim podacima može se manipulirati, te im se ne može vjerovati sa 100 postotnom sigurnošću. Zato neki autori kao alternativnu metodu predlažu mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti (engl. economic value added - EVA). Ta metoda, koja ima sličnosti s metodom mjerenja neto sadašnje vrijednosti, u posljednje je vrijeme privukla pažnju i praktičara i teoretičara. Ekonomska dodana vrijednost je u biti procijenjena realna dobit za promatranu godinu, te se obično znatno razlikuje od računovodstvene dobiti. Ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženoga kapitala. Računovodstvena neto dobit je precijenjena jer ne oduzima trošak kapitala prilikom izračuna neto dobiti. Ekonomska dodana vrijednost ispravlja taj nedostatak. Kako vrijednost poduzeća ovisi o tome koliko budući novčani tokovi premašuju trošak kapitala, teoretski je ekonomska dodana vrijednost direktno povezana sa stvaranjem dobiti za dioničare. Ekonomska dodana vrijednost uzima u obzir rizik investicije koji se uračunava u trošak kapitala:

Ekonomska dodana vrijednost = (Povrat na uloženi kapital – trošak kapitala) x (Uloženi kapital) = Operativna dobit poslije poreza – (Trošak kapitala) x (Uloženi kapital) Ekonomska dodana vrijednost nije ništa drugo nego proširenje neto sadašnje vrijednosti (net present value – NPV).

[48] Ibid.

Neto sadašnja vrijednost projekta je projekcija sadašnje vrijednosti ekonomske dodane vrijednosti projekta za cijelo razdoblje projekta.

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t}$$

gdje je

NPV - neto sadašnja vrijednost investicije,

EVA_t - ekonomska dodana vrijednost investicije u godini t, investicija ima vremenski horizont n godina,

k_c - trošak kapitala.[49]

3.3. Zašto dolazi do neuspjelih spajanja i pripajanja

U praksi je potvrđeno da veliki broj transakcija (prema nekim istraživanjima gotovo preko 70%) doživi neuspjeh odnosno ne postigne svoj zacrtani cilj. Najčešći razlozi su: u startu precjenjeni efekti sinergije, sujeta menadžera, traljavo izveden proces integracije odnosno nepostojanje procesa integracije.[50]

Neuspjeh akvizicija vrlo je česta pojava u smislu da kupci često izgube, a prodavatelji povećaju svoje bogatstvo temeljem primljenih akvizicijskih premija. Brojni su razlozi neuspješnih akvizicija, a najuobičajeniji su :[51]

- Previsoka plaćena cijena akvizicije – ovo je čest rezultat pogreške u razlikovanju mete preuzimanja i investicije. Čak i najbolje tvrtke mogu biti loša investicija ako plaćena cijena premašuje sadašnju vrijednost predviđenih budućih povrata.
- Pogreška izvršnih direktora – rezultira željom menadžmenta da se što prije izvrši akvizicija bez adekvatne analize efekata vrijednosti poslovne kombinacije.

[49] Ibid.
[50] Poslovna učinkovitost, transakcije spajanja i preuzimanja, raspoloživo na: https://www.poslovnaucinkovitost.eu/kolumne/poslovanje/1228-transakcije-spajanja-i-preuzimanja-maa-2 [05.07.2019]
[51] Mijatović, E. (2012): Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća, Učenje za poduzetništvo, *2(1),* str. 131-137, raspoloživo na https://hrcak.srce.hr/130183 [13.06.2019.]

- Izostanak sinergije – precijenjeno predviđeno povećanje prihoda, smanjenje troškova operativne prednosti ili financijske koristi.
- Pogreška brze integracije poslovanja – unaprijed plaćena premija ne daje jamstvo brzog prinosa i stvaranja vrijednosti.
- Pogreška pri procjenjivanju reakcija kupaca – preveliko očekivanje od kupaca.
- Pogreška tolerancije negativne sinergije u prvim godinama poslovanja – spajanja i preuzimanja često uzrokuju stres u poslovanju u smislu promjene imena poduzeća, dodatnih regulatornih zahtjeva, zategnutih dioničarskih odnosa, negativne percepcije javnosti zbog utjecaja na potrošače ili zatvaranja pogona i u smislu troškova otpremnina. Sve navedeno treba uzeti u obzir i kvantificirati kao dio analize prije preuzimanja.
- Pogreška u procjeni i prepoznavanju fer tržišne vrijednosti ciljanog poduzeća koja je pogotovo značajna prilikom preuzimanja privatnih poduzeća čije dionice ne kotiraju na tržištu kapitala i čije informacije o poslovanju nisu javno dostupne.
- Nedosljedna strategija – netočne procjene strateških koristi.
- Neadekvatno dubinsko snimanje poduzeća (due-diligence) –neefektivna strategija planiranja i procjene pokretača vrijednosti i rizika u predakvizicijskoj fazi ili težnja za pobjedom u pregovorima koja prevlada nad donošenjem ispravnih odluka.
- Nekompatibilne korporativne kulture – nedostatak komunikacije, različita očekivanja i konfliktni stilovi vođenja doprinose nedostatku kvalitetne realizacije.
- Odvraćanje od postojećeg poslovanja – neuspjeh u predviđanju i učinkovitom reagiranju na konkurentske odgovore na akviziciju, uključujući poslovanje u tijeku i gubitak ključnih djelatnika stjecatelja ili ciljne tvrtke koji utječu na profitabilnost.
- Neadekvatna procjena rizika – neuspjeh u strogoj procjeni vjerojatnosti uspjeha transakcije uzimajući u obzir buduća razdoblja.

Nastali problemi pri spajanju ili pripajanju poduzeća nisu jedinstveni i ne mogu se u cjelini izbjeći. Ubrzanjem promjena nakon sporazuma o spajanju ovi problemi se mogu minimizirati. Zato je potrebno brzo stabilizirati organizaciju, postići rano usmjerenje prema ciljnim ekonomskim mogućnostima te brzo sačuvati ljudske i tržišne resurse.

4. EMPIRIJSKA ANALIZA SPAJANJA I PRIPAJANJA

4.1. Spajanja i pripajanja poduzeća u putničkom zračnom prometu

U ovom radu naglasak je na istraživanju spajanja i pripajanja poduzeća u putničkom zračnom prometu u Europi.

Iako je jedan od najskupljih, zrakoplovni promet putnika je u potpunosti istisnuo alternativne oblike prijevoza ljudi na duže relacije, ali i na kraće udaljenosti zbog kratkog trajanja putovanja, iznimne udobnosti i sve nižih cijena karata. Kako bi se zrakoplovne kompanije mogle koristiti zračnim prijevozom, moraju dobiti tzv. Air Operator's certificate (AOC) za kojeg se trebaju zadovoljiti određeni uvjete vezani uz osoblje, avione i slično. U 2015. udio ukupnog zračnog prometa u Europi iznosio je 27%. Iako u Europi prometuje 48 kompanija, ne postoji istaknuti lider industrije.[52] Konkurencija je iznimno jaka, a industrija konsolidirana. Prisutan je trend stvaranja grupacija kroz akvizicije i spajanja (Lufthansa Group, International Airlines Group, Air France KLM itd.). Isto tako, aviokompanije se udružuju kroz strateška partnerstva na svjetskoj razini kako bi unaprijedili uslugu i privukli klijente (primjerice olakšano bookiranje i organizacija presjedajućih letova).[53]

Za istraživanje, odabrano je pet slučajeva spajanja/pripajanja poduzeća, točnije dva spajanja i tri pripajanja. U ovom slučaju za istraživanje su uzeta većinska spajanja/pripajanja.

Spajanja:

- Air France i KLM 2004. godine su se spojili i stvorili Air France – KLM grupu.
- British Airways i Iberia spajanjem 2011. godine, formirali su International Airlines Group.

Pripajanja:

- Aviokompanija Air Berlin sebi je pripojila 2009. godine Belair.
- Lufthansa Group je 2008. godine pripojila Austrian Airlines,
- Lufthansa Group ja također pripojila sebi i 2016. godine Brussels Airlines

Lufthansa Group je zrakoplovna grupa koja djeluje širom svijeta. Vodeća je europska zrakoplovna grupa, a sastavljena je od segmenata Network Airlines, Eurowings i Aviation servis. Lufhansa grupu čine Lufthansa, Austrian Airlines, Brussels Airlines, Eurowings,

[52] Financijski klub: Analiza zrakoplovne industrije u Europi, dostupno na: http://finance.hr/wp-content/uploads/2013/12/Zrakoplovna-industrija.pdf [20.08.2019.]
[53] Ibid.

Germanwings i Swiss. U financijskoj 2018. godini grupa je ostvarila prihod u iznosu od 35.844 milijuna eura, ima 135.534 zaposlenika, 142.335 tisuća prevezenih putnika te zajedno u floti imaju 763 zrakopolova.[54]



Slika 3 : Logo Lufthansa grupe

Izvor: http://aviationplethorae.com/lufthansa-group-orders-16-new-jets/ [17.09.2019.]

Air France – KLM grupa nastala je kao rezultat spajanja dviju aviokompanija – Air France i KLM 2004. godine. Vodeća je međunarodna prometna grupa za odlaske iz Europe. Glavna područja poslovanja grupe su prijevoz putnika, prijevoz tereta i održavanje zrakoplova. U 2018. godini 101.4 milijun putnika je prevezen s flotom od 550 zrakoplova te je ostvaren prihod u iznosu 26.5 milijardi eura.[55]



Slika 4: Logo Air France – KLM grupe

Izvor: https://www.airfranceklm.com [17.09.2019.]

[54] Lufthansa Group financial report, dostupno na: https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2018-e.pdf#page=33 [05.09.2019.]
[55] Air France – KLM, raspoloživo na: https://www.airfranceklm.com [17.09.2019.]

International Consolidated Airlines Group (IAG) je anglo-španjolska multinacionalna zrakoplovna kompanija sa sjedištem u Madridu, Španjolska i operativnim sjedištem u Londonu, Ujedinjeno Kraljevstvo. Osnovana je u siječnju 2011. nakon sporazuma o spajanju British Airwaysa i Iberije. To je šesta po veličini zrakoplovna kompanija na svijetu, koja je u 2018. godini ostvarila prihod od 24.4 milijardi eura.[56] Ima 573 zrakoplova, s kojima je u prošloj godini prevezla 112.920.000 putnika.[57]



Slika 5: Logo International Airlines Gruop

Izvor: https://www.iairgroup.com/en [17.09.2019.]

Air Berlin bio je drugi po veličini zračni prijevoznik u Njemačkoj, nakon Lufthanse, te sedmi po veličini u Europi po broju prevezenih putnika. Letio je na više od 170 destinacija. Tvrtka je u prosincu 2012. imala 9.284 zaposlenih, a iste godine su prevezli preko 33,3 milijuna putnika. Krajem rujna 2017. tvrtka je proglasila insolventnost, kako bi ubrzo nakon toga ušla u stečaj te ugasila sve svoje zračne linije prvo prekooceanske, tako i domaće. Službeno je 28. listopada 2017. godina, tvrtka Air Berlin prestala s operacijama zadnjim letom na trasi München – Berlin.[58]

Za potrebe ovog istraživanja prikupljeni su financijski podatci o poslovanju zrakoplovnih kompanija prije i poslije spajanja. Podatci su prikupljeni iz godišnjih financijskih izvještaja koje su zrakoplovne kompanije objavljivale na svojim službenim stranicama. Kako svaka

[56] International Airlines Group, Wikipedia, raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/International_Airlines_Group#cite_note-prelims-3 [17.09.2019.]
[57] International Airlines Group, raspoloživo na: https://www.iairgroup.com/en/the-group/iag-overview [18.09.2019.]
[58] Wikipedia, Air Berlin, raspoloživo na: https://hr.wikipedia.org/wiki/Air_Berlin [20.09.2019.]

zrakoplovna kompanija ne daje jednake financijske informacije u svojim izvještajima, nisu svi podatci jednako dostupni za sve zrakoplovne kompanije.
S obzirom na dostupne podatke, uspješnost spajanja i pripajanja će se očitovati iz pokazatelja ROA, ROE te broja putnika.
Hipoteze će se testirati na osnovu ROE i broja putnika za prvu, a druga i treća hipoteza brojem putnika.

ROA (akr. od engl. *return on assets*) je povrat od uložene imovine, pokazatelj rentabilnosti odnosno profitabilnosti imovine. Dobiva se tako da se u brojniku koristi neka od veličina koje odražavaju povrat (neto dobitak, bruto dobitak, neto ili bruto dobitak uvećan za iznos plaćenih kamata) i podijeli s vrijednošću ukupne imovine (često se koristi prosječna vrijednost imovine, a ponekad i vrijednost imovine iskazane na dan 31. 12. odnosne godine) te se pomnoži sa 100. Ako se u brojniku povrat iskazuje veličinom novčanog toka, tada se pokazatelj označava sa CFROA.[59]

ROE (akr. od engl. *return on equity*) je povrat od uloženog vlastitog kapitala, pokazatelj rentabilnosti odnosno profitabilnosti vlastitog kapitala. Dobiva se tako da se u brojniku koristi neka od veličina koje odražavaju povrat (neto dobitak, bruto dobitak, neto ili bruto dobitak uvećan za iznos plaćenih kamata) i podijeli s vrijednošću vlastitog kapitala te se pomnoži sa 100. Ako se u brojniku povrat iskazuje veličinom novčanog toka, tada se pokazatelj označava sa CFROE.[60]

U radu se koriste metode deskriptivne statistike gdje se koriste aritmetička sredina, mod i medijan kao srednje vrijednosti, te standardna devijacija, minimum i maksimum kao pokazatelji odstupanja od srednje vrijednosti.
Upotrebom kvantitativnih metoda u ekonomiji testirati će se postavljene hipoteze rada.
Za potrebe testiranja hipoteza istraživanja se koristi T-test. Upotrebom T-testa se testira razlika u veličini i uspješnosti poslovanja kompanija nakon spajanja i pripajanja u odnosu na vrijednosti prije spajanja i pripajanja.
Analiza je rađena u statističkom softwareu SPSS 25.

[59] Poslovni.hr, ROA, raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/leksikon/roa-1510 [05.09.2019.]
[60] Poslovni.hr, ROE, raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/leksikon/roe-1512 [05.09.2019.]

4.2.Performanse poduzeća nakon spajanja i pripajanja

U tablici 1 prikazani su pokazatelji povrat od uložene imovine, povrat od uloženog vlastitog kapitala zatim koeficijent zaduženosti, koeficijent tekuće likvidnosti, faktor popunjenosti te broj putnika za promatrane zrakoplovne kompanije prije spajanja, odnosno pripajanja.

Tablica 1: Deskriptivna statistika pokazatelji prije spajanja i pripajanja

Statistics[a]

		ROA	ROE	Koeficijent zaduženosti	Koeficijent tekuće likvidnosti	faktor popunjenosti %	broj putnika (000)
N	Valid	11	11	10	9	9	12
Mean		-,006	-,025	,762	,933	79,273	40342,500
Median		,002	,014	,782	,752	79,800	30192,000
Mode		-,070[b]	-,282[b]	,645[b]	,566[b]	79,800	3342,000[b]
Std. Deviation		,044	,183	,079	,361	1,642	36735,054
Minimum		-,070	-,282	,645	,566	77,000	3342,000
Maximum		,074	,291	,868	1,533	82,200	107679,000

a. prije spajanja/pripajanja

b. Multiple modes exist. The smallest value is shown

Izvor: Izračun autorice

Iz tablice se može utvrditi da je prosječna vrijednost pokazatelja uspješnosti poslovanja ROA i ROE negativna uz visoke razine zaduženosti (koeficijent zaduženosti >0,70). Pokazatelj tekuće likvidnosti je u prosjeku ispod preporučene vrijednosti 2 uz prosječnu razinu popunjenosti od 79,27%. Prosječan broj putnika kompanija prije pripajanja i spajanja je 40.342.500.

Tablica 2 prikazuje pokazatelje povrat od uložene imovine, povrat od uloženog vlastitog kapitala zatim koeficijent zaduženosti, koeficijent tekuće likvidnosti, faktor popunjenosti te broj putnika za promatrane zrakoplovne kompanije nakon spajanja, odnosno pripajanja.

Tablica 2: Deskriptivna statistika pokazatelji nakon spajanja i pripajanja

Statistics[a]

		ROA	ROE	Koeficijent zaduženosti	Koeficijent tekuće likvidnosti	faktor popunjenosti %	broj putnika (000)
N	Valid	26	26	26	20	26	26
Mean		,016	,135	,777	,792	79,991	72488,222
Median		,028	,104	,757	,888	80,050	72439,000
Mode		-,167[b]	-1,071[b]	,654[b]	-,671[b]	81,400	27911,000[b]
Std. Deviation		,068	,453	,091	,367	1,843	30515,493
Minimum		-,167	-1,071	,654	-,671	76,790	27911,000
Maximum		,202	1,696	1,099	1,054	84,850	142335,000

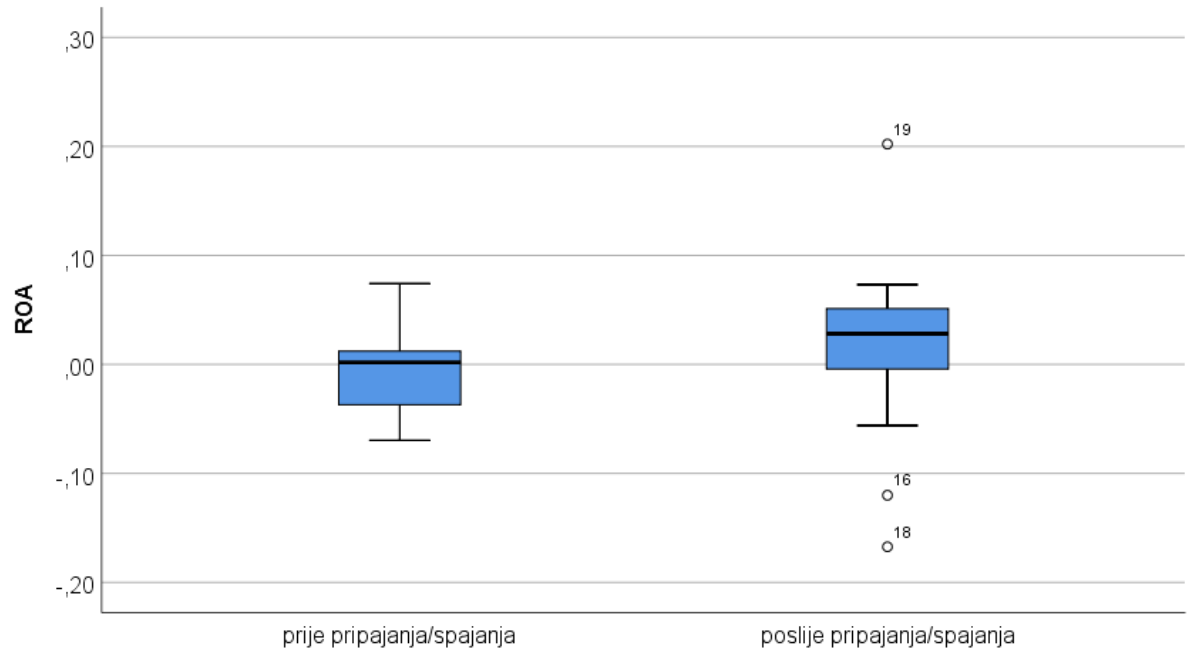
a. Poslije spajanja/pripajanja

b. Multiple modes exist. The smallest value is shown

Izvor: Izračun autorice

Iz tablice se može utvrditi da je prosječna vrijednost pokazatelja uspješnosti poslovanja ROA i ROE nakon pripajanja i spajanja pozitivna uz visoke razine zaduženosti (koeficijent zaduženosti >0,70). Pokazatelj tekuće likvidnosti je u prosjeku ispod preporučene vrijednosti 2 uz prosječnu razinu popunjenosti od 79,27%. Prosječan broj putnika kompanija poslije pripajanja i spajanja je 72.488.222 .

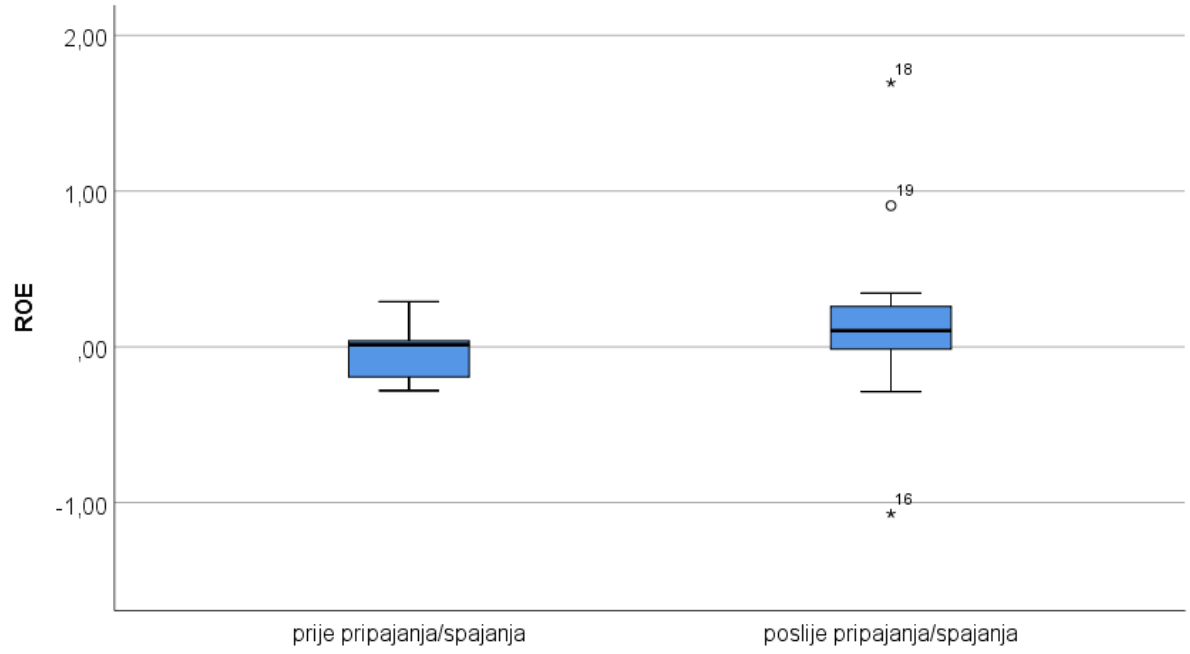
Graf 1: ROA pokazatelj prije i poslije pripajanja i spajanja



Izvor: Izračun autorice

Usporedbom ROA pokazatelja prije i poslije pripajanja/spajanja se može utvrditi postojanje rasta vrijednosti nakon pripajanja i spajanja, odnosno spajanje je imalo efekt na povećanje uspješnosti poslovanja odabranih aviokompanija.

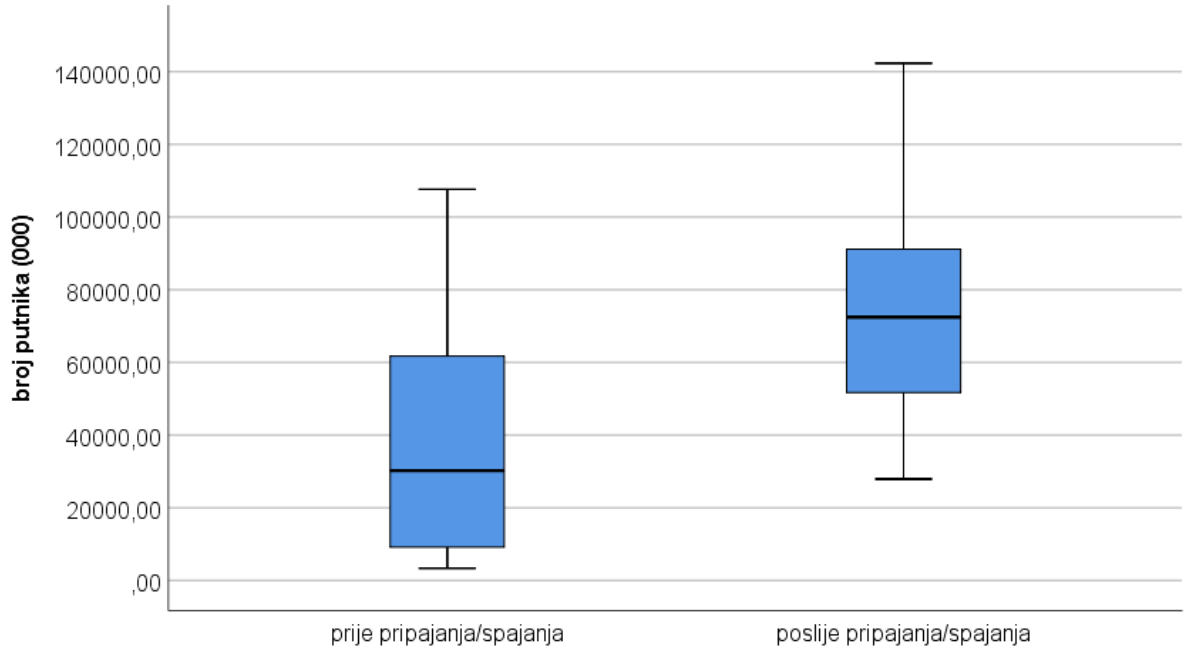
Graf 2: ROE pokazatelj prije i poslije pripajanja i spajanja



Izvor: Izračun autorice

Usporedbom ROE pokazatelja prije i poslije pripajanja/spajanja se može utvrditi postojanje rasta vrijednosti nakon pripajanja i spajanja, odnosno spajanje je imalo efekt na povećanje uspješnosti poslovanja odabranih aviokompanija.

Graf 3: Broj putnika pokazatelj prije i poslije pripajanja i spajanja



Izvor:Izračun autorice

Usporedbom broja putnika prije i poslije pripajanja/spajanja se može utvrditi da je došlo do porasta, odnosno spajanje je imalo efekt na povećanje obujma poslovanja odabranih aviokompanija.

4.3.Testiranje hipoteza

Prva, od tri postavljene hipoteze glasi:

H1. Poduzeća ostvaruju bolje poslovne rezultate nakon spajanja i pripajanja

Testiranjem ove hipoteze, pomoću pokazatelja povrat od uloženog kapitala ROE i broja putnika, nastoji se utvrditi jesu li odabrane zrakoplovne kompanije spajanjem i pripajanjem poboljšale svoje poslovne rezultate.

Tablica 3: Vrijednosti pokazatelja ROE i broja putnika

Group Statistics

	spajanje/pripajanje	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ROE	Prije spajanja/pripajanja	11	-,024	,1843	,0557
	Poslije spajanja/pripajanja	26	,135	,4533	,08903
broj putnika (000)	Prije spajanja/pripajanja	12	40342,500	36735,05400	10604,49700
	Poslije spajanja/pripajanja	26	72488,222	30515,493	5984,581

Izvor: Izračun autorice

Prosječna vrijednost ROE pokazatelja u razdobljima prije spajanja i pripajanja je -0,024 sa prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 0,18, dok je nakon provedbe spajanja i pripajanja prosječna vrijednost ROE pokazatelja porasla na 0,135.

Prosječan broj putnika prije spajanja kod promatranih zrakoplovnih kompanija je bio 40.343.500, dok je nakon spajanja u prosjeku porastao na 72.488.222 po zrakoplovnoj kompaniji.

Razlika u ROE pokazatelju i pokazatelju broja putnika prije i poslije spajanja/pripajanja testira se T-testom.

Tablica 4: T-test pokazatelja ROE i broja putnika

Independent Samples Test							
	t-test for Equality of Means						
	T	Df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
ROE	1,529	35	,065	-,160	,105	-,372	,052
broj putnika (000)	2,830	36	,008	-32145,722	11356,968	-55178,722	-9112,723

Izvor: Izračun autorice

Na temelju empirijske t-vrijednosti 1,529 se može donijeti zaključak da je nakon spajanja/pripajanja došlo do statistički značajnog porasta ROE pokazatelja u odnosu na vrijednosti pokazatelja prije spajanja.
Zaključak je donesen na temelju empirijske p vrijednosti 6,5% (zaključak donesen pri razini pouzdanosti od 90%).
Testiranjem razlike u broju putnika je utvrđeno postojanje statistički značajne razlike nakon spajanja/pripajanja u odnosu na broj putnika prije spajanja/pripajanja (t=2,83; emp. p=0,008).

Na temelju rezultata provedenog testa se može utvrditi da je spajanje/pripajanje zrakoplovnih kompanija dovelo do statistički značajnog porasta uspješnosti poslovanja mjerenog pokazateljem povrata na uloženi kapital (ROE), te je došlo do statistički značajnog porasta broja putnika budući da spajanje i pripajanje dovodi do rezultata da dva poslovna sustava kreiraju spojeni sustav koji je veći u odnosu na individualne poslovne sustave.
Slijedom rezultata provedenog testiranja može se donijeti zaključak da se hipoteza H1 kojom se pretpostavlja da poduzeća ostvaruju bolje poslovne rezultate nakon spajanja i pripajanja prihvaća kao istinita.

Druga hipoteza glasi:

H2: Predmet spajanja češće su poduzeća iste, nego različite veličine.

Air france

Tablica 5: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
broj putnika (000)	6	71368,33	4017,989	1640,337

Izvor: Izračun autorice

Air France je nakon spajanja bilježio u prosjeku 71.368.330 putnika, dok je prije spajanja bilježio 60.600.000 putnika. Da su se jednake kompanije spojile bi se utvrdilo kada se broj putnika nakon spajanja ne bi razlikovao od dvostrukog broja putnika koje je imao Air France prije spajanja, odnosno 121.200.000 putnika.
Postojanje razlike se testira T-testom.

Tablica 6: T-test broja putnika Air France

One-Sample Test						
	Test Value = 121200 (000)					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	T	Df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
broj putnika (000)	30,379	5	,000	-49831,667	-54048,29	-45615,05

Izvor: Izračun autorice

Na temelju emprijske t vrijednosti 30,379 se može donijeti zaključak da se broj putnika spojenih aviokompanija statistički značajno razlikuje od dvostrukog broja putnika koje je Air France imala prije spajanja, odnosno da je došlo do spajanja kompanija različite veličine. Zaključak je donesen pri empirijskoj razini signifikantnosti <0,001.

British Airways

British Airways je u dvije godine prije spajanja imao 33.117.000 i 31.825.000 putnika, odnosno u prosječan broj putnika u dvije promatrane godine je 32.471.000 putnika.

Tablica 7: Deskriptivna statistika

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
broj putnika (000)	6	73308,83	19211,371	7843,010

Izvor: Izračun autorice

British Airways je nakon spajanja bilježio u prosjeku 73.308.830 putnika, dok je prije spajanja bilježio u prosjeku 32.471.000 putnika. Da su se jednake kompanije spojile bi se utvrdilo kada se broj putnika nakon spajanja ne bi razlikovao od dvostrukog broja putnika koje je imao British Airways prije spajanja, odnosno 64.942.000 putnika.
Postojanje razlike se testira T-testom.

Tablica 8: T-test broja putnika British Airways

One-Sample Test						
	Test Value = 64942 (000)					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	T	Df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
broj putnika (000)	1,067	5	,168	8366,833	-11794,26	28527,93

Izvor: Izračun autorice

Na temelju empirijske t vrijednosti 1,067 se može donijeti zaključak da se broj putnika spojenih aviokompanija nije statistički značajno razlikovao od dvostrukog broja putnika koje je British Airways imala prije spajanja, odnosno da je došlo do spajanja kompanija jednakih veličina. Zaključak je donesen pri empirijskoj razini signifikantnosti 16,80%.

Slijedom rezultata provedenog testiranja utvrđeno je da se od promatrane dvije spojene aviokompanije jedna spojila s aviokompanijom različite veličine (Air France), dok se druga spojila s aviokompanijom jednake veličine (British Airways), slijedom čega se hipoteza H2 kojom se pretpostavlja da su predmet spajanja češće su poduzeća iste, nego različite veličine djelomično prihvaća kao istinita.

Treća hipoteza koja se nastoji dokazati glasi:

H3: Češće su predmet pripajanja poduzeća različite nego iste veličine

Air Berlin -Belair

Air Berlin - Belair je u dvije godine prije spajanja imao 28.212.000 i 28.559.000 putnika, odnosno u prosječan broj putnika u dvije promatrane godine je 28.385.500 putnika.

Tablica 9: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
broj putnika (000)	6	32232,129	2527,609	1031,892

Izvor: Izračun autorice

Air Berlin - Belair je nakon spajanja bilježio u prosjeku 32.232.129 putnika, dok je prije spajanja bilježio 28.385.500 putnika. Da su se jednake kompanije spojile bi se utvrdilo kada se broj putnika nakon spajanja ne bi razlikovao od dvostrukog broja putnika koje je imao Air Berlin - Belair prije spajanja, odnosno 56.771.000 putnika.
Postojanje razlike se testira T-testom.

Tablica 10: T-test broja putnika Air Berlin - Belair

One-Sample Test						
	Test Value = 56711 (000)					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	T	df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
broj putnika (000)	23,722	5	,000	-24478,871	-27131,434	-21826,308

Izvor:Izračun autorice

Na temelju emprijske t vrijednosti 23,722 se može donijeti zaključak da se broj putnika spojenih aviokompanija statistički značajno razlikuje od dvostrukog broja putnika koje je Air Berlin - Belair imala prije spajanja, odnosno da je došlo do spajanja kompanija različite veličine. Zaključak je donesen pri empirijskoj razini signifikantnosti <0,001.

Lufthansa - Brussels Airlines

Lufthansa - Brussels Airlines je u dvije godine prije pripajanja imao 105.988.000 i 107.679.000 putnika, odnosno u prosječan broj putnika u dvije promatrane godine je 106.833.500 putnika.

Tablica 11: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
broj putnika (000)	3	127116,67	16446,114	9495,168

Izvor: Izračun autorice

Lufthansa Group - Brussels Airlines je nakon pripajanja bilježio u prosjeku 127.116,67 putnika, dok je prije pripajanja bilježio 106.833.500 putnika. Da su se jednake kompanije spojile bi se utvrdilo kada se broj putnika nakon spajanja ne bi razlikovao od dvostrukog broja putnika koje je imao Lufthansa Group - Brussels Airlines prije spajanja, odnosno 213.667.000 putnika.

Postojanje razlike se testira T-testom.

Tablica 12: T-test spojenih kompanija

One-Sample Test						
	Test Value = 213637 (000)					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	T	Df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
broj putnika (000)	9,112	2	,006	-86520,333	-127374,74	-45665,92

Izvor: Izračun autorice

Na temelju emprijske t vrijednosti 9,112 se može donijeti zaključak da se broj putnika spojenih aviokompanija statistički značajno razlikuje od dvostrukog broja putnika koje je Lufthansa Group - Brussels Airlines imala prije spajanja, odnosno da je došlo do spajanja

kompanija različite veličine. Zaključak je donesen pri empirijskoj razini signifikantnosti 0,006.

Lufthansa Group - Austrian Airlines

Lufthansa Group - Austrian Airlines je u godini prije pripajanja imao 62.894.000 putnika.

Tablica 13: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
broj putnika (000)	5	88377,60	14412,130	6445,300

Izvor: Izračun autorice

Lufthansa Group - Austrian Airlines je nakon pripajanja bilježio u prosjeku 88.377,60 putnika, dok je prije spajanja bilježio 62.894.000 putnika. Da su se jednake kompanije spojile bi se utvrdilo kada se broj putnika nakon pripajanja ne bi razlikovao od dvostrukog broja putnika koje je imao Lufthansa Group - Austrian Airlines prije pripajanja, odnosno 125.788.000 putnika.

Tablica 14: T-test broja putnika Lufthansa Grup – Austrian Airlines

One-Sample Test						
	Test Value = 125788 (000)					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	T	Df	Sig. (1-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
broj putnika (000)	5,804	4	,002	-37410,400	-55305,42	-19515,38

Izvor: Izračun autorice

Na temelju emprijske t vrijednosti 5,804 se može donijeti zaključak da se broj putnika spojenih aviokompanija statistički značajno razlikuje od dvostrukog broja putnika koje je Lufthansa Group - Austrian Airlines imala prije pripajanja, odnosno da je došlo do pripajanja kompanija različite veličine. Zaključak je donesen pri empirijskoj razini signifikantnosti 0,002.

Slijedom rezultata provedenog testiranja utvrđeno je da sve tri promatrane aviokompanije koje su pripojile aviokompaniju pripojile kompanije različite veličine od matičnih kompanija, slijedom čega se hipoteza H3 kojom se pretpostavlja da su predmet pripajanja češće poduzeća različite nego iste veličine prihvaća kao istinita.

5. ZAKLJUČAK

Spajanja i pripajanja, kao jedan od načina restrukturiranja poduzeća, su jako složen i sveobuhvatan proces kojem treba pristupiti sa ozbiljnošću. Unatoč velikom postotku neuspjelih spajanja i pripajanja poduzeća, ovakav način rasta poduzeća je i dalje najpopularniji. Kako bi se minimizirao neuspjeh preuzimanja poduzeća, sve faze ovog procesa se moraju uspješno izvršiti.

Vrijednosti pokazatelja povrat od uložene imovine, povrat od uloženog kapitala te broj putnika su porasli nakon spajanja odnosno pripajanja poduzeća.
Prva hipoteza, koja navodi da poduzeća u putničkom zračnom prometu ostvaruju bolje poslovne rezultate nakon spajanja i pripajanja, prihvaća se kao istinita. Istraživanjem je utvrđeno da je spajanjem, odnosno pripajanjem zrakoplovnih kompanija došlo do porasta uspješnosti poslovanja mjerenog pokazateljem povrata na uloženi kapital te je značajno porastao broj putnika. Druga hipoteza koja glasi da su češće predmetom spajanja poduzeća različite nego iste veličine, djelomično se prihvaća kao istinita. Naime, od promatrana dva slučaja spajanja zrakoplovnih kompanija, u jednom slučaju spojile su se zrakoplovne kompanije različite veličine, dok u drugom slučaju su se spojile zrakoplovne kompanije različite veličine. Treća hipoteza se prihvaća kao istinita, jer je utvrđeno da su promatrane kompanije sebi pripojile kompaniju različite veličine.

Bitno je napomenuti da se testiranje izvršilo na malom broju zrakoplovnih kompanija. Isto tako, za odabrane kompanije nisu svi podatci jednako dostupni, stoga rezultate istraživanja treba tumačiti s oprezom. Zbog malog uzorka, rezultati istraživanja nikako ne mogu biti zaključak za cjelokupno promatranu industriju.

SAŽETAK

Spajanje, pripajanje i preuzimanje pojmovi su koje treba razlikovati, no kako u domaćoj tako i u stranoj literaturi, ti se pojmovi često ne razlikuju te se koriste kao sinonimi. Postoje razni motivi zbog kojih bi se poduzeća odlučila na proces spajanja ili pripajanja, a kao najveći razlog za takvo što ističu se sinergijski učinci. Ukoliko poduzeće ne želi biti preuzeto, na raspolaganju ima strategije kojima se može obraniti od potencijalnog preuzimanja, no i ponuđač može koristiti određene strategije za pridobivanjem željenog poduzeća. Kako bi proces preuzimanja bio uspješan, sve faze procesa moraju biti uspješno odrađene.

Osim prikaza teorijskog dijela, ideja rada je i istražiti koliko su uspješna spajanja i pripajanja odabranih zrakoplovnih kompanija u Europi na temelju dostupnih podataka prije i poslije spajanja odnosno pripajanja kompanija. U radu se istražuje i povezanost veličine poduzeća sa spajanjem i pripajanjem, odnosno istražuje se jesu li češće predmetom spajanja poduzeća iste veličine, a predmetom pripajanja poduzeća različite veličine.

Istraživanjem je došlo do rezultata u kojima se očituje porast uspješnosti poslovanja poduzeća nakon spajanja odnosno pripajanja. Pretpostavka da se spajaju poduzeća iste veličine, pokazala se kao djelomično točna. Dobivenim podatcima istraživanja ukazana je pozitivna povezanost između pripajanja poduzeća različitih veličina.

Ključne riječi: spajanja i pripajanja, uspješnost poslovanja, zrakoplovne kompanije.

SUMMARY

Mergers, acquisitions and takeovers are terms that need to be distinguished, but in both domestic and foreign literature, these terms are often indistinguishable and used synonymously. There are various motives for companies to opt for the merger or acquisition process, and synergistic effects are the main reason for this. If the company does not want to be taken over, there are strategies in place to defend against potential takeover, but the bidder can also use certain strategies to acquire the desired company. In order for the takeover process to be successful, all stages of the process must be completed successfully.

In addition to presenting the theoretical part, the idea of the paper is also to investigate how successful the mergers and acquisitions of selected airlines in Europe are based on the data available before and after the mergers and acquisitions. The paper also investigates the correlation of the size of the company with the merger and acquisition, ie investigates whether more often the subject of merger is the same size of the company and the subject of acquisition of the different size.

The research has shown results that show an increase in the success of the company after the merger and acquisition. The assumption that companies merged are the same size proved to be partially correct. The obtained research data indicate a positive correlation between mergers of companies of different sizes.

Keywords: mergers and acquisitions, business performance, airlines.

LITERATURA:

1. Air Berlin, Annual reports, raspoloživo na: http://www.annualreports.com/Company/air-berlin-plc [20.08.2019.]
2. Air France –KLM, raspoloživo na: https://www.airfranceklm.com [20.08.2019]
3. Bači, V., Bilas, V. i Matić, B. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues. Vol. XXIV. No.1, str.11-32.
4. British Airways, raspoloživo na: https://www.britishairways.com [20.08.2019]
5. Brouthers, K.D., Hastenburg, P.V., Ven, J.V. (1998): If most mergers fail why are they so popular, raspoloživo na: https://www.academia.edu/29330560/If_Most_Mergers_Fail_Why_Are_They_so_Popular [05.09.2019.]
6. Cento, A.(2009): The Airline Industry: Challenges in the 21st Century, Springer Science & Business Media, str.13-44
7. Cleverism.com, raspoloživo na: https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/ [15.06.2019]
8. Corporatefinanceinstitute.com, tender offer, raspoloživo na: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/tender-offer/ [17.06.2019.]
9. Čolak Mihalik, M. (2006): Moguće taktike u procesu preuzimanja, Bankarstvo, Udruženje banaka Srbije, Beograd, str. 30 – 42
10. Damodaran, A.(2005): The Value of Synergy, raspoloživo na: https://ssrn.com/abstract=841486 [20.09.2019.]
11. DePamphilis, D. (2007): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, Academic Press Advanced Finance
12. DePamphilis, D. (2010): Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know, Academic Press, str, 29-31.
13. DePamphilis, D. (2010): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Academic Press, Elsevier, str.194
14. DePamphilis, D. (2017): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Aproach to Process, Tools, Cases and Solutions, Academic Press

15. Evipidou, L.(2012): M&A in the airline industry:Motives and systematic risk. International Journal of Organizational Analysis Vol.20 No.4., str.435-446
16. Filipović, D. (2012): Važnost promjene strategije za uspješno preuzimanje poduzeća, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 10 (2), 19-30. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/93107 [13.06.2019.]
17. Financijski klub: Analiza zrakoplovne industrije u Europi, dostupno na: http://finance.hr/wp-content/uploads/2013/12/Zrakoplovna-industrija.pdf [20.08.2019.]
18. Financijski klub, Neprijateljsko preuzimanje i razbojnici društva, raspoloživo na: http://finance.hr/razbojnicidrustva/ [15.06.2019]
19. Hanlon, P.(2007): Global Airlines: Competition in a transnational industry, London ; New York : Routledge, str.1-9.
20. Harding, D. i Rovit, S. (2004): Preuzimanje i spajanje poduzeća: Četiri presudne odluke kojima stvarate ili prekidate posao. Poslovni dnevnik: Masmedia, Zagreb
21. Horak, H., Dumančić, K., Poljanec, K. (2015): Neusklađenost prava pripajanja i spajanja na unutrašnjem tržištu EU kao prepreka slobodi poslovnog nastana, Ekonomski fakultet, Zagreb
22. http://aviationplethorae.com/lufthansa-group-orders-16-new-jets/ [17.09.2019.]
23. https://www.semanticscholar.org/paper/Why-Merger-and-Acquisition-(M%26A)-Waves-Reoccur%3A-The-Kummer-Steger/ac13d055472cf8e0b667c3c2b4d07a081ae5a2dd [08.09.2019.]
24. Iberia, Annual report, raspoloživo na: http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/24/240949/2010_Annual_Report.pdf [26.08.2019.]
25. Investopedia, raspoloživo na: https://www.investopedia.com/ask/answers/08/how-do-proxy-fights-work.asp [17.06.2019.]
26. Investopedia, Golden parachute, raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/g/goldenparachute.asp [02.07.2019.]
27. Investopedia, Bearhug, raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/b/bearhug.asp [27.06.2019.] [17.06.2019.]
28. Investopedia, raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp [23.05.2019.]

29. Investopedia, Tender offer, raspoloživo na: https://www.investopedia.com/terms/t/tenderoffer.asp [17.06.2019]
30. International Airlines Group, raspoloživo na: https://www.iairgroup.com/en [20.08.2019]
31. International Airlines Group, raspoloživo na: https://www.iairgroup.com/en/the-group/iag-overview [18.09.2019.]
32. International Airlines Group, Financial result, raspoloživo na: https://www.iairgroup.com/en/newsroom/financial-results [20.08.2019.]
33. International Airlines Group, Wikipedia, raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/International_Airlines_Group#cite_note-prelims-3 [17.09.2019.]
34. IMAA, Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, raspoloživo na: https://imaa-institute.org/
35. Jurić, D. i Zubović, A. (2009). Protupreuzimateljske mjere i položaj uprave ciljanog društva u postupku preuzimanja dioničkih društava, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 30 (1), 291-331. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/52621 [29.06.2019.]
36. Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L,(2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Ekonomski pregled, vol.57,No.1-2, str. 64-79.
37. Lebedev, S., et al.(2014): Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. Journal of World Business, raspoloživo na: http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2014.09.003 [27.05.2019]
38. Lider.media, Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti, raspoloživo na: https://lider.media/znanja/kada-se-odluciti-na-spajanje-tvrtki-i-kako-ga-provesti/ [08.06.2019.]
39. Lufthansa Group financial report, raspoloživo na: https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2018-e.pdf#page=33 [05.09.2019.]
40. Metode znanstvenih istraživanja, Powerpoint prezentacija, raspoloživo na: http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf [07.05.2018.]
41. Mijatović, E. (2012): Metode procjene vrijednosti i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća, Učenje za poduzetništvo, *2(1)*, str. 131-137, raspoloživo na: https://hrcak.srce.hr/130183 [13.06.2019.]

42. Nolan, J. , Ritchie, P., Rowcroft J., (2014): International Mergers and Acquisitions in the Airline Industry, in James Peoples (ed.) The Economics of International Airline Transport (Advances in Airline Economics, Volume 4) Emerald Group Publishing Limited, str.127 – 150
43. Novak, B. (2000): Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava, Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (13): str. 47-55
44. Percipio.hr, Transakcije spajanja i preuzimanja, raspoloživo na: http://www.percipio.hr/transakcije-spajanja-i-preuzimanja-ma/ [10.09.2019.]
45. Poslovna učinkovitost, transakcije spajanja i preuzimanja, raspoloživo na: https://www.poslovnaucinkovitost.eu/kolumne/poslovanje/1228-transakcije-spajanja-i-preuzimanja-maa-2 [05.07.2019]
46. Poslovni.hr, Due diligence, raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/leksikon/due-diligence-dubinsko-snimanje-1192 [03.06.2019.]
47. Poslovni.hr, Preuzimanje poduzeća, raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/leksikon/preuzimanje-poduzeca-1489[23.06.2019.]
48. Poslovni.hr, ROA, raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/leksikon/roa-1510 [05.09.2019.]
49. Poslovni.hr, ROE, raspoloživo na : http://www.poslovni.hr/leksikon/roe-1512 [05.09.2019.]
50. PRNewswire (2013): Merger and Acquisition Trends in the Global Airline Industry, raspoloživo na: https://www.prnewswire.com/news-releases/merger-and-acquisition-trends-in-the-global-airline-industry-208150721.html [08.07.2019.]
51. Rupčić, N. (2016): Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu, Ekonomska istraživanja. 16, 2 , str. 94-104
52. Schosser, M., Wittmer, A. (2015): Cost and revenue synergies in airline mergers : Examining geographical differences. Journal of Air Transport Management, 47 142-153. ISSN 0969-6997
53. Statista, statistički portal, raspoloživo na: https://www.statista.com/ [18.09.2019.]
54. Statista,raspoloživo na:https://www.statista.com/topics/1151/passenger-airlines/ [13.05.2018.]
55. Statista, raspoloživo na: https://www.statista.com/statistics/193533/growth-of-global-air-traffic-passenger-demand/ [13.05.2018.]

56. Škulić, L., Šokćević S. (2016): Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u hrvatskom gospodarstvu, International scientific conference - ERAZ 2016: Knowledge based sustainable economic development, Beograd, str. 97-106
57. Tichy, G.(2001): What Do We Know about Success and Failure of Mergers?Journal of Industry, Competition and Trade. Str.347-394
58. Wallstreetmojo, friendly takeover, dostupno na: https://www.wallstreetmojo.com/friendly-takeover/ [15.06.2019.]
59. Wikipedia, Air Berlin, raspoloživo na: https://hr.wikipedia.org/wiki/Air_Berlin [20.09.2019.]
60. Wikipedia, Austrian Airlines, raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Austrian_Airlines [29.08.2019.]
61. Wikipedia, Brussels Airlines, raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/Brussels_Airlines [29.08.2019.]

POPIS SLIKA

Slika 1: Vrijednost spajanja i pripajanja M&A) širom svijeta od 1985 do 2018 (u milijardama U.S. dolara) 12
Slika 2: Proces složenosti spajanja i pripajanja 24
Slika 3: Logo Lufthansa grupe 36
Slika 4: Logo Air France – KLM grupe 36
Slika 5: Logo International Airlines Gruop 37

POPIS TABLICA

Tablica 1: Deskriptivna statistika pokazatelji prije spajanja i pripajanja 39
Tablica 2: Deskriptivna statistika pokazatelji nakon spajanja i pripajanja 39
Tablica 3: Vrijednosti pokazatelja ROE i broja putnika 43
Tablica 4: T-test pokazatelja ROE i broja putnika 43
Tablica 5: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja 44
Tablica 6: T-test broja putnika Air France 45
Tablica 7: Deskriptivna statistika 45
Tablica 8: T-test broja putnika British airways 46
Tablica 9: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja 47
Tablica 10: T-test broja putnika Air Berlin - Belair 47
Tablica 11: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja 48
Tablica 12: T-test spojenih kompanija 48
Tablica 13: Deskriptivna statistika broja putnika nakon pripajanja 49
Tablica 14: T-test broja putnika Lufthansa Grup – Austrian airlines 49

POPIS GRAFIKONA

Graf 1: ROA pokazatelj prije i poslije pripajanja i spajanja 40
Graf 2: ROE pokazatelj prije i poslije pripajanja i spajanja 41
Graf 3: Broj putnika pokazatelj prije i poslije pripajanja i spajanja 42