UTJECAJ PREUZIMANJA NA PERFORMANSE PODUZEĆA–STUDIJA SLUČAJA ADRIS GRUPE D.D.

Jurin, Antonija

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:124:289282

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

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

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

UTJECAJ PREUZIMANJA NA PERFORMANSE PODUZEĆA– STUDIJA SLUČAJA ADRIS GRUPE D.D.

Mentor:

doc. dr. sc. Josip Visković

Studentica:

Antonija Jurin, univ.bacc.oec

Split, rujan 2019.

SADRŽAJ:

1. UVOD 4

1.1. Problem istraživanja 4

1.2. Predmet istraživanja 7

1.3. Istraživačke hipoteze 7

1.4. Ciljevi istraživanja 8

1.5. Metode istraživanja 9

1.6. Doprinos istraživanja 9

1.7. Struktura diplomskog rada 10

2. OSNOVNE ZNAČAJKE PREUZIMANJA PODUZEĆA 11

2.1. Pojmovno definiranje spajanja, preuzimanja i pripajanja 11

2.2. Motivi preuzimanja 13

2.3. Oblici preuzimanja 14

2.3.1. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja 14

2.3.2. Domaća i prekogranična preuzimanja 15

2.3.3. Horizontala, vertikalna, konglomeratna i kongenerična spajanja i preuzimanja 16

2.4. Valovi spajanja i preuzimanja 18

2.5. Metode za mjerenje uspješnosti preuzimanja 21

2.6. Razlozi i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća 23

2.7. Proces preuzimanja poduzeća 24

2.8. Zakonski okvir preuzimanja poduzeća 27

3. ADRIS GRUPA D.D. 29

3.1. Adris grupa d.d. – danas 29

3.2. Adris grupa d.d. – sastav 30

3.3. Strateške poslovne jedinice 33

3.3.1. Maistra (segment turizam) 34

3.3.2. Cromaris (segment zdrava hrana) 34

3.3.3. Croatia osiguranje (segment osiguranje) 35

4. UTJECAJ PREUZIMANJA NA PERFORMANSE ADRIS GRUPE D.D. 37

4.1. Metodologija istraživanja 37

4.2. Pregled poslovanja Adris grupe od 2001. do 2017. 38
4.3. Usporedba poslovanja Adris grupe kroz godine putem pokazatelja 42
4.3.1. Izračun prinosa dioničara na temelju kretanja cijena dionica 43
4.3.2. Uspješnost preuzimanja na temelju financijskih i računovodstvenih podataka 46
4.3.2.1. Multiplikator EBITDA/Knjigovodstvena vrijednost poduzeća 46
4.3.2.2. Kretanje prihoda Adris grupe d.d. 48
4.3.2.3. Povrat na imovinu (ROA), Povrat na kapital (ROE) i Neto profitna marža (NPV) 52
5. **ZAKLJUČAK 55**
LITERATURA 58
POPIS TABLICA 63
POPIS GRAFIKONA 63
SAŽETAK 64
SUMMARY 65

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

U današnjem dinamičnom okruženju organizacije nastoje odgovoriti na promjene na različite načine. Poslovanje iz dana u dan postaje sve kompleksnije, sve je teže osvojiti tržište jer je konkurencija u pojedinim granama izuzetno jaka. Već krajem devetnaestog stoljeća poduzeća su se počela intenzivnije spajati i stvarati monopole kako bi imali prevlast u pojedinoj industriji.

Spajanja i preuzimanja poduzeća značajan su fenomen razvijenog kapitalističkog svijeta. U fokusu su istraživanja brojnih znanstvenika i konzultanata još od kraja devetnaestog stoljeća. Rast poduzeća putem spajanja i preuzimanja pruža pristup novim tržištima i resursima, a uspjeh ili neuspjeh spajanja i preuzimanja od velike je važnosti ne samo za poduzeća koja sudjeluju u tim transakcijama nego i za sve sudionike tog procesa kao i za cjelokupno gospodarstvo (Filipović, 2012, str.11).

Teško je točno i konkretno definirati razliku između pojmova spajanje i preuzimanje, te ih pojedini autori različito definiraju. Tipurić i Markulin (2000, str.16) smatraju da se termin **preuzimanje** (*engl. takeover*) odnosi se na kupnju kontrolnog interesa od strane poduzeća „A“ u poduzeću „B“. Kontrolni interes znači kupnju više od 50% dionica s pravom glasa poduzeća „B“. Ponekad preuzeto poduzeće zadržava vlastito ime poslujući unutar iste grupe, ali gubi poslovnu samostalnost na takav način da umjesto svoje strategije provodi strategiju poduzeća koje ga je preuzelo.

Za razliku od preuzimanja u kojem jedno poduzeće kupuje drugo i nastavlja poslovati integrirajući kupljeno poduzeće u svoj poslovni sustav, **spajanja** (*engl. merger*) su udruživanje dva ili više poduzeća. Prilikom spajanja dva ili više poduzeća nastaje novo poduzeće, a prije samostalna poduzeća prestaju postojati (Nickels, McHugh, McHugh, 2002, str.148). Novo poduzeće nastoji zadržati najbolju poslovnu praksu svih sudionika spajanja koje karakterizira dobrovoljno sudjelovanje.

Na temu spajanja i preuzimanja u svijetu su provedena mnogobrojna istraživanja. Autori tih istraživanja došli su do različitih rezultata istražujući djelovanje na poslovanje preuzimatelja. U nastavku su izneseni zaključci nekih od tih istraživanja.

Bruner (2001) navodi da prema istraživanju provedenom među menadžerima koji su provodili spajanje ili preuzimanje, njih samo 58% smatra da su uspjeli ostvariti strateške ciljeve. Neki su autori još pesimističniji. Tsai i Chang (2007) smatraju da u spajanju i preuzimanju ima više gubitnika nego pobjednika. I brojni drugi autori dolaze do sličnog zaključka. Na primjer, prema studiji Henrya i Jespersena (2002) 61% preuzimanja je smanjilo bogatstvo vlasnika dionica kupaca, dok prema studiji Helebiana i Finkelsteina (1999) dvije trećine spajanja i preuzimanja rezultira padom cijena dionica akvizitera. Postoje i vrlo radikalne teorije, na primjer, prema hubris hipotezi, spajanja i preuzimanja ne donose apsolutno nikakve koristi. Prema toj hipotezi, tijekom preuzimanja vrijednost poduzeća koje je kupac pada, vrijednost preuzimanog poduzeća raste, a kombinirana vrijednost ova dva poduzeća je nešto niža nego prije preuzimanja. Roll (1986) podržava hubrisovu hipotezu te pokušavajući objasniti razloge njezine ispravnosti između ostalog navodi da tržište već uključuje premiju za preuzimanje u cijenu dionica preuzimanog poduzeća, i da su zbog toga preuzimanja često preplaćena. Narayanan i Nanda (2007) navode da nakon objave preuzimanja cijena dionica poduzeća kupca pada u gotovo polovini slučaja, što dokazuje da tržište ispravno procjenjuje uspjeh preuzimanja. Također navode da se neuspjeh povećanja vrijednosti dioničara događa zbog jednog od šest glavnih razloga. To su preuzimanja koja se ne uklapaju u korporativne mogućnosti tvrtke, precjenjivanje rasta preuzimanjem, precjenjivanje vrijednosti od smanjenja troškova, podcjenjivanje poteškoća i troškova stvaranja vrijednosti, podcjenjivanje poteškoća objedinjavanja nakon preuzimanja te previše plaćena investicija (Bači 2010, str. 33- 34).

Prema istraživanju Andradea, Mitchella i Stafforda (2001), spajanja i preuzimanja u prosjeku uspijevaju stvoriti vrijednost za dioničare. Proučavajući 3688 spajanja i preuzimanja od 1973. do 1998. godine, dolaze do zaključka da su poduzeća uključena u spajanja i preuzimanja nadmašila ostala u prosjeku za 1,8 posto. Njihovo istraživanje također pokazuje da su poduzeća koja su bili kupci u prosjeku izgubila 0,7 posto na vrijednosti, dok su preuzeta poduzeća povećala vrijednost u prosjeku 16 posto. Healy, Palepu i Ruback (1992) proučavali su 50 najvećih spajanja i preuzimanja u Sjedinjenim Američkim Državama te zaključili da su ta poduzeća nakon spajanja i preuzimanja značajno popravila svoju operativne rezultate. Dutta i Jog(2007) proučavajući 1300 spajanja i preuzimanja u Kanadi od 1993. do 2002. dolaze do zaključka da spajanja i preuzimanja ne uništavaju vrijednost za dioničare. Osim ukupnih rezultata njihovo istraživanje daje podatke o ovisnosti uspjeha spajanja i preuzimanja o brojnim faktorima, npr. veličini preuzetog poduzeća, vlasničkoj strukturi, metodi plaćanja, spajanju ili preuzimanju, javnom ili privatnom vlasništvu poduzeća koje se prodaje itd. Tako

između ostalog dolaze do zaključaka da bolje rezultate postižu preuzimanja koja se financiraju gotovinom nego dionicama, zatim ona preuzimanja gdje je kupac više od 4 puta veći od prodavatelja, te da bolje prolaze kupci u kojima je menadžment vlasnik više od 25% dionica. (Bači 2010, str. 35 - 36).

Istraživanje Linna i Switzera (2001) pokazuje da bolje prolaze akviziteri koji spajaju i preuzimanju relativno velika poduzeća. Prema Kitchingu (1967), razlika u veličini akvizitera i preuzimanog poduzeća utječe na povrat spajanja i preuzimanja i to tako da relativno velika preuzimanja imaju veći zajednički potencijal. Kada se preuzima relativno malo poduzeće akviziter obično previđa probleme prilagodbe zaposlenih i takve akvizicije ne dobivaju dovoljnu pažnju menadžmenta te ne ostvaruju planirane sinergije. Kusewitt (1985) je, proučavajući uzorak od 138 aktivnih akviziterskih firmi koje su 1967. do 1976. godine završile 3.500 spajanja i preuzimanja, zaključio da relativne razlike u veličini poduzeća daju značajno različite rezultate, te je predložio da se izrazito mala i izrazito velika spajanja i preuzimanja izbjegavaju. Clark i Ofek (1994) smatraju da su problemi sa upravljanjem nakon velikih spajanja i preuzimanja veći nego su koristi od sinergija, te da takva spajanja i preuzimanja u prosjeku rezultiraju smanjenjem operativne učinkovitosti. Ramaswamy i Waegelein (2003) proučavajući uzorak od 162 poduzeća aktivna u spajanju i preuzimanju dolaze do zaključka da akviziteri koji spajaju i preuzimaju relativno veća poduzeća ostvaruju lošije povrate od onih koji spajaju i preuzimaju manja poduzeća. Dobivene rezultate objašnjavaju dužim vremenom koje je potrebno da bi se relativno veliko poduzeće integriralo u novi sustav te se ostvarili zacrtani ciljevi. Martynova, Oosting i Renneboog (2006) proveli su istraživanje koje obuhvaća uzorak od 155 spajanja i preuzimanja u Europi, u periodu od 1997. do 2001. godine te zaključili da su povrati kod relativno velikih spajanja i preuzimanja značajno veći nego kod relativno manjih spajanja i preuzimanja. Spajanja i preuzimanja kod kojih je prihod od prodaje preuzimanog poduzeća činio barem 20 posto prihoda od prodaje akvizitera, ostvarila su povećanje profitabilnosti za 3,36 posto, dok su manja preuzimanja ostvarila pad profitabilnosti za 1,35 posto. Te rezultate objašnjavaju tako da kod većih spajanja i preuzimanja postoje i veće mogućnosti za ostvarivanje sinergija koje dovode do povećanja profitabilnosti. Ipak, i prema ovom istraživanju, ekstremno velika spajanja i preuzimanja daju slabije rezultate od onih srednjih, dok najmanja spajanja i preuzimanja postižu najslabije rezultate (Bači 2010, str. 37 - 39).

Kao što se iz pregleda istraživanja može vidjeti, ne postoji jedinstven stav o tome doprinose li preuzimanja i spajanja rastu vrijednosti poduzeća, kao ni to da li preuzimanje većih poduzeća ima bolje efekte na pokazatelje preuzimatelja u odnosu na preuzimanja malih poduzeća. Navedeno upravo čini problem istraživanja ovog rada.

1.2. Predmet istraživanja

Kao što proizlazi iz problema istraživanja, neupitan je značaj integracija između poduzeća. Danas poduzeća posluju u promjenjivoj okolini te je potrebno da konstantno budu prisutna i pokušaju ostvariti što bolji položaj na tržištu. U ovom radu istraživat će se putem studije slučaja kako su preuzimanja utjecala na poslovanje preuzimatelja, što predstavlja predmet ovog istraživanja. Konkretnije istraživanje će se usmjeriti na veliko hrvatsko poduzeće Adris grupu d.d. koje ima izuzetno diversificirano poslovanje. Adris grupa d.d. svoju veličinu i značaj postigla je upravo preko spajanja i preuzimanja diversificiranih poduzeća. Istraživanje će se usmjeriti na poslovanje poduzeća kroz godine i usporedbom odabranih veličina utvrditi koliki je značaj pojedinog preuzimanja na poslovanje tog poduzeća. U radu će se pokušati utvrditi i promjene koje su nastale u vrijednosti dionica poduzeća koje preuzima drugo poduzeće, tj. promatrat će se utjecaj na bogatstvo dioničara.

1.3. Istraživačke hipoteze

Hipoteze koje će se ovim istraživanjem provjeravati su sljedeće:

H1:Preuzimanje poduzeća pozitivno utječu na poslovanje preuzimatelja

Ovu hipotezu dokazat će se tako što će se uspoređivati odabrane karakteristike značajne za poduzeća, prije i nakon preuzimanja. Kao što je već rečeno u problemu istraživanja ne postoji jasan stav oko toga doprinose li preuzimanja poduzeća pozitivno na poslovanje preuzimatelja. Neki od autora koji preuzimanjima ne daju veliki značaj vezano za uspjeh preuzimatelja nakon obavljene integracije su: Bruner (2001), Tsai i Chang (2007), Henry i Jespersen (2002), Helleblian i Finkelstein (1999), Roll (1986), Narayanan i Nanda (2007). Za razliku od njih druga skupina autora smatra da preuzimanja poduzeća pozitivno utječu na poslovanje

preuzimatelja. Među te autore spadaju: Andrade, Mitchell i Stafford (2001), Healy, Palepu i Ruback (1992) te Dutta i Jog (2007).

H2: Uspjeh preuzimanja bitno ovisi o veličini preuzetog poduzeća

Ova hipoteza je potkrijepljena dokazima iz prethodnih istraživanja. Većina autora je dokazala navedenu povezanost na način da su kao uspješnija preuzimanja bila ona relativno većih poduzeća. Neki autori osporavaju te tvrdnje i smatraju da će preuzimanje biti uspješnije ako je ciljno poduzeće manje ili srednje. Treća skupina autora smatra da se izrazito mala i izrazito velika preuzimanja trebaju izbjegavati. Pobornici prve tvrdnje su: Linn i Switzer (2001), Kitching (1967) te Martynova, Oosting i Renneboog (2006), a suprotnog mišljenja su Clark i Ofek (1994) te Ramaswamy i Waegelein (2003), dok treću tvrdnju potkrepljuje Kusewitt (1985) na uzorku od 138 aktivnih akviziterskih firmi te Martynova, Oosting i Renneboog (2006) koji zaključuju da ekstremno velika spajanja i preuzimanja daju slabije rezultate od onih srednjih, dok najmanja spajanja i preuzimanja postižu najslabije rezultate.

1.4. Ciljevi istraživanja

S teorijskog stajališta cilj je opisati teorijske aspekte spajanja i preuzimanja, poput definicija, opcija financiranja, procesa, motiva i mnogih drugih značajnih aspekata tih integracija, iako će se veći značaj dati preuzimanjima, iz razloga što se ona obrađuju u empirijskom dijelu rada.

S empirijskog stajališta, cilj ovoga istraživanja jest utvrditi postojanje povezanosti preuzimanja na poslovanje poduzeća Adris grupe d.d.. Cilj je identificirati značajna preuzimanja poduzeća Adris d.d. te utvrditi njihovu uspješnost putem usporedbe podatka iz financijskih izvještaja Adris grupe d.d. kroz godine. Kako je Adris grupa d.d. poduzeće koje se bavi s 4 raznovrsne djelatnosti utvrdit će se u kojem su segmentu preuzimanja bila najznačajnija za grupu. Dio istraživanja bit će usmjeren i prema dionicama grupe gdje će se zaključiti koliko su preuzimanja utjecala na bogatstvo dioničara Adris grupe d.d..

1.5. Metode istraživanja

U početnoj fazi istraživanja koristit će se **metoda deskripcije**. To je postupak jednostavnog opisivanja činjenica, procesa i predmeta u prirodi i društvu te empirijskih potvrđivanja odnosa i veza, ali bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja. **Induktivna metoda** će se koristiti kada se na temelju analize pojedinačnih činjenica bude donosio općeniti zaključak. **Deduktivna metoda** će se kao i induktivna koristiti u svim dijelovima ovog istraživanja. Njome se iz općih sudova izvode posebni i pojedinačni zaključci. Najvažniji elementi deduktivne metode jesu postupci metoda analize, sinteze, apstrakcije, generalizacije i specijalizacije. Deduktivnu metodu koristit će se za objašnjenje činjenica u teorijskom dijelu istraživanja te za dokazivanje i provjeravanje postavljenih hipoteza. Pri podjeli određenih teorijskih sastavnica ili pri proučavanju empirijskih karakteristika studije slučaja koristit će se **metoda klasifikacije.** Kod analize poduzeća Adris grupa d.d. koristit će se **metoda studije slučaja.**

Metoda dokazivanja koristit će se u empirijskom dijelu rada, te joj je svrha utvrditi točnost pretpostavki koje se definiraju u postavljenim hipotezama. U njoj su inkorporirane dalje navedene metode. **Metoda analize** kao i **metoda sinteze** koristit će se u najvećem dijelu pri rješavanju studije slučaja Adris grupe d.d. Putem **metode apstrakcije** odvajat će se nebitni od bitnih elemenata predmeta istraživanja. **Metodom generalizacije** od pojedinačnih opažanja izvodit će se uopćeni zaključci. Kako bi se teorijski opisalo spajanja i preuzimanje i njihove bitne karakteristike te potkrijepilo postavljene hipoteze koristit će se **metoda kompilacije.**

1.6. Doprinos istraživanja

Pojedini rezultati dosadašnjih istraživanja upućuju da poduzeća iz različitih djelatnosti imaju drugačiji uspjeh vezano za preuzimanja odnosno nije donesen konačni zaključak da li preuzimanja utječu dobro ili loše na poslovanje preuzimatelja.

U svijetu su se radila kompleksna istraživanja na temu preuzimanja, međutim u Hrvatskoj to nije slučaj. Kod nas su ovakva istraživanja rijetka i nedovoljno duboka. Doprinos ovoga istraživanja ogleda se u činjenici da su preuzimanja u Hrvatskoj posljednjih godina nedovoljno istražena. U ovom radu se uzima kao studiju slučaja upravo Adris grupa d.d. iz razloga što je to poduzeće jako aktivno u integracijama poput preuzimanja i ima raznovrstan

portfelj djelatnosti te će se na temelju toga moći donositi zaključci o uspješnosti preuzimanja u pojedinoj djelatnosti grupe Adris d.d.. Isto tako Adris grupa d.d. posjeduje bogate financijske izvještaje na temelju kojih će se moći raditi usporedbe prije i poslije integracije u pojedinoj djelatnosti. Rezultati ovog istraživanja doprinijet će istraživanju preuzimanja u Hrvatskoj iz razloga što je Adris grupa d.d. reprezentativan primjer integriranog poduzeća na kojem se mogu raditi usporedbe pokazatelja.

1.7. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad sastojat će se od pet poglavlja, kako slijedi.

U prvom, uvodnom poglavlju, definirat će se problem i predmet istraživanja, elaborirat će se istraživačke hipoteze, iznijeti ciljevi te navesti znanstvene metode koje će se koristiti u istraživanju. Također će se ukratko opisati doprinos istraživanja i struktura rada.

U drugom poglavlju opisat će se teorijski aspekti preuzimanja. Dio tog poglavlja će se posvetiti i spajanjima koja su usko vezana s preuzimanjima. Objasnit će se pojmovi spajanja i preuzimanja te istražiti motivi zbog kojih se ti procesi najčešće događaju. Definirat će se vrste spajanja i preuzimanja te će se sagledati valovi spajanja i preuzimanja kroz povijest. Bit će riječ i o mjerenju uspješnosti navedenih integracija te načinu njihova financiranja.

Treće poglavlje sadržavat će osnovne informacije i povijesne podatke o Adris grupi d.d.. Ti podaci će se pronaći u Godišnjim financijskim izvješćima Adris grupe d.d. te na web stranici Adris grupe d.d.

Empirijski dio rada činit će četvrto poglavlje, u kojem će se testirati hipoteze o utjecaju preuzimanja poduzeća na preuzimatelja na temelju podataka iz financijskih izvještaja grupe Adris d.d..

Peto poglavlje predstavlja zaključak, gdje će se rezimirati rezultati dobiveni u empirijskom dijelu rada, te će se donijeti sudovi na temelju sinteze teorijskog i empirijskog dijela rada.

Na kraju slijedi popis literature, popis tablica i grafikona, te sažetak na hrvatskom i engleskom jeziku.

2. OSNOVNE ZNAČAJKE PREUZIMANJA PODUZEĆA

U današnjem dinamičnom poslovnom okruženju poduzeća bi trebala koristiti strategije rasta kako bi bili korak ispred konkurencije te ostvarile što veći profit. Danas u svijetu postoje tri načina na koja se mogu provesti razvojne strategije. To su interni ili organski rast, rast putem spajanja i preuzimanja poduzeća te rast putem strateških povezivanja poduzeća. (Tipurić, 2005., str.119.) Interni rast podrazumijeva oslanjanje poduzeća na vlastite resurse, te je baš zbog toga najsporiji način rasta. Poduzeća se često znaju odlučiti na ekspanziju putem spajanja i preuzimanja poduzeća ili na rast putem strateških povezivanja društva te tako ostvariti planirani rast. U ovom radu istražit će se uspješnost i učinkovitost rasta poduzeća putem preuzimanja, te utjecaj istih na cijene dionica poduzeća tj. bogatstvo dioničara.

2.1. Pojmovno definiranje spajanja, preuzimanja i pripajanja

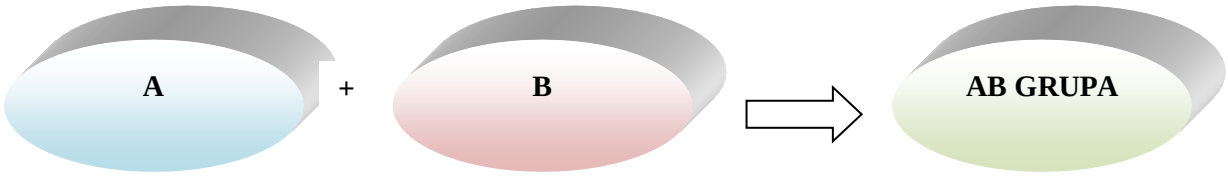
Svako prebacivanje kontrolnog paketa dionica nekog poduzeća od jedne grupe dioničara na drugu naziva se preuzimanjem (Bahtijarević-Šiber, Sikavica, 2002, 444.). Termin preuzimanje (*takeover*) označava stjecanja djelomičnog ili potpunog vlasništva nad drugim pravnim subjektom, a u RH je regulirano Zakonom o preuzimanju dioničkih društva (NN 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13). Pod tim pojmom podrazumijeva se kada preuzimatelj nakon što je stekao 25% dionica ciljanog poduzeća objavi, dobrovoljno ili prisilno, javnu ponudu za kupovinu ostatka dionica istog. Kada je kupovina ispod 25% vlasništva, formalno se ne smatra preuzimanjem prema hrvatskim zakonima, jer tek nakon prelaska tog praga postoji obveza javne ponude preko burze, što prati i nadzire HANFA. (Škuflić i Šokčević, 2016., str.99.)

Preuzimatelj može pregovarati s menadžmentom tvrtke koja je potencijalno predmet preuzimanja, što se preferira u preuzimanjima koja dominiraju u zadnjih deset godina, a posebno u Europi. Ako pregovori propadnu, preuzimatelj može dati ponudu direktno dioničarima društva koje se namjerava preuzeti. U raspravama s menadžerima, preuzimatelj obično daje jasnu ponudu za otkup dionica. (Novak, 2000., str.48) Akvizitersko poduzeće mora platiti veću cijenu od fer tržišne vrijednosti ciljnog poduzeća, zbog mogućnosti porasta vrijednosti akviziterskog poduzeća nakon akvizicije.

U većini primjera sredstvo plaćanja kontrolnog interesa je novac, dionice poduzeća „A“ ili kombinacija novca i dionica. Poduzeće preuzimatelj (engl. bidder) obično je veće od poduzeća-mete, tj. poduzeća koje se kupuje (engl. target). Preuzeto poduzeće postaje sastavni

dio veće i tržišno jače kompanije, a može se dogoditi da uzme i njezino ime. Ponekad preuzeto poduzeće zadržava i vlastito ime poslujući unutar iste grupe, ali gubi poslovnu samostalnost na takav način da umjesto svoje tadašnje strategije provodi strategiju poduzeća koje ga je preuzelo (Tipurić i Markulin, 2000., str.16.).

Procesom preuzimanja društvo stjecatelj preuzima stečeno društvo odnosno postaje njegov većinski vlasnik, čime preuzima kontrolu nad njegovim poslovanjem. Po završetku procesa preuzimanja društvo stjecatelj i stečeno društvo nastavljaju poslovati zadržavajući pravnu osobnost, ali postaju povezana društva, budući da društvo stjecatelj na temelju većinskog vlasništva dobiva kontrolu nad stečenim društvom. Proces preuzimanja odnosno akvizicije pojednostavljeno prikazuje Slika 1.

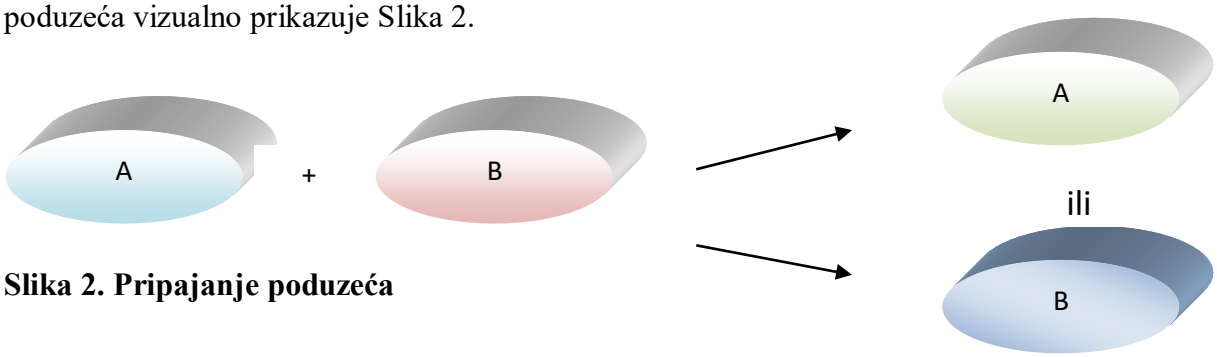


Slika 1. Preuzimanje poduzeća

Izvor: Izrada autora prema: Vukušić Z. (2016): Porezno i računovodstveno motrište prijenosa poslovanja, Porezni vjesnik 6/2016., str. 103

Matica i ovisno društvo nastavljaju djelovati kao samostalni pravni subjekti, jer promjene nastaju samo u vlasništvu, ali ne i ustrojstvu. Sukladno ZTD-u, može se reći kako pojam povezana društva označuje pravno samostalna, ali gospodarski povezana društva.(Vukušić, 2016., str.103)

Prema Zakonu o trgovačkim društvima o pripajanju dioničkih društava nekom drugom dioničkom društvu riječ je kada prvo društvo prenese cijelu svoju imovinu društvu preuzimatelju. U takvoj situaciji društvo koje se pripaja prestaje poslovati, dok pri preuzimanju oba poduzeća, preuzimatelj i poduzeće-meta, nastavljaju poslovati. Pripajanje poduzeća vizualno prikazuje Slika 2.

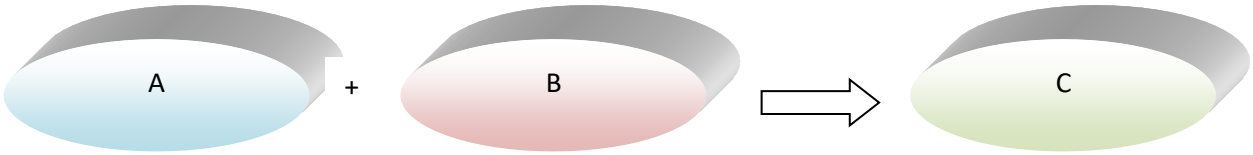


Slika 2. Pripajanje poduzeća

Izvor: Filipović, I. (2009.) Revizija, Zagreb: Sinergija, str 199.

U stranoj i domaćoj literaturi kao i u poslovnom svijetu engleski termin *takeover* i *aquisition* često se rabe kao istoznačnice. Neovisno o tome što ne postoji opipljiva razlika među tim terminima, u praksi i literaturi oni se naizmjenično rabe. Blaga distinkcija ogleda se u tome što se termin *takeover* upotrebljava kako bi se označilo neprijateljsko preuzimanje u kojemu se poduzeće-meta opire preuzimanju, dok se termin *aquisition* više upotrebljava za preuzimanja koja imaju prijateljski karakter. (Filipović, 2012., str.18.)

Za razliku od preuzimanja u kojem jedno poduzeće kupuje drugo i nastavlja poslovati integrirajući kupljeno poduzeće u svoj poslovni sustav, spajanja (*engl. merger*) su udruživanje dvaju ili više poduzeća. Nickels i McHugh (2002) definiraju da prilikom spajanja dvaju ili više poduzeća nastaje novo poduzeće, a prije samostalna poduzeća prestaju postojati. Nastoji se zadržati najbolja poslovna praksa svih sudionika spajanja, karakterizira ih dobrovoljno sudjelovanje svih sudionika i najčešće se financiraju zamjenom dionica. Najčešći je primjer kada se dva poduzeća udruže u novo, što prikazuje Slika 3. Ime novog poslovnog subjekta najčešće je sastavljeno od oba imena dotadašnjih poduzeća. Društva se mogu spojiti bez provođenja likvidacije, što znači da imovina društava koja se spajaju prelazi na novo društvo, a ona sama prestaju postojati upisom novog društva u sudski registar (Vaic.hr, 2019.).



Slika 3. Spajanje poduzeća

Izvor: Filipović, I. (2009.) Revizija. Zagreb: Sinergija, str.199

2.2. Motivi preuzimanja

Literatura nudi nekoliko alternativa o tome što motivira tvrtke da sudjeluju u korporativnom preuzimanju. Pri pokretanju poslovanja, svako poduzeće postavlja si svrhu postojanja i što želi postići. Ti se ciljevi razlikuju od poduzeća do poduzeća te mogu biti određeni strateški što se odnosi na širenje i osvajanje novih tržišta ili mogu biti određeni financijski jer poduzeće želi ostvariti što veću zaradu odnosno profit. (Bartoncel, 2006., str.9)

Ravenscraft i Scherer (1989.) ključnim motivima smatraju sinergiju i korekciju menadžerskog neuspjeha, te kao rezultat očekuju stvaranje operativnih i financijskih sinergija. Operativne sinergije proizlaze iz realizacije ekonomije obujma i opsega, uklanjanja dvostrukih aktivnosti, vertikalne integracije, prijenosa znanja ili vještina od strane menadžerskog tima ponuditelja i smanjenja agencijskih troškova uvodeći imovinu specifičnu za organizaciju pod zajedničkim vlasništvom. Stvaranje operativnih sinergija smanjuje troškove proizvodnje i / ili distribucije, čime se povećava novčani tijek koji pripada dioničarima društva nakon spajanja. Operativne sinergije uglavnom nastaju kada se tvrtke koje se spajaju nalaze u istoj ili srodnoj industriji. Njihova sinergija može rezultirati nabavkom bolje tehnologije ili nematerijalne imovine, kao što je stjecanje znanja o novim tržištima u prekograničnim preuzimanjima.

Diverzificirajući preuzimanja očekuje se da će poduzeća imati koristi od financijskih sinergija. Financijske sinergije mogu uključivati veću stabilnost novčanog toka, manju vjerojatnost stečaja, jeftiniji i učinkovitiji pristup tržištu kapitala te korištenje nedovoljno iskorištenih poreznih štitova.

Kao još jedan od motiva za preuzimanje navode se i neprijateljske akvizicije kao disciplinske sile za ispravljanje menadžerskog neuspjeha. U ovom slučaju, neprijateljska preuzimanja usmjerena su na tvrtke s lošim performansama i zamjenjuju slabo upravljanje. (Martynova, Renneboog, 2006.)

2.3. Oblici preuzimanja

2.3.1. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja

Preuzimanja mogu biti prijateljska i neprijateljska, ovisno o stavu ili o preporuci uprave ciljnog poduzeća. Ako uprava preporuči prihvaćanje ponude za preuzimanje, smatra se da je ponuda prijateljska; ako uprava službeno odbije ponudu, preuzimanje se smatra neprijateljskim. Stav uprave ponekad se mijenja za vrijeme pregovora. (Lazibat, Baković i Lulić, 2006., str.70)

Kod prijateljskog preuzimanja (*engl. friendly takeover*) menadžeri poduzeća-mete ne opiru se preuzimanju i smatraju da je to najbolje za vlasnike poduzeća. Kod ovakvog preuzimanja dioničari poduzeća-mete očekuju da im se ponudi viša cijena od tržišne. Ta razlika se naziva premija za preuzimanje ili akvizicijska premija (*takeover premium* ili *aquisition premium*).

Kod neprijateljskog preuzimanja menadžment poduzeća-mete misli da preuzimanje ne predstavlja nešto dobro za vlasnike poduzeća i suprostavlja mu se. U ovom slučaju nema dogovora između menadžera obje strane, već menadžment preuzimatelja nastoji kupiti dionice

izravno od dioničara putem neprijateljske javne ponude (*engl. hostile tender offer*) i zaobilazi menadžment poduzeća-mete.
Prijateljska i neprijateljska spajanja i akvizicije imaju različite mogućnosti pristupa podrobnim financijskim podacima ciljne kompanije. U prijateljskoj transakciji kompanija kupac može dobiti te podatke od ciljne kompanije, a u neprijateljskoj transakciji kompanija kupac mora se poslužiti informacijama dostupnima javnosti zato što im ciljna kompanija dostavlja samo one informacije koje su zakonom propisane. (Lazibat, Baković i Lulić, 2006., str.70)

Ako preuzimatelj uspije u svom naumu najčešće svrgava postojeći menadžment, za razliku od prijateljskog preuzimanja gdje menadžment poduzeća-mete najčešće ostaje na svom položaju. Cijena neprijateljskog preuzimanja je često mnogo viša od prijateljskog, jer privlači i druge kupce koji na početku nisu bili zainteresirani. Sudionici preuzimanja teže prijateljskom preuzimanju jer je integracija poslovanja brža i efikasnija.

Postoje dva tipa preuzimatelja: strateški preuzimatelj i preuzimatelj investitor. Prvi kupuje poduzeće-metu kako bi proširio postojeće poslovanje ili jer je poslovanje tog poduzeća komplementarno postojećem poslovanju, a drugi kako bi povećao vrijednost poduzeća-mete i ponovno ga prodao.

2.3.2. Domaća i prekogranična preuzimanja

Preuzimanje poduzeća može biti unutar granica jedne države ili prekogranično. Kada u transakciji sudjeluju poduzeća iz jedne države to se naziva domaće preuzimanje (*engl. domestic*), a transakcije koje se odvijaju između poduzeća iz najmanje dvije države naziva se prekogranično preuzimanje (*engl. cross-border*). Lazibat, Baković i Lulić (2006.) ističu tri važna događaja koja su utjecala na ekspanziju prekograničnih preuzimanja i spajanja:

1. Stvaranje „Jedinstvenog Europskog Tržišta (JET-a)“ – stvorilo je preduvjete za konsolidaciju europskih kompanija
2. Azijska kriza iz 1997. godine – otvorila je mogućnosti zapadnim zemljama da jeftino kupe azijska poduzeća
3. Korištenje modela dioničke vrijednosti korporativnog upravljanja – prisililo kompanije na de-diversifikaciju i na koncentraciju na osnovne aktivnosti.

Isti navode i tri osnovna razloga zbog kojih dolazi do međunarodnih akvizicija i spajanja:

1. Konsolidacija – potraga za ekonomijom opsega i obujma
2. Globalni doseg – proširivanje na strana tržišta
3. Kompetencije i nove tehnologije

Prema odredbama Zakona o trgovačkim društvima prekogranično spajanje podrazumijeva da je barem jedno društvo koje sudjeluje u spajanju osnovano po pravu Republike Hrvatske i da je barem jedno od društava osnovano po pravu druge države Europske unije ili države koja je stranka Ugovora o europskom ekonomskom prostoru. U prekograničnom spajanju može sudjelovati i poduzeće koje je valjano osnovano i ima sjedište u nekoj trećoj državi, koja nije u Europskoj uniji niti je stranka Ugovora o europskom ekonomskom prostoru, ali pod uvjetom da je drugo društvo valjano osnovano po pravu Republike Hrvatske i ima registrirano sjedište, središnje mjesto upravljanja ili središnje mjesto poslovanja u Republici Hrvatskoj. (Barbić, 2008., str. 391.-392.)

2.3.3. Horizontalna, vertikalna, konglomeratna i kongenerična spajanja i preuzimanja

U stranoj, ali i domaćoj literaturi, spajanja i preuzimanja poduzeća često se klasificiraju kao horizontalna i vertikalna, ovisno o djelatnosti u kojoj posluju. Naime, horizontalna spajanja i preuzimanja su ona koja se događaju unutar iste industrije, dok vertikalnim spajanjima i preuzimanjima poduzeća ulaze u nove industrije uglavnom u svrhu povećanja dugoročne profitabilnosti. (Filipović, 2011., str.514) Osim navedenih Bartoncel navodi još i konglomeratna ili mješovita i kongenerična ili slična. (Bartoncel, 2006., str.5)

1. Horizontalna spajanja i preuzimanja - Ako se spajanje i preuzimanje odvija u istoj industriji, najčešći razlog za to je povećanje profitabilnosti na način da se kupi imovina i ostali resursi dotadašnjih konkurenata. Povećanje profitabilnosti putem horizontalne integracije najčešće je posljedica: smanjenja operativnih troškova, povećanje diferencijacije proizvoda, smanjenje konkurencije u industriji u kojoj posluje i povećanje pregovaračke snage s obzirom na kupce i dobavljače. Horizontalna integracija pridonosi povećanju ekonomije obujma, što rezultira smanjenjem operativnih troškova. (Filipović, 2012., str.24)

Ujedinjenjem proizvodnje smanjuju se troškovi i postiže se ekonomija obujma, a to je posebno značajno kod industrija koje karakteriziraju visoki fiksni troškovi. Za primjer takve industrije mogu poslužiti telekomunikacije gdje je potreban veliki broj korisnika kako bi se smanjili fiksni troškovi. U farmaceutskoj industriji se ekonomija obujma kod spajanja i preuzimanja postiže u području prodaje i marketinga. Putem horizontalnih integracija postižu se i drugi vidovi uštede, kao npr. u operativnim troškovima zbog eliminiranja dvostrukih funkcija (uredi, odjeli prodaje, marketing, istraživanje i razvoj i dr.) .

Što je više provedenih integracija u pojedinoj industriji to je konkurencija manja te je veća mogućnost prešutnih dogovora oko cijena njihovih proizvoda. Isto tako putem spajanja i preuzimanja poduzeća jačaju svoje pregovaračke sposobnosti prema kupcima i dobavljačima. Kupovinom veće količine proizvoda poduzeće može tražiti bolje uvjete od svojih dobavljača. Tržišna snaga poduzeća ogleda se i u tome što se kupcima vrlo lako može povisiti cijena proizvoda ili usluga jer kupci ovise o njegovim proizvodima, pogotovo kada to poduzeće osvoji velik tržišni udio.

2. Vertikalna spajanja i preuzimanja - Glavni cilj ulaska u nove industrije je povećanje dugoročne profitabilnosti. Ulaskom u druge aktivnosti lanca vrijednosti poduzeća smanjuju troškove proizvodnje svojih proizvoda. Ovaj vid integracije obuhvaća povezivanje „prema naprijed“ ili „prema nazad“. Vertikalna integracija prema nazad je takav tip integracije pri kojemu poduzeće koje pokreće integraciju priključuje sebi poduzeća s fazama proizvodnje koje prethode njegovoj proizvodnji. Ovu vrstu integracije poduzeća provode kako bi proizveli neke od inputa jeftinije nego što ih mogu kupiti na tržištu. Za razliku od nje, vertikalnu integraciju prema naprijed karakterizira ulazak u industrije koje rabe, distribuiraju ili prodaju proizvode poduzeća. Preciznije, vertikalna integracija prema naprijed je takav tip integracije pri kojem poduzeće priključuje proizvodne faze koje slijede nakon njegove proizvodnje. (Sikavica, Novak, 1999., str.717)

Razlozi za vertikalnu integraciju koji se najčešće pronalaze u literaturi su: sprečavanje ulaska konkurenata i izgradnja barijera za njihov ulazak u tu industriju, olakšano ulaganje u specijaliziranu imovinu koja povećava efikasnost poslovanja i održavanje i zaštita kvalitete proizvoda. Ovim tipom integracija poduzećima je omogućena kontrola resursa (vertikalna integracija prema nazad) i kontrola nad distribucijskim kanalima (vertikalna integracija prema naprijed). Konkurenti su limitirani, teže im je ući na tržište, a poduzeće koje je provelo vertikalnu integraciju lakše postiže višu cijenu proizvoda i veći profit.

3. Konglomeratne ili mješovite akvizicije - Vrsta povezivanja poduzeća koji nemaju ništa zajedničko osim želje za širenjem na strana tržišta, ostvarenje konkurentske prednosti, a time i profita. Poduzeća koja sudjeluju u akviziciji bave se nepovezanim poslovima i često posluju na različitim tržištima i regijama. Oni se povezuju se kako bi smanjili rizik poslovanja i proširili se na unosnije sektore. (Bartoncel, 2006., str.6)

4. Kongerenične ili slične akvizicije - Akvizicije i spajanja koji govore o povezivanju poduzeća čije su ciljne skupine kupaca i potrošača jednake. Poduzeća koja se povezuju ne prodaju iste proizvode, ali zato koriste jednake ili slične distribucijske kanale te nastoje povećati dodanu vrijednost proizvoda ili usluge u određenom sektoru. (Bartoncel, 2006., str.6) Vezana su tehnologijom, tržištima i proizvodnim procesima.

2.4. Valovi spajanja i preuzimanja

Prva spajanja, pripajanja i preuzimanja poduzeća javljaju se krajem 19. stoljeća u Sjedinjenim Američkim državama. Prošlo stoljeće je posebice za američki poslovni sustav bilo razdoblje „merger" valova kada je veliki broj tvrtki spajanjima i preuzimanjima stvorio kompanije velikih investicijskih kapaciteta i proizvodnih mogućnosti (Rupčić, 2002, str.67). Prema Gaughanu (2007.) dva su faktora utjecala na početak, karakteristike i završetak pojedinog vala:

- ekonomske ili tehnološke promjene
- makroekonomsko okruženje (rast bruto društvenog proizvoda, razina kamatnih stopa, premije na rizik kamatne stope, monetarna ograničenja).

Gaughan (2007) navodi 5 valova spajanja i preuzimanja, dok npr. Rupčić (2002) opisuje i šesti val spajanja.

1. Prvi val - Monopolska spajanja – Prve integracije poduzeća započele su 1987. godine u SAD-u zbog promjena u gospodarstvu kao što su tehnološki razvoj (transkontinentalna željeznica, električna energija i inovacije u proizvodnom procesu), snažna ekonomska ekspanzija i slabo zakonodavstvo protiv monopola. Strateški cilj tadašnjih preuzimanja i spajanja bio je izbjeći prekapacitiranost i pad cijena kroz horizontalna povezivanja, najčešće u teškoj industriji, a glavni motiv je bio stvaranje monopola. Prvi val je završio jer većina integracija nisu ostvarivala očekivano povećanje efikasnosti, 1903. godine

došlo je do recesije, a 1904. do sloma burze. U literaturi se ovaj val često naziva i "veliki val". (Šundov, 2016., str. 37)

2. Drugi val – Oligopolska spajanja - Drugi val integracija započinje 1916. godine naglim gospodarskim rastom nakon Prvog Svjetskog rata, te tehnološkim razvojem (nastavak razvoja željeznice, motorna vozila, radio). Većina spajanja i preuzimanja dogodila se između manjih poduzeća koja su ostala izvan monopola u prvom valu. Važnu ulogu imala je činjenica da su vlasti poticale tvrtke tijekom Prvog svjetskog rata na zajednički rad, a takva se politika nastavila i u 20-im godinama. U drugom valu uglavnom je dolazilo do vertikalnih spajanja i stvaranja oligopola te je nestalo otprilike 12.000 poduzeća. Najaktivnije je bilo u proizvodnji metala, nafte, hrane, kemikalija i opreme za transportna sredstva. Investicijske banke su igrale važnu ulogu u financiranju integracija što je zajednička karakteristika i prvog i drugog vala. Drugi val završava slomom tržišta kapitala 1929. godine i početkom Velike svjetske krize te bankrotom velikog broja korporacija nastalih za vrijeme drugog vala.

3.Treći val – Konglomeratna spajanja - U razdoblju između drugog i trećeg vala nije bilo velikih promjena ili tehnološkog napretka koji bi doveli do značajnijeg broja integracija poduzeća dok su one koja su u tom razdoblju provedene bila motivirana poreznim olakšicama. Treći val započinje 60-ih godina 20. stoljeća kada dolazi do brzog gospodarskog rasta, rasta cijena dionica, visokih kamatnih stopa, razvoja teorija i znanosti o menadžmentu te financijskih manipulacija. U tom su se razdoblju spajale tvrtke koje su poslovale u različitim industrijama (konglomerati), a investicijske banke više nisu igrale glavnu ulogu kod integracija koje su se financirale putem dioničkog kapitala. Razlog tome bila je striktna antimonopolska regulativa koja je onemogućavala bilo kakvo vertikalno ili horizontalno spajanje. Tvrtke tako nisu imale izbora nego širiti se u potpuno nepovezane industrije. Neki su kupci bili manja poduzeća od onih koje su stjecali ili preuzimali, a menadžeri s vizijom stvaranja konglomerata bili su pokretačka snaga. Gaughan (2007) krajem trećeg vala smatra 1968./69. godinu, kada je najavljeno da će se provoditi mjere protiv konglomerata te su donesena zakonska ograničenja. Činjenica da je veliki broj konglomerata loše stajao, a tržište ubrzo prozrelo financijske manipulacije, doprinijelo je završetku trećeg vala. Filipović (2011) smatra da je kraj vala ipak bio nešto kasnije, 1973. godine, kao posljedica naftne krize koja je svjetsku ekonomiju gurnula u recesiju.

4. Četvrti val – Mega spajanja - 80-ih godinama prošlog stoljeća dogodio se izlazak iz globalne recesije, a time je rezultiralo naglo bujanje ekonomije, tehnološki napredak,

međunarodna konkurencija, deregulacija, povećanje imovine mirovinskih fondova, financijske inovacije, propast konglomerata te povećanje natjecanja između investicijskih banaka. Sve navedeno je dovelo do integracija kod kojih su ciljana poduzeća mnogo veća nego prije. U ovom valu nastaju i tzv. megamergeri, tj. spajanja koja su imala dominantni utjecaj u svojim industrijama. U prvoj polovici 80-ih godina najviše su bila zastupljena poduzeća u naftnoj industriji, a u drugoj polovici farmaceutska industrija te zrakoplovne kompanije i banke. Bilo je više neprijateljskih preuzimanja, a spajanja i pripajanja stranih poduzeća postala su uobičajena pojava. Mnoge transakcije financirane su velikim udjelom duga prilikom preuzimanja, a sama preuzimanja često su provodili menadžeri već kupljenog poduzeća. U literaturi se kao glavni motiv ovog vala spajanja i preuzimanja navodi neučinkovitost konglomerata stvorenih u prethodnom valu spajanja i preuzimanja. Naime, neučinkoviti konglomerati zahtijevali su restrukturiranje, koje je uglavnom provedeno na način da bi se kupljena poduzeća raskomadala i prodali svi dijelovi koji nisu imali dodirnih točaka s osnovnom djelatnošću poduzeća. (Šundov, 2016., str. 37) Novi zakonski propisi i sankcije koje su na temelju njih provedene te početak Zaljevskog rata krajem devetog desetljeća 20. stoljeća razlozi su završetka četvrtog vala integracija poduzeća.

5. Peti val spajanja – Strateško restrukturiranje - Ekonomski rast, rast cijena dionica, tehnološki napredak, globalizacija i deregulacija te procvat financijskih tržišta doveli su do petog vala integracija 1992./93. godine. Ovaj val je važan po tome što je bio jako velik i geografski izrazito disperziran s naglašenom internacionalnom dimenzijom. Filipović (2011) navodi da je uvođenje eura kao službene valute Europske unije, potaklo europska poduzeća da intenzivnije participiraju u procesima spajanja i preuzimanja te kao karakteristiku ovog vala dodaje aktivnosti spajanja i preuzimanja u Aziji. Naglasak se stavlja na dugoročnu strategiju, a ne na trenutnu financijsku dobit. Integracije su se češće financirale dioničkim kapitalom nego dužničkim vrijednosnim papirima te je došlo do konsolidacije u telekomunikacijskom i bankarskom sektoru. Međunarodna spajanja i preuzimanja u ovom razdoblju bila su uglavnom prijateljska (gotovo 95%). Usporavanje ekonomske aktivnosti i loše stanje na burzama uzroci su završetka petog vala s naglaskom na slom tržišta kapitala u Americi 2000. godine .

6. Šesti val spajanja - uslijedio je već 2003. godine, kada aktivnosti spajanja i preuzimanja počinju ponovno jačati. Jeftini izvori financiranja su omogućili fondovima rizičnog kapitala povećanje aktivnosti jeftinim zaduživanjem. Ipak, za vrijeme šestog vala imovina preuzimatelja je bila manje precijenjena nego za vrijeme petog vala, kao i razlika u

procjeni imovine između preuzimatelja i poduzeća-mete preuzimanja. Iz toga se može zaključiti da je šesti val većinom nastao zbog povećane likvidnosti. Završio je 2008.godine kao posljedica sloma tržišta nekretnina u SAD-u. (Šundov, 2016., str. 37)

Poslovi spajanja i preuzimanja su u posljednjih desetak godina zabilježili snažan rast u cjelokupnom gospodarstvu. Međutim, zbog čimbenika kao što su opća recesija, smanjenja sigurnost investicija u svijetu itd. počinje trend opadanja. Nitko više ne predviđa boom spajanja i preuzimanja kao rekordne 2000. godine. Procesi M&A *(engl. mergers and aquisitions)* osobito kad je riječ o velikim spajanjima, uzrokuju značajne probleme, a ponekad i šokove na tržištima. Zbog pada cijena dionica investitori više ne gledaju dobronamjerno na takve poteze, a zbog brojnih problema koje M&A nose sa sobom mnoge tvrtke doživjele su neuspjeh. (Rupčić, 2003, str.16)

2.5. Metode za mjerenje uspješnosti preuzimanja

U praksi se koriste tri skupine metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja. U prvu skupinu pripadaju metode koje uspješnost mjere prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica, druga skupina obuhvaća metode koje mjere uspješnost na temelju računovodstvenih i financijskih podataka, a treća skupina za izračun uspješnosti spajanja i akvizicija koristi izračun ekonomske dodane vrijednosti.

1. Prinos dioničara na temelju kretanja cijena dionica - Najčešće korištena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja je prinos ili povrat dioničara. Ova metoda se odnosi na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz 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:

$$\mathbf{r_{a,t}} = \frac{\mathbf{P_{a,t} - P_{a,t-n} + D_{a,t}}}{\mathbf{P_{a,t-n}}} \qquad (1)$$

gdje je:

$\boldsymbol{ra,t}$ – prinos dionice u razdoblju t,

$\boldsymbol{Pa,t}$ – cijena dionice u trenutku t,

$\boldsymbol{Pa,t-n}$ – cijena dionice u trenutku t – n i

$\boldsymbol{Da,t}$ – isplata dobitka u razdoblju t.

Točnost ove metode ovisi o tome da li cijene dionica odražavaju stvarnu vrijednost poduzeća, tj. vlastitog kapitala koji stoji iza toga, tj. odnosno jesu li financijska tržišta učinkovita ili nisu. (Matić, Bilas, Bači, 2011., str. 12.-13.)

2. Na temelju računovodstvenih i financijskih podataka - Prednost metode koja se temelji na računovodstvenim i financijskim pokazateljima je u tome što te metode mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i akvizicija, te su u potpunosti usredotočene na rezultate poduzeća. Operativni rezultat trebao bi biti točan pokazatelj uspješnosti poslovanja neovisno o kretanju cijene dionica.

Uobičajena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja je izračun operativnog novčanog toka prije poreza. Operativni novčani tok prije poreza rezultat je zbroja operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, a jednak je operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za amortizaciju - EBITDA. U praksi EBITDA se ne koristi u apsolutnom iznosu nego u omjeru prema knjigovodstvenoj vrijednosti, tj. koristi se u obliku multiplikatora kako bi se neutralizirao utjecaj razlika u veličini između kompanija. Taj multiplikator pokazuje koliko efikasno poduzeće koristi svoj kapital da bi generiralo novčana sredstva.

Ovakav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara jer ignorira trošak kapitala, tj. ne uzima u obzir oportunitetni trošak. Osim toga, računovodstvenim podacima se može upravljati i zato im se ne može vjerovati sa potpunom sigurnošću. (Matić, Bilas, Bači, 2011., str. 12.-13.)

3. Izračunom ekonomske dodane vrijednosti - Ekonomski dodana vrijednost ili EVA predstavlja izračun realne dobiti za godinu koja se promatra i razlikuje se od računovodstvene dobiti. Za razliku od računovodstvene dobiti, EVA uzima u obzir rizik investicije koji se uključuje u trošak kapitala.

Za izračun ekonomske dodane vrijednosti koristi se sljedeća formula:

EVA = (Povrat na uloženi kapital – Trošak kapitala) x Uloženi kapital =
= Operativna dobit poslije poreza – Trošak kapitala x Uloženi kapital (2)

EVA predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženog kapitala. (Matić, Bilas, Bači, 2011., str. 12.-13.)

2.6. Razlozi i oblici financiranja restrukturiranja poduzeća

Razlozi zbog kojih se poduzeća odlučuju na spajanje i preuzimanja su brojni. Jedna od osnovnih ideja spajanja i preuzimanja je generiranje vanjskog rasta, odnosno povećanje veličine poduzeća i njegove tržišne moći, ali i povećanje toka gotovine nakon spajanja i preuzimanja. Razlozi zbog kojih se poduzeća odlučuju na spajanja i preuzimanja su:

1. Eliminacija konkurencije – dolazi do monopola ili povećanja tržišnog udjela. Nova snaga će možda omogućiti porast cijena uz isti obrt i na taj način povećati tok gotovine;
2. Osiguranje izvora važne sirovine – moguće je preuzimanje važnog dobavljača kada postoji nedostatak robe ili prijetnja da dođe do prekidanja lanca nabave. Također je moguća kupnja lanca prodavaonica kada lanac počne da promovira konkurentske proizvode. U ovom slučaju neće doći do povećanja toka gotovine, ali će se smanjiti rizik i povećati sigurnost poslovanja;
3. Omogućavanje ekonomije obujma – širenjem kapaciteta omogućavaju se niži proizvodni troškovi i smanjuje se odljev gotovine;
4. Preuzimanje neke materijalne imovine koja nije u potpunosti iskorištena (npr. zemlja), kao i nematerijalne imovine (npr. izvozno pravo, know-how). (Kovačević, 2015.)

Akvizicijom dvaju poduzeća različitih djelatnosti smanjuje se rizik jer postoji diversifikacija. Huck i Konrad (2004) navode četiri grupe razloga za akviziciju:

1. Precijenjena vrijednost vlastitih dionica i podcijenjena vrijednost dionica ciljnog poduzeća;
2. Pokušaji da se ostvari sinergija;
3. Percepcija da je poduzeće koje poduzima akviziciju superiornije u nekim bitnim kompetencijama od preuzetog poduzeća;
4. Želja da se akvizicijom napravi koncentracija na tržištu te osvoji veći tržišni udio.

Ovisno o strukturi i razvijenosti tržišta kapitala Novak (2000.) navodi različite mogućnosti financiranja transakcija akvizicija, a glavne opcije su sljedeće:

- Čista novčana transakcija financirana iz postojećih gotovinskih priljeva;
- Čista novčana transakcija financirana izdavanjem dionica;
- Transakcija s dionicama, odnosno zamjenom dionica;

- Mješovita - dionice/gotovina;
- Gotovinska transakcija financirana novim zaduživanjem;
- Otkup dionicama pomoću financijske poluge pri čemu je najveći dio glavnice zamijenjen dugom;
- Mješovita gotovina/dug.

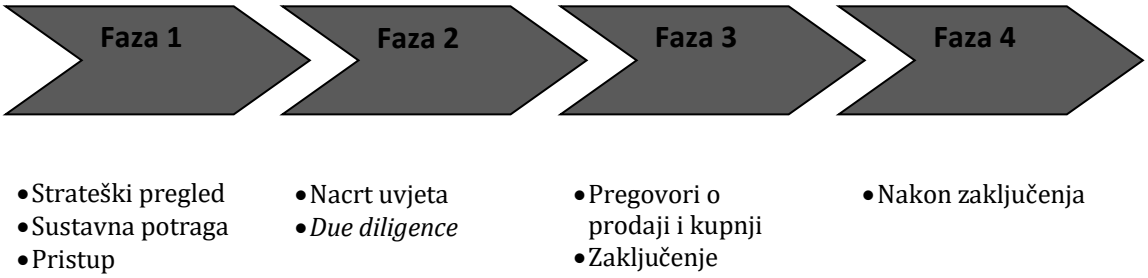
Prednost davanja dionica je u tome što je takva vrsta transakcije brza i jednostavna, a osim toga u nekim slučajevima može biti oslobođena oporezivanja. Nedostatak je što akviziter preuzima obveze ciljne tvrtke bez obzira da li su mu one potpuno jasne, dijeli se dobit dioničara akviziterske tvrtke na veći broj dioničara, a dijeli se i vlasništvo i kontrola, te postoji rizik od sukoba nakon akvizicije.
Prednost davanja novca je što u tom slučaju akviziter ima potpunu kontrolu nad imovinom koju kupuje i obvezama koje preuzima. Ovakva vrsta financiranja privlačna je dioničarima jer primaju vrijednost odmah, nemaju rizik i ne treba glasovanje dioničara preuzete tvrtke. Nedostatak je smanjenje novčanog tijeka, poteškoće u procjeni fer vrijednosti imovine, management ciljne tvrtke nema dovoljno poticaja da olakša transakciju ili da nastavi s radom nakon transakcije.
Prednost korištenja financijske poluge tj. zaduženja je što je izdatak za kamate odbitna stavka prije oporezivanja, te dolazi do povećanja prinosa dioničarima jer je zadržano isto vlasništvo. Nedostatak korištenja financijske poluge je što zajmodavac ima prioritet u odnosu na poduzeće koje je nastalo akvizicijom, veći financijski rizik može smanjiti cijenu dionica i obveznica poduzeća, a može dovesti i do povećanja troškova financiranja.
Sama veličina spajanja i preuzimanja velikih kompanija gotovo onemogućuje kompanijama kupcima financiranje transakcije isključivo gotovinom. Zapravo, suvremena međunarodna spajanja i akvizicije teže financiranju poslova razmjenom dionica. (Lazibat, Baković i Lulić, 2006., str.70)

2.7. Proces preuzimanja poduzeća

Dosadašnja su iskustva pokazala da veliki broj spajanja i akvizicija završava neuspjehom te je zbog toga izrazito važno da se prilikom njihove provedbe kompanije pridržavaju nekih pravila (Lazibat, Baković i Lulić,2006., str.66.):

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 provedenog 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 pomnjivo isplanirati nov način poslovanja preuzetih kompanija.

Proces spajanja i preuzimanja sastoji se od 4 osnovne faze (Slika 4.).



Slika 4. - Proces akvizicije

Izvor: Howson, P. (2006) *due diligence*. Zagreb: Masmedia, Poslovni dnevnik, str.12

U prvoj fazi je identificiran cilj akvizicije i plan pristupa. To se može razborito napraviti samo nakon temeljitog strateškog pregleda, tijekom kojeg je akvizicija identificirana kao logično strateško sredstvo. Ako pristup dovede do sporazumnog nastavka razgovora, sklapanje posla prelazi u drugu fazu. Dvije strane grubo skiciraju uvjete sklapanja posla i kupac počinje *due diligence*. Uspješan *due diligence* vodi do pregovora i ako sve prođe glatko, posao je sklopljen. Nakon toga kupac ulazi u četvrtu fazu koja je možda i najvažnija,

budući da cijela akvizicija mora biti dobro razrađena da bi na kraju bila isplativa (Howson,2006., str.12-15).

- Prva faza – strateški pregled, sustavna potraga i pristup – U *prvoj fazi* identificiran je cilj akvizicije i plan pristupa. To se može dobro napraviti samo nakon temeljitog strateškog pregleda, tijekom kojeg se akvizicija identificira kao logično strateško sredstvo. Ako je strateški pregled dobro izveden, tada će sljedeći korak biti dobro izvedena, sustavna potraga za ciljem akvizicije. Kod sustavne potrage treba napraviti set kriterija za tipove poduzeća koja bi trebalo pogledati. Tijekom potrage treba identificirati svako poduzeće ili organizaciju koje zadovoljava kriterije i prikupiti osnovne informacije o njima. Pristupanje poduzeću meti može izazvati različite reakcije. Te reakcije variraju ovisno o vlasništvu nad tim poduzećem, nacionalnosti, industriji, ali i osobinama menadžmenta ciljanog poduzeća. Ako pristup dovede do sporazumnog nastavka razgovora, sklapanje posla prelazi u drugu fazu.
- Druga faza – nacrt uvjeta, due diligence - U *drugoj fazi* započinju ozbiljni pregovori. Nacrt sporazuma ili nacrt uvjeta je dokument kojim se objavljuje sporazum o pregovaranju kupnje poduzeća. To je neobvezujući dokument u kojemu su navedene glavne točke oko kojih su obje strane sporazumne i na temelju kojeg su spremne nastaviti pregovore. Due diligence ili dubinsko snimanje znači procjenu sklapanja posla i istraživanja poduzeća mete s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta, iako predmet istraživanja mogu biti i ljudski potencijali, menadžment, proizvodnja, informatički sustav i dr. Due diligence bavi se razumijevanjem poslovanja poduzeća koje se misli kupiti, otkrivajući potencijalne rizike, pronalazeći stavke za pregovore i pomažući planiranju integracije nakon sklapanja posla. Ako se tokom dubinskog snimanja pronađu eventualno neki skriveni „kosturi“ ne raskida se posao, već to postaje stavka pregovora.
- Treća faza – pregovori o prodaji i kupnji, zaključenje- U *trećoj fazi* dolazi do zaključenja posla pa je ona i najvažnija u ovome procesu jer cijela akvizicija mora biti dobro i detaljno razrađena da bi na kraju bila i isplativa. Nakon završenog due diligenca dolazi do zaključenja pregovora, postizanja sporazuma i finalizacije detalja oko sklapanja posla. Na kraju proces je zaključen potpisivanjem kupoprodajnog dokumenta.
- Četvrta faza – nakon zaključenja - *Četvrta faza* odnosi se proces koji se odvija nakon samog preuzimanja i na integraciju preuzetog poduzeća. Kad je posao sklopljen, započinje drugi dio: nova akvizicija mora opravdati plaćenu cijenu. Proces pregovora u prve tri faze može biti skup i za menadžment jako iscrpljujući. Zato ne iznenađuje činjenica da

menadžment nakon zaključenje akvizicije postane previše apatičan da rukovodi procesom integracije.

2.8. Zakonski okvir preuzimanja poduzeća

Procesi spajanja i pripajanja, ali i preuzimanja podliježu Zakonu o tržišnom natjecanju (NN 79/09, 80/13), odnosno pravnoj regulativi kojom se jamči tržišna ravnopravnost. U RH je pravni okvir za ravnopravnu tržišnu utakmicu definiran Ustavom (NN 56/90, 135/97, 08/98, 113/00, 124/00, 28/01, 41/01, 55/01, 76/10, 85/10, 05/14) , gdje je istaknuta poduzetnička i tržišna sloboda kao temelj gospodarskog ustroja, te Zakonom o zaštiti tržišnog natjecanja (NN 79/09, 80/13).

Institucija nadležna za kontrolu tržišnog natjecanja u Republici Hrvatskoj je Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (AZTN), koja obavlja poslove u području tržišnog natjecanja. Posao agencije se u ovom dijelu svodi na ocjenu sporazuma između poduzetnika i utvrđivanje zlouporabe vladajućeg položaja poduzetnika, te ocjenu dopuštenosti koncentracija poduzetnika. Rad Agencije seže i u područje nadzora politike subvencioniranja. Prema važećoj zakonskoj regulativi zabranjuju se svi sporazumi između dva ili više neovisnih poduzetnika, sve odluke udruženja poduzetnika i usklađeno djelovanje, koje kao cilj ili posljedicu imaju narušavanje tržišnog natjecanja na mjerodavnom tržištu. (Škuflić i Šokčević, 2016., str. 99.)

Ako je riječ o društvu uvrštenom na burzi akvizicija se može, osim spajanjem i pripajanjem, provesti preuzimanjem. Preuzimanje može ići i protiv volje uprave ciljnog društva (engl. *hostile takeover*), što pri spajanju i pripajanju nije slučaj. (Petrović, 1998., str.119)

Sukladno odredbama Direktive o ponudama za preuzimanje, čl. 2. st.1. (2004.), ponuda može biti obvezna i dobrovoljna, a da za cilj ima stjecanje kontrole nad ciljnim trgovačkim društvom. Direktivom o ponudama za preuzimanje, čl.5 st.3. (2004.) je izričito propisano da će države članice u kojima ciljno društvo ima registrirano sjedište odrediti postotak prava glasa čijim stjecanjem ponuditelj stječe kontrolu nad ciljnim društvom, kao i metode njegova izračuna. U Hrvatskoj preuzimatelj postaje, sukladno odredbi Zakona o preuzimanju dioničkih društava (Članak 9, NN 148/13), obveznik objave ponude za preuzimanje, čim u ciljnom društvu prijeđe kontrolni prag (stekne 25 % + 1 dionicu s pravom glasa). Raspolaganje s više od 25 % glasova u glavnoj skupštini dioničkog društva otvara mogućnost blokade, odnosno zaustavljanja donošenja nekih bitnih odluka toga organa društva.

Dobrovoljnu ponudu može objaviti i ako nije prešao taj prag, ali to je za njega veći transakcijski trošak, a nije izvjestan uspjeh tog preuzimanja, pogotovo ako se uprava ciljnog društva tome protivi. (Martynova, Renneboog, 2006., str. 20-21.) Obavještavanjem o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje, sukladno odredbi čl. 10. st. 3. ZPDD-a (NN, 148/13), nastaje obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.

Neprijateljski raspoložena uprava branit će se od ponuditelja poduzimanjem određenih dozvoljenih mjera, najčešće traženjem boljeg ponuditelja koji će objaviti konkurentsku ponudu.

Zakonom je propisano da je uprava ciljnog društva dužna dati svoje mišljenje o ponudi za preuzimanje te time može utjecati na ishod. Ti podaci moraju biti točni jer članovi za to snose i određenu odgovornost. Ako uprava da negativu ocjenu, to mišljenje se pretvara u protu-preuzimateljsku mjeru. Mišljenje uprave nije obvezujuće, a konačnu odluku o prihvaćanju ponude donose dioničari ciljnog društva. Upravnim tijelima društva se otvara mogućnost poboljšanja uvjeta ponude, prvenstveno cijene dionice. Bitnu ulogu u mišljenju imaju i radnici ili njihovi predstavnici, te se na taj način štite njihova prava u ciljnom društvu. Obveza društva je dostaviti mišljenje o ponudi za preuzimanje HANFA-i i tržišnom operateru uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice ciljnog društva. (ZPDD, Članak 41, NN, 148/13)

Da bi se ocijenilo je li ponuda bila uspješna za ponuditelja, važno je uočiti jesu li ispunjeni ciljevi ponuditelja koji su naznačeni u ponudi za preuzimanje. (Martynova, Renneboog, 2006., str. 9-10.)

3. ADRIS GRUPA D.D.

3.1. Adris grupa d.d. danas

ADRIS GRUPA d. d., sa sjedištem u Rovinju, danas je jedna od vodećih hrvatskih i regionalnih kompanija te lider po kriterijima profitabilnosti i inovativnosti. Izrasla je na temeljima 132-godišnjeg poslovnog iskustva Tvornice duhana Rovinj. Koordinacija rada, upravljanja, ulaganja i razvoja cijelog sustava cilj je Adris grupe, kao korporativnog centra. Desetljećima su građeni temelji nove i moderne kompanije te su stvoreni preduvjeti za ulazak u nove atraktivne djelatnosti. Temelj iz kojeg proizlazi misija i vizija Adris grupe je nastavak širenja na domaćem i regionalnom tržištu te daljnji razvoj poslovanja kako bi i dalje ostali vodeća tvrtka u regiji. Poslovna strategija kojom se vode je *"Biti prvi, biti bolji, biti drugačiji"*. Misija koja vodi Grupu je: *„Osigurati razvoj svih naših strateških poslovnih jedinica vodeći računa o zadovoljstvu djelatnika i krajnjih potrošača na način koji jamči rast vrijednosti dioničkog kapitala, te koji je u skladu s interesima zajednice u okviru koje Adris grupa posluje.“* Vizija je *„Biti regionalni leader u svim aspektima poslovanja oslanjajući se na tradiciju, vlastite potencijale te inovativan i dinamičan pristup tržištu„.*

Vrijednosti koje poštuju i primjenjuju u Adris-u su: težnja kvaliteti svih svojih proizvoda i usluga kao preduvjet zadovoljstva korisnika**,** kreativnost pojedinca kao osnova unapređenja poslovanja, timski rad i stvaranje stimulativne radne okoline**,** strast za uspjehom u svim aspektima poslovanja, aktivna uloga u zajednici**,** očuvanje okoliša i pridržavanje svih propisa u skladu s općom koristi.

U posljednjem desetljeću poslovanje Grupe je obilježio rast svih ključnih pokazatelja poslovanja. Kapital je povećan za gotovo dvadeset puta, dobit za deset, a prihod Grupe je u tom periodu narastao za više od pet puta. Više od 100 puta povećana je vrijednost dionica Adris grupe. Današnji godišnji prihodi Adris grupe premašuju tri milijarde kuna. (Adris.hr – O nama, 2018.)

Adris pomaže razvoju gospodarstva u zemlji i regiji te stvara nova radna mjesta, a kapital koji stvara ostaje u Hrvatskoj. U posljednjih pet godina uložio je više od tri milijarde kuna i osigurao egzistenciju ne samo za gotovo 6.000 svojih zaposlenika nego i za još veći broj neizravno zaposlenih. Od svog osnutka, Grupa ima bitan utjecaj na gospodarski, kulturni i

društveno odgovorni razvoj. Taj je utjecaj osobito vidljiv u pokretanju jedinstvenog programa zapošljavanja mladih i obrazovanih ljudi – *Budućnost u Adrisu* te djelovanju *Zaklade Adris*. Zaklada Adris je kroz deset natječaja dodijelila više od četrdeset milijuna kuna raznolikim i vrijednim projektima te više od tristo stipendija.

Adris grupa se potvrđuje kao dobar poslodavac i pouzdan partner što se lako zaključuje iz vrijednosti koje njeguje - svojoj zaposleničkoj i upravljačkoj strukturi, privrženosti svojih zaposlenika, tradiciji i bogatom iskustvu. (Adris.hr – O nama, 2018.)

3.2. Sastav Adris grupe d.d.

Adris grupa Rovinj (Grupa) sastoji se od matice ADRIS GRUPA d.d., Rovinj (Društvo) i podružnica. Matica se bavi upravljanjem ulaganjima u povezana društva i ostalim ulaganjima, a cilj Društva, kao korporativnog centra, koordinacija je ulaganja, upravljanja, razvoja i rada cijelog sustava.31.12.2018. dionice Adris grupe d.d., Croatia osiguranja d.d. i Maistre d.d. kotiraju na tržištu javnih dioničkih društava na Zagrebačkoj burzi.

Temeljni kapital Društva iznosi 164.000.000,00 kuna, a podijeljen je na 16.400.000 dionica izdanih u nematerijaliziranom obliku. Dionice su podijeljene na:

- 6.784.100 povlaštenih dionica oznake ADRS2,
- 9.615.900 redovnih dionica oznake ADRS.

Ukupna imovina na dan 31. 12. 2017. iznosila je 19.701 mil. HRK, ukupni kapital 10.285 mil. HRK, ukupne obveze 9.416 mil. HRK, a prihod od prodaje iznosio je 4.373 mil. HRK. Ukupan broj zaposlenih bio je 5.398.

Društvo u okviru svog poslovanja izravno djeluje kroz sljedeća **povezana društva:**

- Adria Resorts d.o.o., Rovinj, Hrvatska,
- Abilia d.o.o., Rovinj, Hrvatska,
- Croatia osiguranje d.d., Zagreb, Hrvatska,
- Expertus d.o.o., Zagreb, Hrvatska (od veljače 2018.).

Imatelj je 100% udjela u temeljnom kapitalu društava Adria Resorts d.o.o. i Abilia d.o.o., 66,12% udjela u temeljnom kapitalu društva Croatia osiguranje d.d. i 77,78% udjela u temeljnom kapitalu društva Expertus d.o.o.

ADRIA RESORTS d.o.o pruža usluge upravljanja turističkom djelatnošću u Hrvatskoj. Tvrtka se bavi razvojem turističkog portfelja, te stvaranjem i izgradnjom benda turističkih proizvoda i usluga. Upravlja s nekoliko hotela sa sobama ili smještajnim jedinicama i kampovima. Tvrtka je osnovana 2001. godine sa sjedištem u Rovinju.

Početkom srpnja 2006. godine Grupa osniva tvrtku ABILIA D.O.O. kako bi na jednom mjestu objedinili sve kompetencije, centralizirali upravljanje nekretninama i investicije, uključujući poslove kao što je razvoj i unapređenje nekretnina, realizacija planiranih investicija, upravljanje najmovima, upravljanje održavanjem nekretnina te prodaja nekretnina radi konsolidacije portfelja. Abilia je u stopostotnom vlasništvu grupe. Čini ju dvadesetak visokoobrazovanih stručnjaka iz područja arhitekture, graditeljstva, strojarstva i elektrotehnike, a upravlja investicijskim projektima i nekretninama cijele Adris Grupe. (Poslovni dnevnik, 01.03.2007.)

U Tablici 1. prikazana su društva u vlasništvu ADRIS GRUPE d.d..

Tablica 1. Društva u vlasništvu Adris Grupe d.d.

Naziv podružnice	Država	% vlasništva* u 2017.
ADRIA RESORTS d.o.o. , Rovinj, Hrvatska:	Hrvatska	100
- Maistra d.d., Rovinj, Hrvatska	Hrvatska	89,11
- Grand hotel Imperial d.d.	Hrvatska	72,99
- Slobodna Katarina d.o.o. Rovinj, Hrvatska	Hrvatska	89,11
- Cromaris d.d., Zadar	Hrvatska	99,25
- Cenmar Export Import d.o.o. Kali, Hrvatska	Hrvatska	99,25
- Cromaris Italia s.r.l., Treviso, Italija	Italija	99,25
ABILIA d.o.o., Rovinj, Hrvatska	Hrvatska	100
Rovita Sofija, Bugarska	Bugarska	likvidirano
Croatia osiguranje d.d., Zagreb:	Hrvatska	66,12
- CROATIA Lloyd d.d., Zagreb	Hrvatska	pripojeno
- CROATIA PREMIUM d.o.o. Zagreb	Hrvatska	66,12

- Histria Construct d.o.o., Zagreb	Hrvatska	66,12
- Core 1 d.o.o., Zagreb	Hrvatska	66,12
- Razne Usluge d.o.o. – u likvidaciji, Zagreb	Hrvatska	66,12
- CROATIA-Tehnički pregledi d.o.o., Zagreb	Hrvatska	66,12
- STP Pitomača, Pitomača	Hrvatska	66,12
- STP Blato, Blato	Hrvatska	66,12
- Slavonija trans-Tehnički pregledi d.o.o., Sl. Brod	Hrvatska	50,25
- Autoprijevoz d.d., Otočac	Hrvatska	52,42
- Herz d.d., Požega	Hrvatska	66,12
- AUTO MAKSIMIR VOZILA d.o.o.	Hrvatska	66,12
- CROATIA osiguranje mirovinsko društvo d.o.o., Zagreb	Hrvatska	66,12
- CROATIA zdravstveno osiguranje d.d., Zagreb	Hrvatska	pripojeno
- PBZ CROATIA osiguranje d. d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima	Hrvatska	33,06
- Poliklinika Ars Medica, Pula	Hrvatska	66,12
- Poliklinika CROATIA zdravstveno osiguranje, Zagreb	Hrvatska	66,12
- Milenijum osiguranje a.d., Beograd	Srbija	66,12
- Croatia osiguranje d.d., Mostar	BiH	62,74
- Crotehna d.o.o., Ljubuški	BiH	62,74
- Ponte d.o.o., Mostar	BiH	62,74
- CROATIA remont d.d., Čapljina	BiH	43,78
- Croauto d.o.o., Mostar	BiH	41,90
- Hotel Hum d.o.o. , Ljubuški	BiH	62,74
- CROATIA osiguranje a.d. društvo za osig. neživota, Skopje	Makedonija	66,12
- CROATIA osiguranje a.d., društvo za osig. života, Skopje	Makedonija	66,12
- CROATIA osiguranje kredita d.d.	Hrvatska	66,12
- CO Zdravlje d.o.o.	Hrvatska	66,12

*prikazani % udjela se odnosi na konačni udjel ADRIS GRUPE d.d. kao krajnje matice

Izrada autora prema: https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/ADRS-fin2017-1Y-REV-K-HR.pdf

U veljači 2018. godine, Društvo je potpisalo ugovor o kupoprodaji udjela i strateškom partnerstvu koji ima za predmet stjecanje 77,78 % udjela u društvu EXPERTUS D. O. O.,

ZAGREB, odnosno 58,56 % svih dionica društva HUP-ZAGREB d. d., sa sjedištem u Zagrebu. Tom transakcijom Grupa nastavlja sa strategijom ulaganja u najviše segmente hotelske ponude i širenjem svojega turističkog portfelja. HUP-ZAGREB d.d. ima hotelske kapacitete u Zagrebu i Dubrovniku, dvjema rastućim turističkim odredištima. Raspolaže s oko dvije tisuće smještajnih jedinica, a 79 posto kapaciteta na razini je četiriju i pet zvjezdica. Na taj je način Adris postigao diverzifikaciju svojeg turističkog portfelja. Ulazak u segment gradskih hotela omogućuje cjelogodišnje poslovanje i smanjuje sezonalnost turističkog posla. HUP-ZAGREB d. d. ima dugogodišnji franšizni model suradnje s najvećim hotelskim svjetskim lancem Marriotom. Ta akvizicija omogućava stvaranje najveće nacionalne turističke tvrtke i otvara prostor za korištenje operativnih i financijskih sinergijskih učinaka što će stvoriti dodatnu vrijednost u post akvizicijskom razdoblju.

3.3. Strateške poslovne jedinice

Adris grupa je organizirana u tri osnovne strateške poslovne jedinice. Turističkom jedinicom upravlja **Maistra d.d.**, a snažno rastući segment prehrambene industrije predvodi **Cromaris**. Početkom 2014. godine, Adris grupa je postala vlasnikom najstarije hrvatske osiguravateljske kuće – **Croatia osiguranja**, čime Adris postaje i regionalni lider na tržištu osiguranja. (Adris, 2018.)

U turističkom dijelu poslovanja, koji predvodi MAISTRA d. d., osnovana 2005. godine sa sjedištem u Rovinju, u kontekstu hrvatskog turizma Adris grupa zauzima značajno mjesto upravljajući s tri posto kapaciteta i četiri posto noćenja ostvarenih u Republici Hrvatskoj.

Objedinjavanjem nekoliko manjih domaćih tvrtki za uzgoj i preradu ribe u novu tvrtku CROMARIS d. d., sa sjedištem u Zadru, Adris je grupa 2009. godine ozbiljno zakoračila u područje marikulture i uzgoja plemenite bijele ribe. U razvoj kompanije Adris grupa uložila je gotovo 900 milijuna kuna, rezultat čega je snažan rast svih poslovnih pokazatelja, otvaranje novih tržišta, širenje proizvodnog portfelja i daljnja tehnološka i proizvodna unapređenja.

Snažan iskorak Adris grupe u industriju osiguranja potvrda je namjere nastavka ulaganja u Hrvatskoj, ali i težnje da daljnjim ulaganjima i odgovornim upravljanjem CROATIA

OSIGURANJE izraste u regionalnog lidera osiguranja koji je konkurentan i na globalnom tržištu.

3.2.1. Maistra (segment turizam)

Kao dio koncerna Adris grupe ističe se vodeća hotelijerska kompanija u Hrvatskoj Maistra d.d. koja je kontrolirana od strane društva Adria Resorts d.o.o., Rovinj. Ova razvijena kompanija nudi turistički sadržaj koji se sastoji se od deset hotela, osam naselja i šest kampova.

Akvizicijom dvije najveće turističke kompanije u Vrsaru i Rovinju (Jadran-turist Rovinj d.d. i Anita d.d. Vrsar) 2001. godine od strane Tvornice duhana Rovinj, danas Adris grupe, započinje novi razvojni ciklus ovih bisera Jadrana. Od 01.01.2010. g. Grupu Maistra čine Društva Maistra d.d., Slobodna Katarina d.o.o. i Grand hotel Imperial d.d Dubrovnik. Kupnjom hotela Imperial u 2014. godini, Maistra nastavlja širenje poslovanja u segmentu s pet zvjezdica.

Dugogodišnjim iskustvom u turističkom poslovanju i primjenom novih tehnologija, poštovanjem svih normi održivog razvoja i posebnim senzibilitetom prema očuvanju okoliša, Maistra je stvorila temelje za svoj budući razvoj. Maistra je u 2017. godini zabilježila rast svih ključnih pokazatelja poslovanja. Rezultat je to dugogodišnjeg investicijskog ciklusa vrijednog četiri milijarde kuna, kojim su Maistrini hoteli svrstani u sam vrh hrvatske premium ponude.

Kupoprodaja udjela i strateško partnerstvo Adris grupe i HUP-a Zagreb obilježilo je početak 2018. godine. Time su stvorene pretpostavke da Maistra postane najveća nacionalna turistička tvrtka pozicionirana u rastućim i međunarodno prepoznatljivim odredištima kao što su Rovinj, Dubrovnik i Zagreb. Uz ulaganja u podizanje kvalitete vlastitih sadržaja, kontinuirano se radi i na povećanju prepoznatljivosti i oblikovanju ponude Rovinja kao poželjne turističke, ali i prepoznatljive event destinacije u regiji i svijetu. (Maistra, 2018.)

3.2.2. Cromaris (segment zdrava hrana)

Pod okriljem Adris grupe krajem 2009. godine, spajanjem Cenmara, Marimirne i Marikulture Istra nastao je Cromaris. Snažan rast svih poslovnih pokazatelja, otvaranje novih tržišta, širenje proizvodnog portfelja i daljnja tehnološka i proizvodna unapređenja rezultat su visokih ulaganja.

Cromaris danas ostvaruje prosječni godišnji rast od četrdeset posto, a više od 70 posto svojih prihoda realizira na tržištima Europske unije. Vodeći je hrvatski i deseti proizvođač brancina i orade u svijetu. U posljednjih šest godina proizvodnja se povećala gotovo osam puta, a prodaja gotovo šest puta. (Adris grupa - Cromaris, 2018.)

Misija Cromarisa je razvijanje i širenje kulture zdrave i uravnotežene prehrane i konzumacije ribe, ribljih proizvoda i školjaka kao izrazito zdravih namirnica vodeći brigu o utjecaju na okoliš, a vizija je biti među vodećim tvrtkama na europskom tržištu bijele ribe – prepoznati kao lider po kvaliteti. Sjedište tvrtke nalazi se u Zadru kao i pogon za sortiranje i preradu ribe. Veliku većinu svojih proizvoda plasiraju u inozemstvo.

Budući da Italija danas najvažnije tržište za brancina i oradu, tvrtka je u ožujku 2013. godine odlučila otvoriti talijansko društvo *Cromaris Italia srl*. Talijansko društvo osigurava bolju prisutnost na tržištu i bolju komunikaciju s kupcima njihovih proizvoda.
U tijeku su velike investicije usmjerene na razvoj održive marikulture uz sustavnu brigu o okolišu, koje će tvrtku uvrstiti među tehnološki najnaprednije u sektoru uzgoja i prerade brancina i orade. Do 2018. godine – uloženo je više od sto milijuna eura u tehnologiju za uzgoj, proizvodnju i preradu. Ulaganja će se nastaviti s intencijom postizanja najviše razine industrijske učinkovitosti, a trenutna prodaja od oko 7.300 t planira se povećati na 10.000 t ribe i školjki iz Jadranskog mora. (Cromaris, 2018.)

3.2.3. Croatia osiguranje (segment osiguranje)

U 2014. godini rovinjska Adris Grupa kupuje većinski udio u Croatia osiguranju, okrećući novu stranicu u Croatijinoj dugoj povijesti. Croatia je tijekom svojih 130 godina djelovanja opravdala svrhu utemeljenja jer je neprekidno bila u službi razvoja nacionalnog gospodarstva uz istovremeno podmirivanje svih svojih obaveza.

Adrisov snažan iskorak u industriju osiguranja potvrdio je namjere nastavka ulaganja u Hrvatskoj, ali i težnje da daljnjim ulaganjima i odgovornim upravljanjem, Croatia osiguranje izraste u regionalnog lidera osiguranja koji je konkurentan i na globalnom tržištu. Uz hrvatsko tržište Croatia osiguranje prisutno je i na tržištima Slovenije, Srbije, BiH i Makedonije. Nakon revitalizacije poslovanja tvrtke očekuje se snažniji iskorak u regiju. (Croatia osiguranje, 2018.)

Vizija Croatia osiguranje je: „Croatia je Osiguranje. Lider i pouzdan partner, koji znanjem i iskustvom pruža sigurnost.“ Croatia, širinom svog portfelja, prepoznatljivošću svog brenda, iskustvom svojih ljudi, dugovječnošću na domaćem i regionalnom tržištu, uistinu jest sinonim za Osiguranje. Kao lider na tržištu, Croatia osiguranje je partner svim internim i eksternim dionicima: klijentima, zaposlenicima, vlasnicima, dobavljačima i zajednici u kojoj poslujemo. U njihovu viziju su uklopljene i kompanijske vrijednosti – pouzdanost, stručnost, iskustvo i znanje.

Misija im je postojati kako bi zajednici omogućili dugoročnu financijsku sigurnost, pružili vrhunske i inovativne usluge prilagođene potrebama klijenata, omogućujući zaposlenicima poticajno radno okruženje i ostvarujući očekivanja njihovih dioničara. (Croatia osiguranje – o nama, 2018.)

4. UTJECAJ PREUZIMANJA NA PERFORMANSE ADRIS GRUPE D.D.

4.1. Metodologija istraživanja

Istraživanje provedeno u nastavku temelji se na podacima iz Godišnjih konsolidiranih financijskih izvještaja od 2000. do 2017. dostupnim na web stranici Adris Grupe d.d. te podacima o cijenama dionica dostupnim na stranici Zagrebačke Burze. Konačni podaci za 2018. godinu za vrijeme pisanja ovog rada još uvijek nisu dostupni, osim prosječne cijene dionice na zadnji dan trgovanja u 2018. godini.

Za dokazivanje hipoteze o utjecaju preuzimanja na poslovanje preuzimatelja koristit će se dvije od tri metode opisane u poglavlju 2.5. - Metode za mjerenje uspješnosti preuzimanja. Prvu skupinu predstavlja *Metoda povrata dioničara na temelju kretanja cijena dionica*, a drugu *Multiplikator EBITDA/knjigovodstvena vrijednost poduzeća*. Za dokazivanje hipoteze o utjecaju veličine preuzimanog poduzeća na poslovanje preuzimatelja koristit će se *podaci o relativnim promjenama poslovnih prihoda u promatranim periodim*a, *podaci o poslovnim prihodima po zaposleniku, ROA, ROE i neto profitna marža* jer se metodama iz poglavlja 2.5 ne može napraviti realna usporedba. Za izračun svih dobivenih financijskih i tržišnih veličina korišten je programski paket MS Excel.

Kratka objašnjenja navedenih pokazatelja slijedi u nastavku.

ROA – Povrat na imovinu = neto dobit / ukupna imovina

ROA je indikator uspješnosti korištenja imovine u stvaranju dobiti. Odnosi se na dobit koju poduzeće generira iz jedne novčane jedinice imovine i govori o tome koliko je menadžment firme efikasan u upravljanju aktivom da bi ostvario što veću dobit. Što je ovaj koeficijent veći, to je za poduzeće bolje, jer investitorima sugerira da poduzeće zarađuje više uz manje investicije. Opće je prihvaćeno da ovaj pokazatelj ne bi trebao biti manji od 5%, a varira zavisno o djelatnosti poduzeća. (Financijska analiza, 2013.)

ROE – Povrat na kapital = neto dobit / ukupni kapital

ROE je jedan od najznačajnijih pokazatelja profitabilnosti i pokazuje koliko novčanih jedinica dobiti poduzeće ostvaruje na jednu jedinicu kapitala. Što je ovaj pokazatelj veći to je bolje za poduzeće. Financijski analitičari uspješnim smatraju ROE između 15 i 20%. (Financijska analiza, 2013.)

Neto profitna marža = neto dobit / ukupni prihodi

Profitna marža je jedna od najraširenijih mjera profitabilnosti u praksi. Ona na jednostavan način prikazuje postotak ostvarenog dobitka iz određenog poslovnog poduhvata. Neto profitna marža pokazuje koliki je neto profit ostvaren od ukupno realiziranog posla na tržištu, a kojim možemo slobodno raspolagati. Taj dio prihoda poduzeće može isplatiti vlasnicima ili pak može dio iznosa ostaviti u bilanci kao zadržani dobitak.(Profitiraj.hr, 2010.)

Kako bi se razumjela današnja struktura Grupe, u drugom dijelu ovog poglavlja je napravljen kratak pregled najznačajnijih aktivnosti i događaja za Grupu i istaknuta su sva preuzimanja koja je Grupa imala tijekom godina.

4.2. Pregled poslovanja Adris grupe od 2001. do 2017.

Adris grupa d.d. je poduzeće koje je nastalo iz poduzeća Tvornica duhana Rovinj d.d. (TDR). Počeci ove, danas diversificirane i uspješne grupe započeli su 2001. godine. Tada je TDR, kojemu je do tog trenutka osnovna djelatnost bila proizvodnja duhana i duhanskih proizvoda, u ožujku stekao većinski udio u poduzeću Jadran-turist d.d. Rovinj te osnovao Adria Resorts d.o.o. kako bi preko njega u lipnju preuzeo Anitu d.d. Vrsar i ujedinio te dvije tvrtke u svrhu unapređenja i brendiranja istih. To su bila prva značajna preuzimanje za Adris (tada TDR) i ulazak u turistički dio poslovanja. U narednim godinama i sve do danas Grupa je izvršila desetke spajanja, pripajanja i preuzimanja te na taj način postala jedno od najuspješnijih hrvatskih poduzeća.

2004. godine kompanija TDR d.d. mijenja ime u Adris Grupa d.d. i osniva se posebna tvrtka TDR d.o.o. koja će poslovati u sklopu Grupe i obavljati djelatnost proizvodnje duhana i duhanskih proizvoda. Adris grupa tada ima dva poduzeća u svom sastavu, tek osnovani TDR d.o.o. i Adria Resorts d.o.o. osnovan 2001. godine. Osnovna djelatnost Grupe postaje upravljanje i ulaganje.

Krajem 2004. Jadran-turist d.o.o. i Anita d.o.o. potpisali su Ugovor o spajanju u novo društvo pod nazivom Maistra d.d. u većinskom vlasništu Adria Resortsa. Spajanje je provedeno zamjenom dionica. 2006. je osnovana tvrtka Abilia d.o.o., poduzeće za upravljanje i razvoj poslovanja s nekretninama radi učinkovitijeg upravljanja postojećom imovinom. 2007. je rezultirala preuzimanjem Duhana d.d. Zagreb i povećanjem udjela u vlasništvu Duhana d.d. Rijeka te njihovim spajanjem u novo poduzeće pod nazivom iNovine d.d radi stvaranja jednog od vodećih specijaliziranih maloprodajnih lanaca u Hrvatskoj.

U 2008. Adria Resorts d.o.o. ulazi u novi segment poslovanja - uzgoj i prerada ribe. Tijekom godine preuzela je većinsko vlasništvo u dva društva: Marimirna d.d., Cenmar d.d. i stopostotno vlasništvo nad društvima Marikultura Istra d.o.o. i Bisage-nit d.o.o.. U 2009. ova društva spojena su u novo pod nazivom Cromaris d.d.. Rovinjturist je pripojen Maistri i prestaje poslovati pod tim imenom.

Cromaris je u dvije godine povećao prodaju više od 50%, ali na kraju 2010. ipak ostvaruje gubitak zbog visokih troškova spajanja, operativnog i financijskog restrukturiranja. Nakon nekoliko godina lošijih ukupnih rezultata, u 2011. vidljive su promjene. Porasli su ukupni prihodi i neto dobit.

2012. obilježava uspjeh turističkog i prehrambenog dijela grupe, dok je duhanski dio najviše zbog visokih trošarina i smanjenja kupovne moći ostvario lošije rezultate nego u prethodnom poslovnom razdoblju. Grupa kao cjelina ostvaruje bolje rezultate nego godinu prije, a polovicu svojih prihoda od prodaje roba i usluga zarađuje na inozemnom tržištu.

U 2013. počinju pripreme za strateško restrukturiranje koje će obilježiti akvizicija Croatia osiguranja, lidera na hrvatskom tržištu osiguranja. Osim toga, ove godine je Adria Resorts, koja je do tada posjedovala 84,05% dionica Maistre, objavila Dobrovoljnu ponudu za preuzimanje ostatka dionica te sad posjeduje 100% dionica Maistre d.d. Rezultati Grupe bili su nešto lošiji nego u prethodnom razdoblju, najviše zbog poslovanja TDR-a. Turistički dio Grupe je unatoč padu broja noćenja, zbog rasta cijena doživio rast prihoda od prodaje i operativne dobiti.

2014. obilježilo je preuzimanje upravljanja tvrtkom Croatia osiguranje d.d. i stjecanje sveukupno 66% dionica te tvrtke. Adris kao grupa ostvaruje prosječne godišnje stope rasta od 7%. Cigaretni dio i dalje bilježi padove, iako na ključnim tržištima uspješno posluje. Maistra je u istoj godini preuzela od Atlantske plovidbe 81,6% vlasništva nad hotelom Hilton Imperial Dubrovnik i time napravila iskorak na još jednu prestižnu turističku destinaciju.

2015. godine Adris je prodajom TDR-a i drugih tvrtki iz duhanskog dijela završio stratešku transformaciju tvrtke te ima tri dugoročno održiva posla: turizam, proizvodnju zdrave hrane i osiguranje. Maistra je u ovoj godini ostvarila najveći rast noćenja u luksuznom hotelskom segmentu. U Cromarisu raste količina godišnje prodaje, rastu cijene i prihodi. I dalje su ulaganja visoka te je cilj postići ekonomiju obujma i postati brend. Croatia osiguranje ostvarila je dobit, dok je u protekloj ostvarivala gubitke. Trenutno se nalazi u drugoj fazi restrukturiranja i cilj joj je povećati tržišni udio i napraviti temeljite operativne promjene.

U 2016. je Croatia osiguranje financijski (otpisi i umanjenja imovine) i organizacijski (povećanje broja zaposlenika u prodaji) restrukturirano te u 2016.g. ostvaruje neto dobit veću za 54 posto. Rast dobiti novih poslova u potpunosti je nadomjestilo poslovanje duhanske divizije. Umjesto posla kojem nisu više mogli dodavati vrijednost, stvorili su rastuće i dugoročno održive poslove. U Maistri je uočen rast svih ključnih pokazatelja (poslovni prihodi, operativna dobit i neto dobit) zbog prednosti prodaje putem direktnih kanala, rasta cijena i rasta broja noćenja. U Croatia osiguranju su postavljeni temelji za daljnji rast i stabiliziran je tržišni udio te potvrđena liderska pozicija najsnažnijeg brenda osiguranja u Hrvatskoj. To je rezultat tržišne orijentacije i strateških inicijativa. Ostvaren je rast premije i efikasnosti na razini cijele tvrtke.

Croatia osiguranje je i u 2017. godini zadržalo vodeću poziciju na hrvatskome tržištu osiguranja. Provedeno je niz aktivnosti usmjerenih na rast učinkovitosti poslovanja. Početkom srpnja pripojeno je Croatia zdravstveno osiguranje d.d., a krajem rujna iCardif osiguranje. Ovime je nastavljen proces organizacijske i tržišne konsolidacije. Potencijalni izvori rasta u budućnosti kombinacija su organskog rasta i akvizicija.

Pripremom akvizicije HUP-a krajem 2017. godine i formalnim završetkom u prvom dijelu 2018. godine, Adris grupa nastavila je strategiju ulaganja u najviši segmente hotelske ponude. Stvoreni su preduvjeti za cjelogodišnje poslovanje i povećanje operativnih, financijskih i drugih sinergijskih učinaka, čime Adris jača svoju temeljnu djelatnost. U tijeku je proces poslovne integracije tvrtke HUP u turistički dio Grupe. Cilj projekta je uspostaviti jedinstveni model upravljanja turističkim dijelom kako bi se nastavio dugoročno održivi rast.

Maistra, Cromaris i Croatia osiguranje u 2018. godini uspješno posluju i ostvaruju odlične rezultate. Grupa u cjelini i svako pojedino poduzeće ostvaruje bolje rezultate u prvih 9 mjeseci u usporedbi s prethodnom godinom.

Kao rezime ovog poglavlja mogu se izdvojiti sva preuzimanja Adrisa koje prikazuje Tablica 2. Iz nje se može zaključiti da su većinu godina iz promatranog perioda obilježile transakcije kupnje i preuzimanja drugih poduzeća, te se kao zaključak nameće da su upravo preuzimanja razlog Adrisove veličine i dugovječnosti uspješnog poslovanja.

Tablica 2:Preuzimanja poduzeća od strane Adris grupe d.d.

Preuzeto poduzeće	Udio Adrisa stečen u preuzimanju	Godina	Posredno/ Neposredno preuzimanje ili kupnja	Bilješke
Jadran-turist d.d. Rovinj	77,94%	2001.	**Neposredno**	U 2005. godini spojeni u Maistru (danas je Maistra 89,11% u vlasništvu Adrisa)
Anita d.d. Vrsar	80,65% + 4,68% =85,33%	2001. + 2002.	**Posredno -** preko Adria Resorts-a + dokapitalizacija	
Rovinj-turist d.d. Rovinj	85,58%	2005.	**Posredno –** preko Adria Resorts-a	2009. pripojen Maistri
Duhan d.d. Rijeka	89,93% + 9,83%	2007. + 2008.	**Neposredno**	Spojeni u iNovine krajem 2007. godine (2015. u vlasništvu Adrisa 88,80%)
Duhan d.d. Zagreb	88,59 %	2007.	**Neposredno**	
Marikultura Istra d.o.o.	100%	2008.	**Posredno** – preko Adria Resorts-a	u rujnu 2009. spajanjem ova 4 poduzeća nastao je Cromaris (u 2017. 99,25% u vlasništvu Adrisa)
Bisage-nit d.o.o..	100%	2008.	**Posredno** – preko Adria Resorts-a	
Marimirna	62,78%	2008.	**Posredno** – preko Adria Resorts-a	
Cenmar	89,56%	2008.	**Posredno** – preko Adria Resorts-a	
Veletabak (Srbija)	25%	2008.	**Posredno** – preko TDR-a	
otok Sveta Katarina	100%	2008.	**Posredno** – preko društva Slobodna Katarina	2011. pripojen Slobodnoj Katarini koja je u 2017. 89,11% u vlasništvu Adrisa
Opresa	51%	2009.	**Neposredno**	
Opresa	46,1%	2011.	**Neposredno**	Preuzimanje tender ponudom (nakon preuzimanja ukupno ima 97,10% - do 2015.)
Croatia Osiguranje	39,74% + 26,33% = 66,07%	2013. - 2014.	**Neposredno**	Dobrovoljna ponuda za preuzimanje + dokapitalizacija (udio Adrisa u 2017. = 66,12%)
Grand Hotel Imperial	81,57%	2014.	**Posredno** – preko Maistre	(danas 72,99% u vlasništvu Adrisa)
TDR, Istragrafika, Hrvatski duhani, iNovine, Opresa, udio u Tisku	SVI UDJELI ADRIS GRUPE	2015.	Preuzeo BAT – British American Tobacco	Završena strateška transformacija portfelja

Tvornica Duhana Zagreb		2016.		Pripajanje Društvu Adris Grupa d.d.
PNP Paribas Cardif	66,12% (CO preuzeo 100%)	2017.	**Posredno** – preko Croatia osiguranja	Ugovor o prijenosu dionica (promjena naziva u Croatia osiguranje kredita d.d.i u 2018. pripajanje Croatia osiguranju)
Expertus d.o.o. Zagreb (HUP Zagreb)	77,78% (58,6%)	2018.	**Neposredno –** Expertus, **posredno** HUP Zagreb	Ugovor o kupoprodaji i strateškom partnerstvu
HUP Zagreb	38,36%	2018.	**Neposredno**	Ponuda za preuzimanje

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Postoje određene metode s različitih aspekata poslovanja preuzimatelja koje se koriste za dokazivanje uspješnosti provedenih preuzimanja. Iako se uvidom u financijska izvješća Grupe kao i svakog poduzeća koji je dio Grupe, može zaključiti da je poslovanje uspješno i da Adris kao grupa postiže izvrsne rezultate, potrebno je izračunati pokazatelje koji će to dokazati ili opovrgnuti.

4.3. Usporedba poslovanja Adris grupe kroz godine putem pokazatelja

U ovom dijelu radu koristit će se dvije metode za mjerenje uspješnosti preuzimanja: *prinos dioničara na temelju kretanja cijena dionica i metoda temeljena na računovodstvenim i financijskim podacima.* Prva metoda je izabrana jer kretanje cijena na tržištu pokazuju kako dioničari doživljavaju situaciju u poduzeću, a druga da bi se uvidjelo da li i financijski podaci potvrđuju tržišna kretanja te da bi se usporedile razlike između tržišnih i financijskih pokazatelja. Izračun *ekonomski dodane vrijednosti* neće biti korišten zbog kompleksnosti i nedostatka podataka.

Osim navedenog usporedit će se i poslovni prihod da bi se uvidjela razlika između uspjeha u preuzimanju poduzeća različite veličine, gledano relativno. Osim toga objektivniji rezultati dobit će se usporedbom poslovnih prihoda po zaposlenom radniku u godini prije i nakon preuzimanja. Kretanje poslovnih prihoda će se promatrati i kao nadopuna istraživanju prve hipoteze.

Kao bitni pokazatelji poslovanja svakog poduzeća mogu se istaknuti pokazatelji poput ROA, ROE i Neto profitna marža kojima će se dodatno potkrijepiti istraživanje druge hipoteze.

4.3.1. Izračun prinosa dioničara na temelju kretanja cijena dionica

Kako bi se izračunao prinos dioničara na temelju kretanja cijena dionica, koristit će se formula (1) opisana u poglavlju *2.5 Metode za mjerenje uspješnosti preuzimanja*.

U razmatranje će se uzeti prosječne cijene redovnih dionica na zadnji dan trgovanja u pojedinoj godini i godišnja dividenda, uključujući i izvanrednu dividendu. Istraživanje će započeti tek sa 2008. godinom kako bi se isključio utjecaj tada aktualne financijske krize koja je dovela do toga da je cijeli CROBEX potonuo, a time i Adris grupa.

Iako su redovne, kao i povlaštene dionice, uvrštene na burzu u srpnju 2003. godine njima se nije trgovalo jer su dioničari koji su posjedovali redovne dionice imali ugovor o skrbi nad tim dionicama koji je prestao važiti zadnjeg dana 2006. godine. S početkom 2007. dionice su preregistrirane sa skrbničkog na osobne račune vlasnika u Središnjoj depozitarnoj agenciji. Sukladno tome, vlasnici redovnih dionica Adrisa od 2007. mogu njima slobodno trgovati na burzi. Na redovne dionice Adrisa dotad su pravo prvokupa imali članovi društva. U tom smislu Adris se moglo smatrati privatnom kompanijom, a listanjem redovnih dionica na burzi ona postaja »javna«. (Parentum, 2007.)

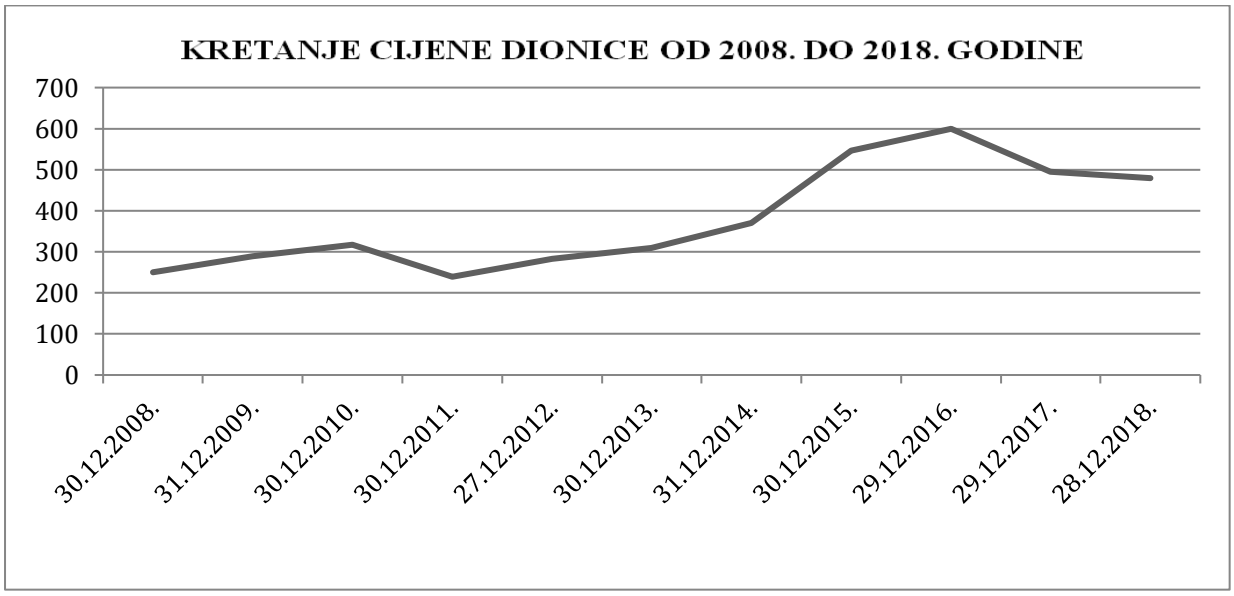
Godišnji prinos dioničara od 2008. do danas bio je u prosjeku 12,26%. Cijena dionice varirala je između najniže vrijednosti u prvoj godini promatranja od 250 kn do najviše vrijednosti od 599,62 kn u 2016. godini, dok je dividenda u prosjeku rasla. Uzevši u obzir kretanja cijena dionice na godišnjoj razini i oscilacije između pojedinih godina može se primijetiti da su prinosi dioničara izuzetno varijabilni iz godine u godinu.

Tablica 3. prikazuje cijene dionica i dividende po dionici u razdoblju od 2008. do 2018. godine, te prinos dioničara u pojedinom razdoblju.
Kako bi se bolje uvidjele oscilacije u cijenama i prinosima, na temelju podataka iz Tablice 3. izrađeni su grafikoni koji prikazuje kretanje prosječne cijene dionice od 2008. do 2018. (1) i prinose dioničara (2) od 2009. do 2018. godine.

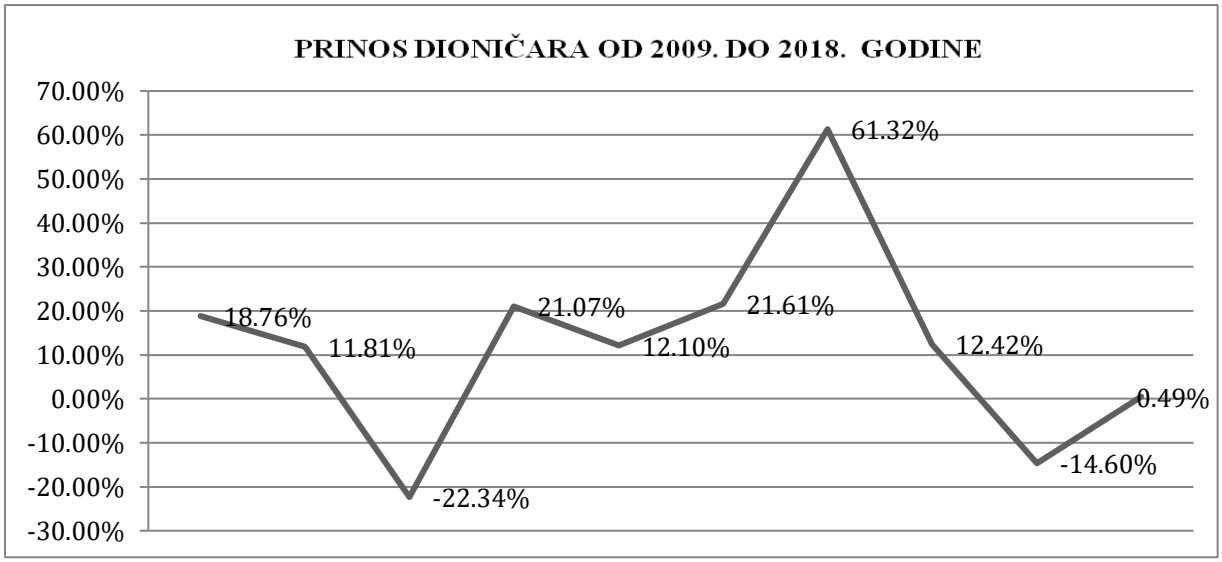
Tablica 3: Prosječne cijene dionica na zadnji dan trgovanja u godini, godišnje dividende i prinos dioničara u razdoblju od 2008. do 2018.

Datum	Prosječna cijena dionice u kn na zadnji dan trgovanja	Dividenda u kn	Prinos dioničara %
30.12.2008.	250	7	-
31.12.2009.	289,9	7	18,76%
30.12.2010.	317,14	7	11,81%
30.12.2011.	239,29	7	-22,34%
27.12.2012.	282,7	7	21,07%
30.12.2013.	309,91	7	12,10%
31.12.2014.	369,89	7	21,61%
30.12.2015.	546,72	50*	61,32%
29.12.2016.	599,62	15	12,42%
29.12.2017.	495,07	17	-14,60%
28.12.2018.	480	17,5	0,49%
Prosječan prinos			**12,26%**

*u dividendu iz 2015. godine, osim redovne dividende od 10 kn, uključena je i izvanredna dividenda od 40kn
Izvor: Izrada autora prema podacima o cijeni dionice dostupnim na web stranici Zagrebačke burze: https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=313



Grafikon 1: Kretanje cijene dionice od 2008. do 2018. godine
Izvor: Izrada autora prema podacima o cijeni dionice dostupnim na web stranici Zagrebačke burze: https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=313



Grafikon 2: Prinos dioničara od 2009. do 2018. godine
Izvor: Izrada autora prema podacima o cijeni dionice dostupnim na web stranici Zagrebačke burze: https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=313

Promatrajući ovaj period trgovanja redovnim dionicama uočava se da je prosječni godišnji pad prinosa bio oko 2,03 postotna boda, a to navodi na zaključak da dioničari ipak ne ocjenjuju pozitivno ulazak u nove djelatnosti i preuzimanja poduzeća u promatranom razdoblju, te da se njihovo bogatstvo tijekom promatranog perioda smanjilo. Dobiveni su rezultati u skladu s prethodnim istraživanjima Henrya i Jespersena (2002) da su preuzimanja u većini slučajeva smanjila bogatstvo vlasnika dionica akvizitera. Razlozi zbog kojih bogatstvo dioničara nije povećano može se pronaći među razlozima koje navode Narayanan i Nanda (2007), a kao glavni razlozi mogu se istaknuti precjenjivanje rasta preuzimanjem i podcjenjivanje poteškoća i troškova stvaranja vrijednosti.

Ako se promatra pak cijena dionice i prinos u vrijeme preuzimanje Croatia osiguranja koje se dogodilo u 2014. godini, vidi se da obje vrijednosti tada rastu. Da se ne bi donijeli pogrešni zaključci, zbog poslovanja drugih dijelova grupe, usporedit će se samo godišnji prinos u 2013. s godišnjim prinosom u 2014. i na temelju zaključaka iz financijskih izvještaja pretpostaviti da su kretanja takva najvećim dijelom zbog promatranog preuzimanja jer je to bio najznačajniji događaj u 2014. za Adris grupu.

Godišnji prinos u 2014. – godišnji prinos u 2013. (3)

= 21,61% - 12,10% = 9,51 postotni bod,

uočava se pozitivna promjena od 9,51 postotni bodova što prikazuje da je ovo preuzimanje pozitivno utjecalo na tržišna kretanja, te potvrđuje istraživanje Andradea, Mitchella i Stafforda (2001) da spajanja i preuzimanja u prosjeku uspijevaju stvoriti vrijednost za dioničare odnosno istraživanje Dutta i Joga (2007) da spajanja i preuzimanja ne uništavaju vrijednost za dioničare.

Zaključak o ostalim pojedinačnim preuzimanjima neće se donositi iz razloga što njihov značaj nije moguće promatrati na ovaj način jer nisu dominantna poput preuzimanja Croatia osiguranja, stoga će se putem financijskih podataka pokušati izvesti općenit zaključak o uspješnosti svih preuzimanja Adrisa.

4.3.2. Uspješnost preuzimanja na temelju financijskih i računovodstvenih podataka

4.3.2.1. Multiplikator EBITDA/Knjigovodstvena vrijednost poduzeća

Ova metoda uzima u obzir kretanja operativne dobiti poduzeća prije amortizacije kamata i poreza (EBITDA) prema njegovoj knjigovodstvenoj vrijednosti (KV) koja se dobiva kad se od ukupne imovine oduzmu ukupne obveze, tj knjigovodstvenu vrijednost čini zbroj temeljnog kapitala, kapitalne dobiti, zakonskih i ostalih pričuva, zadržane dobiti i manjinskih udjela umanjeno za vrijednost vlastitih dionica.

Korištena formula u ovom istraživanju je:

EBITDA/ Knjigovodstvena vrijednost poduzeća (4)

Navedeni multiplikator pokazuje koliko efikasno poduzeće koristi svoj kapital da bi generiralo novčana sredstva. Tablica 4. prikazuje vrijednost multiplikatora EBITDA/knjigovodstvena vrijednost poduzeća od 1999. do 2017.
Iz Tablice 4. može se zaključiti kako je ukupni kapital koji prikazuje knjigovodstvenu vrijednost poduzeća od početka promatranja porastao više od 10 puta, a u prosjeku je rastao 14,39% godišnje.

Kod EBITDA kroz godine primjećuju se oscilacije u kretanjima. Veliki rast može se uočiti u 2001. godini kada je Adris zakoračio u turistički dio poslovanja. I u narednih nekoliko godina od tada EBITDA je rastao, no u 2004. doživljava pad. Od tada EBITDA u nekim od godina raste, a u nekim pada. Najveći pad EBITDA bio je u godini preuzimanja Croatia osiguranja zbog velikih troškova ulaganja, dok je u 2015. bio najveći rast zbog prihoda od prodaje TDR-a.

Tablica 4: EBITDA/knjigovodstvena vrijednost poduzeća 1999.-2017.

GODINA	EBITDA U mil. kn	Ukupni kapital u mil. Kn	Promjena u kapitalu	Promjena EBITDA u %	EBITDA/KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST PODUZEĆA
1999.	436	907		-	48,07%
2000.	595	1223	34,84%	36,47%	48,65%
2001.	835	1.849	51,19%	40,34%	45,16%
2002.	930	2.508	35,64%	11,38%	37,08%
2003.	1.043	3.263	30,10%	12,15%	31,96%
2004.	966	3.939	20,72%	-7,38%	24,52%
2005.	745	4.657	18,23%	-22,88%	16,00%
2006.	944	5.163	10,87%	26,71%	18,28%
2007.	1.094	5.738	11,14%	15,89%	19,07%
2008.	907	6.168	7,49%	-17,09%	14,70%
2009.	732	6.598	6,97%	-19,29%	11,09%
2010.	774	6.943	5,23%	5,74%	11,15%
2011.	763	7.286	4,94%	-1,42%	10,47%
2012.	795	7.669	5,26%	4,19%	10,37%
2013.	568	7.898	2,99%	-28,55%	7,19%
2014.	350	9.100	15,22%	-38,38%	3,85%
2015.	625	9.639	5,92%	78,57%	6,48%
2016.	975	10.051	4,27%	56,00%	9,70%
2017.	759	10.285	2,33%	-22,15%	7,38%
Prosjek			**14,39%**		**20,06%**

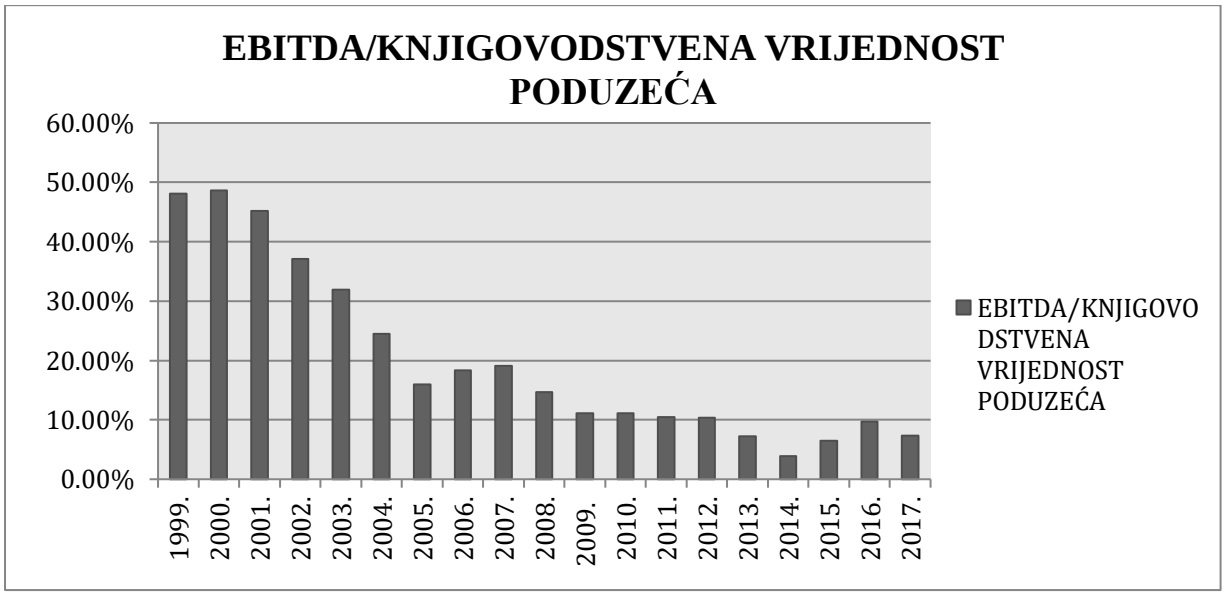
Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Kao rezime tablice ističe se konstantni pad vrijednosti multiplikatora EBITDA/KV poduzeća od 2001. godine, uz iznimku u vrijeme prodaje TDR-a. Iz toga se donosi zaključak da Adris ne koristi svoj kapital dovoljno efikasno za generiranje novčanih sredstava.

Grafikon 3. prikazuje multiplikator EBITDA/KV poduzeća. Na njemu se može uočiti da je multiplikator najmanju vrijednost imao u 2014. godini i to se može pripisati preuzimanju Croatia osiguranja koje je ostvarivalo gubitke u svom poslovanju. Knjigovodstvena vrijednost Grupe je u toj godini porasla, a dobit prije amortizacije, kamata i poreza značajno opala, čime je promatrani multiplikator poprimio najnižu vrijednost do tada. U narednim godinama Grupa

je ostvarila bolje rezultate i Croatia osiguranje više nije poslovala s gubitkom te je i vrijednost multiplikatora blago rasla.

Promatrajući cjelokupno razdoblje od 2001., kada je Adris počeo s prvim preuzimanjima može se zaključiti da se multiplikator u prosjeku konstantno smanjivao. Razlog je sve veća knjigovodstvena vrijednost ostvarena preuzimanjem novih poduzeća i sve manja operativna dobit ostvarena zbog velikih ulaganja u svim dijelovima Grupe. Iz Grafikona 3. se također vidi da je u 2000. godini ovaj multiplikator poprimio najveću vrijednost, a upravo je to godina prije nego je Adris počeo sa diversifikacijom svog poslovanja i preuzimanjem poduzeća iz nesrodnih sektora.



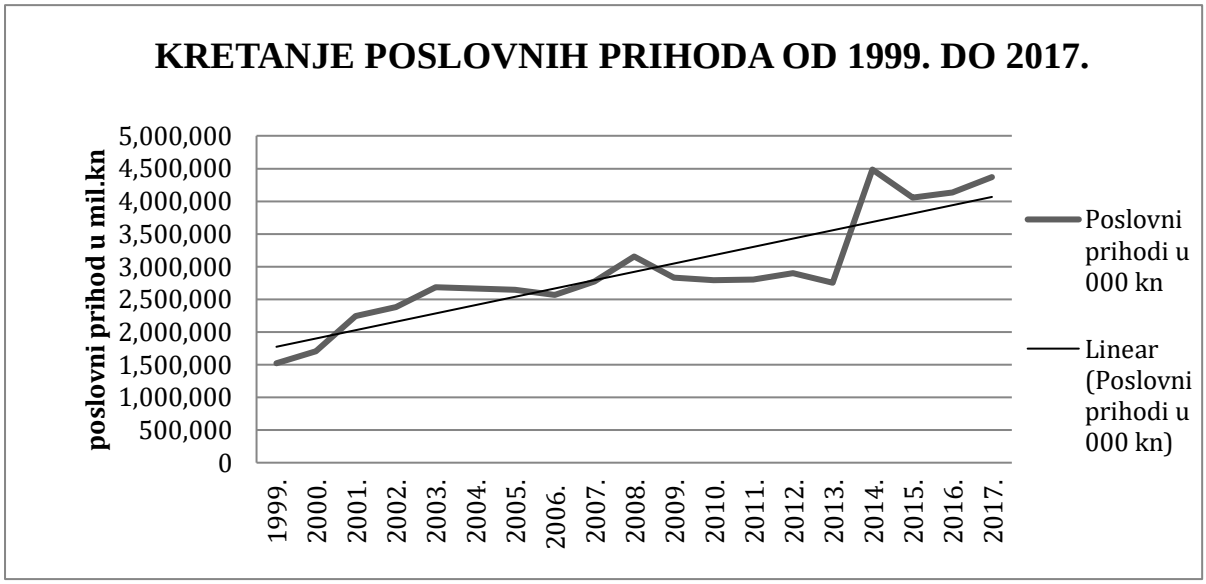
Grafikon 3: Multiplikator EBITDA/KV poduzeća
Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

4.3.2.2. Kretanje prihoda Adris grupe d.d.

Osim prethodnog multiplikatora usporedit ćemo i kretanje prihoda Adris grupe kako bi se uspješnost preuzimatelja sagledala iz drugog kuta.

Za razliku od prethodnog pokazatelja, proučavajući kretanje poslovnih prihoda koji prikazuje Grafikon 4. može se uočiti prosječni rast od početka promatranja. Time možemo djelomično dokazati da su preuzimanja pozitivno doprinijela uspješnosti poduzeća, što nam prethodni pokazatelji nisu u potpunosti potvrdili, već navode na drugačije zaključke. Ovaj dio

istraživanja može potkrijepiti istraživanje Healya, Palepua i Rubacka (1992) koji su zaključili da su poduzeća nakon spajanja i preuzimanja značajno popravila svoju operativne rezultate.



Grafikon 4: Poslovni prihodi od 1999. do 2017. u 000 kuna
Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Osim navedenog zaključka, prihode možemo koristiti i za ispitivanje druge hipoteze o razlici utjecaja preuzimanja poduzeća različite veličine na poslovanje preuzimatelja. U promatranom periodu od 4 godine od trenutka preuzimanja promatra se relativni udio prihoda pojedinog segmenta u ukupnim prihodima. Koriste se relativni podaci jer su preuzimanje provedena u različitim godinama.

Kao kriterij veličine preuzimanja uzet je broj zaposlenih. U Izvješću o obavljenoj reviziji pretvorbe i privatizacije Anite d.d. (prosinac 2002.) pronađen je podatak da je 2001. godine bio 281 zaposlenik, a u Izvješću o obavljenoj reviziji pretvorbe i privatizacije Jadran-turist d.d. (listopad 2002.) pronađeno je da je 2002. bilo zaposleno 1.045 ljudi. Ukupan broj zaposlenika ovih dvaju poduzeća u trenutku ulaska Adris grupe u turistički dio poslovanja bio je oko 1350. Croatia osiguranje je 31.12.2013. imala 2.715 zaposlenika što je za dva puta više (Godišnje izvješće CO za 2013.). Iz toga uzimamo da ulazak u segment turizma predstavlja relativno manje, a ulazak u segment osiguranja relativno veće preuzimanje.

Prvi dio promatranja usmjerava se prema turističkom dijelu Grupe od 2001. do 2004. tj. uzima se razdoblje od četiri godine nakon ulaska u turistički dio poslovanja i preuzimanje Anite d.d. i Jadran-turista d.d. U tom periodu se ostvaruju prihodi koje prikazuje Tablica 5.

Tablica 5: Udio prihoda turizma u ukupnim prihodima od 2001. do 2004. godine

GODINA	TURIZAM (u 000 kn)	UK PH (u 000 kn)	UDIO TURIZMA U UK PH
2001.	382.838	2.241.015	17,08%
2002.	475.110	2.382.830	19,94%
2003.	496.506	2.686.789	18,48%
2004.	501.068	2.666.448	18,79%

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Drugi dio promatranja usmjerava se prema segmentu osiguranja od 2014. do 2017., tj. uzima se razdoblje od 4 godine nakon ulaska u djelatnost osiguranja preuzimanjem Croatia osiguranja. Prihodi ostvareni u tom periodu prikazani su u Tablici 6.

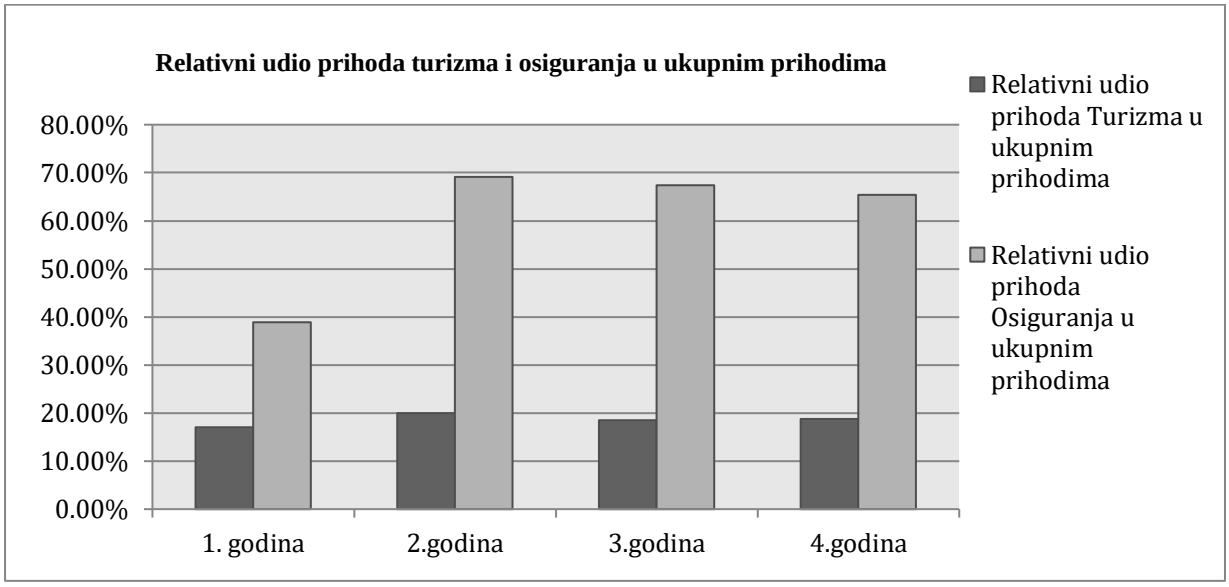
Tablica 6: Udio prihoda osiguranja u ukupnim prihodima od 2014. do 2017. godine

GODINA	OSIGURANJE (u 000 kn)	UK PH (u 000 kn)	UDIO OSIG U UK PH
2014.	1.742.516	4.483.645	38,86%
2015.	2.804.326	4.054.175	69,17%
2016.	2.784.502	4.133.093	67,37%
2017.*	2.862.750	4.372.750	65,47%

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Uspoređujući poduzeća po veličini, uzimajući kao kriterij broj zaposlenih, iz Grafikona 5. se uočava razlika u udjelu prihoda nakon preuzimanja poduzeća iz segmenta turizma koje se promatra kao relativno manje preuzimanje i preuzimanja osiguratelja koje predstavlja relativno veće preuzimanje. Preuzimanje relativno većeg poduzeća više pridonosi prihodima Grupe i čini većinski dio ostvarenih prihoda, dok relativno manje poduzeće svojim prihodima manje doprinosi ukupnim rezultatima. Ako rezultate uspoređujemo po godinama, dolazimo do sljedećih podataka. U prvoj godini je razlika u relativnom udjelu poslovnih prihoda između segmenata 21,78, u drugoj 49,23, u trećoj 48,89 a u posljednjoj godini promatranja 46,68 postotnih bodova. Iz toga se zaključuje da veće preuzimanje ipak značajnije utječe na poslovanje preuzimatelja što potvrđuje istraživanje Kitchinga (1967), da razlika u veličini

akvizitera i preuzimanog poduzeća utječe na povrat spajanja i preuzimanja i to tako da relativno velika preuzimanja imaju veći zajednički potencijal.



Grafikon 5: Relativni udio prihoda turizma i osiguranja u ukupnim prihodima

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Kako bi se dodatno proširilo istraživanje o utjecaju prihoda, također se može promatrati i prihod po zaposlenome. Kretanje ovog pokazatelja promatrat će se u periodu od dvije godine, tj. usporedit će se godina prije preuzimanja i godina nakon preuzimanja. Ako se promatra navedeno, iz Tablice 7. uočava se da su poslovni prihodi po zaposlenom nakon preuzimanja Jadran-turista i Anite ostvarili enormni pad vrijednosti. S 5,5 milijuna kuna prihoda u periodu od samo dvije godine smanjili su se na 802.400 kn po zaposlenome, a to smanjenje relativno iznosi 86,43%.

Tablica 7. Poslovni prihodi po zaposlenome od 1999. do 2017. godine

Godina	Poslovni prihodi po zaposlenome (u mil. Kn)								
1999.	4,9544	**2003.**	0,9014	**2007.**	0,8897	**2011.**	0,7018	**2015.**	0,7482
2000.	5,5097	**2004.**	0,8931	**2008.**	0,9100	**2012.**	0,7382	**2016.**	0,7792
2001.	0,7607	**2005.**	0,8995	**2009.**	0,7155	**2013.**	0,6959	**2017.**	0,8101
2002.	0,8024	**2006.**	0,8928	**2010.**	0,7519	**2014.**	0,5431		

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na:http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Velik i brz pad prihoda po zaposlenome može se pripisati visokim troškovima ulaska u novu djelatnost, ali i naglom porastu broja zaposlenika, zbog preuzimanja Jadran Turista i Anite. Višestruko veći broj zaposlenika i visoki troškovi ulaska u novu djelatnost mogu biti jedan od glavnih razloga naglog pada poslovnih prihoda po zaposleniku. Broj zaposlenika kroz godine prikazuje Tablica 8. Ako se usporede pokazatelji iz Tablice 7. prije i nakon što je preuzeto Croatia Osiguranje vidi se da su u tom periodu od dvije godine prihodi porasli i to za 52.300 kn po zaposlenome, što relativno iznosi 7,52%. Razlog tome je što je u samo godinu dana od preuzimanja broj zaposlenika Croatia osiguranja značajno smanjen zbog neracionalnosti poslovanja i prevelikog broja prodajnog osoblja koje je bilo veliki problem poslovanja Croatia Osiguranja do trenutka preuzimanja. Na temelju prethodnog zaključuje se da je i u ovom slučaju veće preuzimanje dalo bolje rezultate. Martynova, Oosting i Renneboog (2006) zaključili da su povrati kod relativno velikih spajanja i preuzimanja značajno veći nego kod relativno manjih spajanja i preuzimanja, što ide u prilog provedenim istraživanjima.

Tablica 8. Broj zaposlenih u Adrisu od 1999. do 2017.

Godina	Broj zaposlenih (31.12.)
1999.	307
2000.	310
2001.	2.946
2002.	2.970
2003.	2.981
2004.	2.985
2005.	2.945
2006.	2.872
2007.	3.118
2008.	3.466
2009.	3.954
2010.	3.708
2011.	3.997
2012.	3.926
2013.	3.949
2014.	8.257
2015.	5.418
2016.	5.304
2017.	5.398

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

4.3.2.3. Povrat na imovinu (ROA), Povrat na kapital (ROE) i Neto profitna marža (NPV)

Kada značaj preuzimanja promatramo s aspekta preuzimanja poduzeća različite veličine, u razmatranje se mogu uzeti još neki značajni financijski pokazatelji. U ovom slučaju za dokazivanje hipoteze koristit će se još i Povrat na imovinu (ROA), Povrat na kapital (ROE) i Neto profitna marža (NPV). Kao i kod prethodnog pokazatelja uspoređivat će se godina prije i godina nakon preuzimanja poduzeća iz promatranih segmenata preuzimanja.

Tablica 9: Neto profitna marža, ROA i ROE od 1999. do 2017. godine

GODINA	Neto profitna marža	ROA	ROE
1999.	11,11%	11,42%	18,63%
2000.	20,02%	17,33%	27,96%
2001.	23,43%	18,49%	28,39%
2002.	29,29%	20,58%	27,83%
2003.	30,85%	19,86%	25,41%
2004.	28,81%	15,78%	19,50%
2005.	17,97%	8,54%	10,22%
2006.	23,48%	8,92%	11,66%
2007.	24,15%	9,67%	11,68%
2008.	15,98%	6,95%	8,17%
2009.	17,74%	6,60%	7,61%
2010.	16,71%	5,65%	6,71%
2011.	17,75%	5,66%	6,84%
2012.	17,46%	5,64%	6,60%
2013.	14,05%	4,06%	4,89%
2014.	7,83%	1,98%	3,86%
2015.	34,39%	7,27%	14,46%
2016.	12,12%	2,62%	4,98%
2017.	8,55%	1,90%	3,64%

Izvor: Izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvještajima dostupnim na: http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca

Iz prethodne se tablice može zaključiti da su dva od tri promatrana pokazatelja bili bolji u vrijeme nakon preuzimanja poduzeća iz turističkog dijela nego li nakon preuzimanja Croatia osiguranja i ulaska u još jedan potpuno novi segment poslovanja. Samo neto profitna marža u 2015. godini premašuje vrijednosti svih promatranih godina, međutim to će se ipak pripisati

prodaji TDR-a i ostvarenoj zaradi od te prodaje, a ne uspješnosti kojoj je pridonijelo poslovanje Croatia osiguranja. Tako da usporedba neto profitne marže neće biti uzeta kao reprezentativan pokazatelj za ovo istraživanje. Ako se usporedi godina prije preuzimanja turističkih poduzeća i godina nakon, dolazi se do zaključka da je ROA porastao za 3,25 postotna boda, a ROE opao 0,13 postotnih bodova. Ako se usporede pokazatelji prije i nakon što je preuzeto Croatia Osiguranje, zaključuje se da je ROA porastao za 3,21 postotni bod, a ROE za 9,57 postotnih bodova.

Iako su u brojevi iz tablice išli u prilog manjem preuzimanju, nakon što se dobiju razlike u postotnim bodovima između uspoređivanih godina, zaključuje se da je ROA kod oba preuzimanja imala slično kretanje, dok je promjena ROE bila pozitivna u 2015. u odnosu na 2013. godinu, a u 2002. ROE je opao u odnosu na 2000. godinu. Ovi rezultati također potvrđuju rezultate prethodno provedenih istraživanja od strane drugih autora: Martynova, Oosting i Renneboog (2006), Kitchinga (1967) te Linn i Switzera (2001) koji dokazuju da bolje prolaze akviziteri koji spajaju i preuzimanju relativno velika poduzeća.

5. ZAKLJUČAK

Najznačajnija preuzimanja Adris grupe bila su usmjerena prema djelatnostima u kojima Adris do tada nije poslovao i zbog toga nije moguće usporediti samo uspješnost dijelova Grupe prije i nakon preuzimanja, već treba sagledati cjelokupno poslovanje. Na temelju toga doneseni zaključci o uspješnosti preuzimanja ne moraju biti točni jer do određenih promjena može doći i zbog promjena u poslovanju u nekim drugim dijelovima poduzeća.

Adris je svoju veličinu i raznovrsnost djelatnosti u Grupi postigao putem konglomeratskih tj. mješovitih akvizicija kako bi smanjio rizik poslovanja i proširio se na unosnije sektore. Motivi kojima se vodi su strateški što se odnosi na širenje i osvajanje novih tržišta. Isto tako diverzificirajući poslovanje očekuje koristi od financijskih sinergija koje se ogledaju u većoj stabilnosti novčanog toka i manjoj vjerojatnosti stečaja. Sva svoja preuzimanja može karakterizirati kao prijateljska preuzimanja, jer se menadžment poduzeća-mete nije opirao prodaji dionica. Adris grupu može se smatrati strateškim preuzimateljem jer je cilj provedenih preuzimanja bio širenje poslovanja.

Promatrajući **kretanje prinosa dioničara i multiplikator EBITDA / Knjigovodstvena vrijednost poduzeća** ne može se prihvatiti prva postavljena hipoteza: *Preuzimanje poduzeća pozitivno utječu na poslovanje preuzimatelja*, jer dobiveni rezultati upućuju na to da su pokazatelji nakon preuzimanja lošiji nego li prije preuzimanja, što je i u skladu sa rezultatima istraživanja: Bruner (2010), Tsai i Chang (2007), Henry i Jespersen (2002), Helleblian i Finkelstein (1999), Roll (1986), Narayanan i Nanda (2007).

Ako se promatra **kretanje prinosa dioničara** dolazi se do zaključka da je on u prosjeku opadao za 2,03 postotna bodova godišnje, promatrajući prosječne cijene na zadnji dan trgovanja u pojedinoj godini i godišnje dividende u periodu od 30.12.2008. do 28.12.2018., što navodi na zaključak da dioničari ne ocjenjuju pozitivno ulazak u nove djelatnosti i preuzimanja poduzeća u promatranom razdoblju.

Promatrajući kretanje **multiplikatora EBITDA / Knjigovodstvena vrijednost poduzeća** od 2001. godine, kada je Adris počeo s prvim preuzimanjima može se zaključiti da se multiplikator u prosjeku konstantno smanjivao. Razlog je sve veća knjigovodstvena vrijednost ostvarena preuzimanjem novih poduzeća i sve manja operativna dobit ostvarena zbog velikih ulaganja u svim dijelovima Grupe. Usporedbom multiplikatora u vremenu od kada je Adris

započeo sa preuzimanjima i godinom ranije može se zaključiti da ne koristi svoj kapital dovoljno efikasno za generiranje novčanih sredstava, jer je promatrani multiplikator najveću vrijednost poprimio upravo u 2000. godini koja je prethodila prvom preuzimanju.

Prva hipoteza se može prihvatiti samo u slučaju da se promatraju **poslovni prihodi** Grupe, jer od godine kada je Adris započeo s preuzimanjima do danas, oni su u prosjeku rasli. Promatrajući samo poslovne prihode, a ne dobit Grupe može se vidjeti da su zapravo preuzimanja i ulaganja u preuzeta poduzeća pozitivno djelovali na poslovne prihode gledajući konsolidirane rezultate Grupe. Isto tako, ovu hipotezu bi mogli prihvatiti promatrajući isključivo **preuzimanje Croatia osiguranja** jer je u godini preuzimanja ostvaren rast prinosa dioničara od 9,51 postotni bod, što upućuje na to da dioničari ovo preuzimanje ocjenjuju kao pozitivno. Dobiveni rezultati u skladu su s istraživanjima: Andrade, Mitchell i Stafford (2001), Healy, Palepu i Ruback (1992) te Dutta i Jog (2007).

Drugu hipotezu: *Uspjeh preuzimanja bitno ovisi o veličini preuzetog poduzeća* može se prihvatiti promatrajući **relativnu razliku u kretanju prihoda** kroz četverogodišnji period od trenutka preuzimanja**, te kretanje poslovnih prihoda po zaposlenome, povrata na imovinu (ROA) i povrata na kapital (ROE)** između godine prije preuzimanja i godine nakon samog preuzimanja. Croatia osiguranja se promatra kao relativno veće preuzimanje, a ulazak u turistički segment poslovanja promatra se kao relativno manje preuzimanje. Kriterij veličine je broj zaposlenih.

Promatrajući poslovne prihode dolazimo do sljedećeg zaključka: udio poslovnih prihoda Croatia osiguranja u ukupnim prihodima od 2014. do 2017. višestruko je premašio udio poslovnih prihoda turističkog dijela Grupe u ukupnim poslovni prihodima od 2001. do 2004. godine te je to prvi argument za prihvaćanje druge hipoteze.

Kao drugi argument za prihvaćanje druge hipoteze je **visina poslovnih prihoda po zaposlenome**. Promatrajući ovaj pokazatelj zaključuje se da su prihodi po zaposlenome nakon preuzimanja Croatia osiguranja porasli u odnosu na godinu prije preuzimanja, dok je taj isti pokazatelj višestruko manji u godini nakon preuzimanja poduzeća iz turističkog dijela grupe nego li u godini kada je Adris još uvijek poslovao samo u segmentu duhana. Iako apsolutni pokazatelji idu u prilog turističkom dijelu grupe, relativni pokazatelji upućuju na prihvaćanje druge hipoteze. Dobiveni rezultate dakle ukazuju na potvrdu rezultata koje su u svom

istraživanju dobili Linn i Switzer (2001), Kitching (1967) te Martynova, Oosting i Renneboog (2006).

Relativna razlika između **Povrata na imovinu** u promatranim periodima je slična iako je ROA bio višestruko veći u vrijeme kada je Adris bio TDR i poslovao samo u duhanskom i turističkom segmentu.

Povrat na kapital bilježi rast u vrijeme nakon preuzimanja Croatia osiguranja dok je u vrijeme nakon preuzimanja Anite i Jadran-turista doživio pad, što također može potvrditi drugu hipotezu.

Ova hipoteza bi se mogla promatrati i s aspekta bogatstva dioničara, međutim u vrijeme ulaska u turistički segment nije se aktivno trgovalo dionicama na burzi te nije moguće napraviti usporedbu. Utjecaj pojedinačnih preuzimanja relativno manjih poduzeća, poput Oprese ili poduzeća za preradu ribe ne može se izdvojiti iz cjeline i usporediti jer po nahođenju autora rezultati ne bi bili reprezentativni.

Treba naglasiti da bi rezultati provedenog istraživanja bili mnogo reprezentativniji kada bi se iz cjeline izdvojilo poslovanje TDR-a. Međutim to nije napravljeno jer je upravo ta djelatnost do 2015. bila temeljna djelatnost Adris grupe. Isto tako treba naglasiti kako se ovaj rad temeljio na studiji slučaja Adris grupe, te kako bi za objektivnije zaključke u analizu trebalo uzeti veći broj poduzeća odnosno preuzimanja i duže vremensko razdoblje. No takvih slučajeva s javno dostupnim podacima u Hrvatskoj nema mnogo te je takva analiza teško provediva.

Konačno, može se sumirati kako je Adris grupa svoja preuzimanja provodila strateški, vodeći se mješovitim akvizicijama te kako je nakon preuzimanja tvrtki iz područja turizma, zdrave hrane i osiguranja Adris napravio presudan korak 2015. godine, kada je napustio poslovanje u duhanskoj industriji, jer je taj dio poslovanja iz godine u godinu sve više pogoršavao rezultate Grupe.

LITERATURA

1. Adris d.d. (2018): [Internet], raspoloživo na: http://www.adris.hr/ [Pristupljeno: 06.12.2018.] i http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca [Pristupljeno: 22.05.2018.]
2. Bači, V. (2010): Međunarodna spajanja i preuzimanja kao komparativna prednost u farmaceutskoj industriji, Specijalistički poslijediplomski rad, Ekonomski fakultet Zagreb [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2Emp93W [Pristupljeno: 25.04.2018.]
3. Bahtijarević- Šiber, F., Sikavica, P. (2002): Leksikon menadžmenta, Masmedia, Zagreb
4. Barbić, J. (2008): Pravo društava, knjiga prva- opći dio, Organizator d.o.o., Zagreb, (monografija)
5. Bertoncel, A. (2006): Akvizicije, Zagreb: Narodne novine d.d.
6. Bruner, R. F. (2001): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker [Internet], University of Virginia [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2S3oh8m [Pristupljeno: 24.05.2018.]
7. Clark, K., Ofek, E. (1994): Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. Journal of Financial and Quantitative Analysis [Internet], raspoloživo na: http://www.jstor.org/pss/2331109 [Pristupljeno: 10.05.2018]
8. Croatia osiguranje d.d. (2018): [Internet], raspoloživo na: https://www.crosig.hr [Pristupljeno: 06.12.2018.]
9. Cromaris d.d. (2018): [Internet], raspoloživo na: www.cromaris.hr [Pristupljeno: 06.12.2018.]
10. Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, [Internet], raspoloživo na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=hr [Pristupljeno: 13.12.2018]
11. Filipović, I. (2009.): Revizija, Zagreb: Sinergija
12. Filipović, D. (2011): Integracijski procesi. U: Galetić, L. (ur.) Organizacija velikih poduzeća str. 509.-530., Sinergija, Zagreb
13. Filipović, D. (2012): Izazovi integracijskih procesa: rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza, Zagreb: Sinergija nakladništvo
14. Financijska analiza (2013): Prezentacija, [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2HOEfgL [Pristupljeno: 15.04.2019.]

15. Gaughan, P.A. (2007): Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey

16. Godišnje izvješće Croatia osiguranja za 2013. godinu: [Internet], raspoloživo na: https://www.crosig.hr/media/o_nama/investitori/godisnja_izvjesca/2013_hr_co_god_izvjesce.pdf [Pristupljeno: 29.01.2019]

17. Haleblian, J., Finkelstein, S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. Administrative Science Quarterly [Internet], raspoloživo na: http://findarticles.com/p/articles/mi_m4035/is_1_44/ai_54482492/ [Pristupljeno: 10. 05.2018.]

18. Henry, D., Jespersen, F. F. (2002): Mergers: why most big deals don't pay off, Business Week [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2Gr9p1U [Pristupljeno: 10.05.2018.]

19. Howson, P. (2006): Due Diligence, Masmedia, Poslovni dnevnik, Zagreb [Internet], raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/media/Data/Webshop/Peter%20Howson%20-%20Due%20Diligence.pdf [Pristupljeno: 14.12.2018.]

20. Huck, S., Konrad, K. (2004): Merger Profitability and Trade Policy, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 106, No. 1, pp. 107-122, March [Internet], raspoloživo na: https://ideas.repec.org/s/bla/scandj.html [Pristupljeno: 14.12.2018.]

21. Izvješće o obavljenoj reviziji pretvorbe i privatizacije Anite d.d. (2002), [Internet] raspoloživo na: http://www.revizija.hr/izvjesca/2007/revizije-pretvorbe-i-privatizacije/026-anita-vrsar.pdf [Pristupljeno: 29.01.2019]

22. Izvješće o obavljenoj reviziji pretvorbe i privatizacije Jadran-turista d.d. (2002), [Internet] raspoloživo na: http://www.revizija.hr/izvjesca/2007/revizije-pretvorbe-i-privatizacije/366-jadran-turist-rovinj.pdf [Pristupljeno: 29.01.2019]

23. Kitching, J. (1967): Why Do Mergers Miscarry. Harvard Business Review, Vol 45. [Internet], raspoloživo na: http://pickmybrain.org/wp-content/uploads/2010/01/Why-Mergers-Miscarry.pdf [Pristupljeno: 10.05.2018]

24. Kovačević, V. (2015): „Da li da te kupim“, Članak [Internet], raspoloživo na: http://gmbusiness.biz/2015/02/10/akvizicije-i-spajanja-da-li-da-te-kupim/ (6.12.2018.)

25. Kusewitt, J. B. (1985): An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. Strategic Management Journal [Internet], raspoloživo na: http://www3.interscience.wiley.com/journal/113454982/abstract [Pristupljeno: 10.05.2018.]

26. Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi, Izvorni znanstveni rad [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/file/12166[24.04.2018.]

27. Linn, S. C., Switzer, J. A. (2001): Are cash acquisitions associated with better post combination operating performance than stock acquisitions? Journal of Banking and Finance [Internet], raspoloživo na: http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v25y2001i6p1113-1138.html [Pristupljeno: 10.05.2018.]

28. Maistra d.d. (2018): [Internet], raspoloživo na: https://www.maistra.com/hr/ [Pristupljeno: 06.12.2018.]

29. Martynova, M. Renneboog, L. (2006): Mergers and Aquisitions in Europe, Finance Working Paper N°.114/2006 [Internet], raspoloživo na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880379 [Pristupljeno: 11.12.2018.]

30. Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L. (2006): The long-term operating performance of European mergers and acquisitions [Internet], ECGI Working Paper Series in Finance, raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407 [Pristupljeno: 15.04. 2018.]

31. Matić B., Bilas V., Bači V. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Ekonomski vjesnik, vol.XXIV, br. 1, str. 11-32 [Internet], raspoloživo na : https://hrcak.srce.hr/70555. [Pristupljeno: 14.12.2018.]

32. Narayanan, M. P., Nanda, V. K. (2007): Financije za strateško odlučivanje, Zagreb, MATE

33. Nickels, G. W., Mchugh, M. J., Mchugh, M.S. (2002): Understanding Business, McGraw-Hill, New York

34. Novak B. (2000): Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava. Ekonomski vjesnik. Br. 1 i 2 (13): 47.-55. [Internet], raspoloživo na: https://hrcak.srce.hr/file/294906 [Pristupljeno: 14.12.2018]

35. Parentum.com: Dionice trojice čelnika Adrisa vrijede tri milijarde kuna (2017), Članak [Internet], raspoloživo na: https://www.parentium.com/prva.asp?clanak=11474 [Pristupljeno: 09.01.2019.]

36. Petrović, S. (1998): Pripajanje dioničkih društava i druge koncentracije u pravu društava, Doktorska disertacija, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb

37. Poslovni dnevnik: Erste: Prikupljajte dionice Adrisa, imaju jako puno gotovine na računu (24.01.2013), Članak [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2Sdrl4N [Pristupljeno:

09.01.2019.] i Adris centralizirala upravljanje nekretninama (01. 03.2007), Članak [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2RkHV3q [Pristupljeno: 08.01.2019.]

38. Profitiraj.hr: Kako mjeriti profitabilnost poslovanja? – profitna marža i dodana vrijednost (05.08.2010.), Članak [Internet], raspoloživo na: https://profitiraj.hr/kako-mjeriti-profitabilnost-poslovanja-%E2%80%93-profitna-marza-i-dodana-vrijednost/ [Pristupljeno: 15.04.2019.]

39. Ramaswamy, K. P., Waegelein, J. F. (2003): Firm Financial Performance Following Mergers, Review of Quantitative Finance and Accounting [Internet], Vol 20. raspoloživo na: http://www.springerlink.com/content/g57520k157183566/ [Pristupljeno: 18.05.2018]

40. Ravenscraft, D.J., Scherer, F.M. (1989): The Profitability of Mergers. International Journal of Industrial Organization, [Internet], raspoloživo na: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0167718789900489?via%3Dihub [Pristupljeno: 11.12.2018.]

41. Roll, R. (1986): The Hubris Hypotesis of Corporate Takeovers. Journal of Business [Internet], raspoloživo na: http://web.econ.unito.it/bortolotti/aste/materiale_didattico/roll.pdf [Pristupljeno: 10.05.2018.]

42. Rupčić N. (2002): Ekonomske implikacije poslovnih spajanja i preuzimanja - osnovica antitrustnog zakonodavstva, Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (15): 67 – 78 [Internet], raspoloživo na: https://hrcak.srce.hr/file/294570 [Pristupljeno: 14.12.2018.]

43. Rupčić N. (2003): Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu, Ekonomska istraživanja, broj: 16/2/2002, Ekonomski fakultet Rijeka [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2ExrDxf [Pristupljeno: 12.12.2018.]

44. Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija, Informator, Zagreb

45. Škuflić, L., Šokčević, S.(2016): Učinci preuzimanja i spajanja poduzeća u hrvatskom gospodarstvu, ERAZ, Beograd, [Internet], raspoloživo na: https://bit.ly/2UHg77n [Pristupljeno: 12.12.2018.]

46. Šundov, M. (2016): Promjene u društvu, završni rad, EFST, Split [Internet], raspoloživo na: https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A426/datastream/PDF/view [Pristupljeno: 14.12.2018.]

47. Tipurić, D., Markulin, G. (2000): Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti, Zagreb: Sinergija nakladništvo

48. Tipurić, D. (2005): Alternativne strategije. U: Buble, M. (ur.) Strateški menadžment, Sinergija, Zagreb

49. Tsai, M., Chang, S. (2007): The Effect of Prior Bidder-Target Alliance Experiences on Post-acquisition Performance of Bidders, FMA Annual Meeting Program [Internet], raspoloživo na: http://www.fma.org/Orlando/Papers/Effect_of_Alliance_on_Acquisition.pdf [Pristupljeno: 10.05.2018.]

50. Ustav Republike Hrvatske, pročišćeni tekst (NN 56/90, 135/97, 08/98, 113/00, 124/00, 28/01, 41/01, 55/01, 76/10, 85/10, 05/14) [Internet], raspoloživo na: https://www.zakon.hr/z/94/Ustav-Republike-Hrvatske [Pristupljeno: 14.12.2018.]

51. Vukušić, Z. (2016): Porezno i računovodstveno motrište prijenosa poslovanja, Porezni vjesnik 6/2016., str. 98.-120. [Internet], raspoloživo na: https://www.ijf.hr/upload/files/file/PV/2016/6/vuksic.pdf [Pristupljeno: 14.12.2018.]

52. Zagrebačka burza (ZSE), Povijesni podaci o cijenama dionice [Internet], raspoloživo na: https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=313 [Pristupljeno: 14.12.2018]

53. Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja, pročišćeni tekst zakona (NN 79/09, 80/13) [Internet], raspoloživo na: https://www.zakon.hr/z/114/Zakon-o-za%C5%A1titi-tr%C5%BEi%C5%A1nog-natjecanja [Pristupljeno: 14.12.2018]

54. Zakon o trgovačkim društvima [Internet], raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/617410/Zakon_o_trgovackim_drustvima.pdf [Pristupljeno: 22.5.2018.]

55. Zakon o preuzimanju dioničkih društava, NN 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13 [Internet] raspoloživo na: https://www.zakon.hr/z/360/Zakon-o-preuzimanju-dioni%C4%8Dkih-dru%C5%A1tava [Pristupljeno: 13.12.2018]

56. Zakon o preuzimanju dioničkih društava u BiH, [Internet], raspoloživo na: https://advokat-prnjavorac.com/zakoni/Zakon-o-preuzimanju-dionickih-drustava-FBiH.pdf [Pristupljeno: 09.01.2019.]

POPIS TABLICA

Tablica 1. Društva u vlasništvu Adris Grupe d.d. 31

Tablica 2: Preuzimanja poduzeća od strane Adris grupe d.d. 41

Tablica 3: Prosječne cijene dionica na zadnji dan trgovanja u godini,

godišnje dividende i prinos dioničara u razdoblju od 2008. do 2018. 44

Tablica 4: EBITDA / knjigovodstvena vrijednost poduzeća 1999.-2017..... 47

Tablica 5: Udio prihoda turizma u ukupnim prihodima od 2001. do 2004. godine..... 50

Tablica 6: Udio prihoda osiguranja u ukupnim prihodima od 2014. do 2017. godine..... 50

Tablica 7. Poslovni prihodi po zaposlenome od 1999. do 2017. godine..... 51

Tablica 8. Broj zaposlenih u Adrisu od 1999. do 2017. 52

Tablica 9: Neto profitna marža, ROA i ROE od 1999. do 2017. godine 53

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Kretanje cijene dionice od 2008. do 2018. godine 44

Grafikon 2: Prinos dioničara od 2009. do 2018. godine..... 45

Grafikon 3: Multiplikator EBITDA/KV poduzeća 48

Grafikon 4: Poslovni prihodi od 1999. do 2017. u 000 kuna..... 49

Grafikon 5: Relativni udio prihoda turizma i osiguranja u ukupnim prihodima 51

SAŽETAK

Preuzimanje je jedan od ključnih poteza kojima poduzeća nastoje odgovoriti na promjene u okruženju. Ono predstavlja kupnju kontrolnog interesa od strane poduzeća „A“ u poduzeću „B“, što je u pojedinim državama i po pojedinim autorima različito definirano. Napravljena je distinkcija između pojmova spajanje, preuzimanje i pripajanje, jer se često miješaju njihove definicije. Neki autori preuzimanje vide kao način na koji preuzimatelj postiže uspjeh, a poneki se ne slažu s time. Kako bi se bolje upoznalo s bitnim aspektima preuzimanja istražena je povijest preuzimanja, metode procjene uspješnosti preuzimanja, oblici i motivi preuzimanja, oblici financiranja preuzimanja i slično. Na primjeru Adris grupe, poduzeća aktivnog u nesrodnim preuzimanjima, istraženo je kako preuzimanja poduzeća iz različitih djelatnosti utječu na uspjeh poslovanja promatranog poduzeća. U empirijskom dijelu rada dokazano je da preuzimanja ne utječu na preuzimatelja pozitivno u promatranim aspektima te da, promatrajući poslovne prihode grupe, uspoređujući ih relativno i po zaposlenome, preuzimanje relativno većeg poduzeća bolje utječe na poslovanje preuzimatelja. Isti rezultati dobiveni su uključivanjem u analizu povrat na imovinu (ROA) te povrat na kapital (ROE).

Ključni pojmovi: *preuzimanje, preuzimatelj, preuzimano poduzeće*

SUMMARY

The acquisition is one of the key steps with which companies are trying to respond to changes in their business environment. It represents the acquisition of control interest by company "A" (acquirer) in company "B" (the target company), which is differently defined in some countries and by individual authors. A distinction is made between the terms of merger, acquisition and takeovers, as their definitions are often mixed. Some authors view acquisitions as the way an acquirer achieves success, and sometimes disagree with it. In order to get acquainted with the most important aspects of takeovers and acquisitions research of the history, methods of estimating the success, the patterns and motives, the form of funding of takeovers and acquisitions, etc. was carried out. In the case of the Adris Group, a company active in unrelated acquisitions, it was investigated that taking over businesses from scattered businesses affects the success of the company's operations. Empirical research has proved that acquisitions do not affect the acquirer positively in the observed aspects. Moreover, it has been proved that taking a relatively and by comparing the relative and revenue per employee. The same has been proven with the analysis of return on assets (ROA) and return on equity (ROE).

Keywords: *acquisition, the acquirer, the target company*