

ODREDNICE SPAJANJA I PRIPAJANJA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA

Škarica, Gabrijela

Master's thesis / Diplomski rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:169248>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-16**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Ekonomski fakultet u Osijeku
Diplomski studij Financijski menadžment

Gabrijela Škarica

**ODREDNICE SPAJANJA I PRIPAJANJA
TRGOVAČKIH DRUŠTAVA**

Diplomski rad

Osijek, 2022.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Ekonomski fakultet u Osijeku
Diplomski studij Financijski menadžment

Gabrijela Škarica

**ODREDNICE SPAJANJA I PRIPAJANJA
TRGOVAČKIH DRUŠTAVA**

Diplomski rad

Kolegij: Korporativne financije

JMBAG: 0010222919

e-mail: gskarica@efos.hr

Mentor: izv.prof.dr.sc. Ivana Bestvina Bukvić

Komentor: dr.sc. Dražen Novaković

Osijek, 2022.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Faculty of Economics in Osijek
Graduate Study Financial Management

Gabrijela Škarica

**THE DETERMINANTS OF MERGERS AND ACQUISITIONS
OF COMPANIES**

Graduate paper

Osijek, 2022

IZJAVA

O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*.
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: **Gabrijela Škarica**

JMBAG: 00102229199

OIB: 74088818084

e-mail za kontakt: skaricag@gmail.com

Naziv studija: **Diplomski studij – Financijski menadžment**

Naslov rada: **Odrednice spajanja i pripajanja trgovačkih društava**

Mentor/mentorica diplomskog rada: **izv.prof.dr.sc. Ivana Bestvina Bukvić**

U Osijeku, 09. rujna 2022. godine

Potpis Gabrijela Škarica

SAŽETAK

Spajanje i pripajanje često predstavljaju sinonim, no prema svojim definicijama imaju različito značenje. Pripajanje je spajanje jednog ili više društava drugome bez prijenosa imovine, dok spajanje predstavlja osnivanje potpunog novog društva koje osnivaju dva ili više poduzeća koja gube pravnu osobnost.

Cilj diplomskog rada je utvrditi uspješnost provedenih spajanja i pripajanja provođenjem komparativne analize poslovanja promatranih poduzeća. Postavljaju se dva istraživačka pitanja: kako je spajanje ili pripajanje utjecalo na promatrana poduzeća i na koji način je aktivnost spajanja i pripajanja utjecala na ukupnu uspješnost poslovanja poduzeća? U teorijskom dijelu rada objašnjavaju se osnovni pojmovi korišteni u radu te navodi podjela vrsta spajanja i pripajanja trgovačkih društava, faze postupka te provedena spajanja i pripajanja kroz povijest. Također, teorijski dio obrađuje pitanja motiva, rizika, prednosti i nedostataka spajanja i pripajanja trgovačkih društava te metoda kojima se mjeri njihova uspješnost. U empirijskom dijelu rada provodi se analiza na primjerima odabranih trgovačkih društava. Za potrebe analize korišteni su sekundarni podaci dostupni na internetskim stranicama, te službenim stranicama analiziranih poduzeća. U provedbi diplomskog rada od korištenih metoda mogu se izdvojiti deskriptivna metoda, metoda generalizacije, metoda financijske analize, statistička metoda te induktivna metoda.

Analiza horizontalne integracije provodi se na primjeru Splitske banke d.d. OTP banci d.d. u razdoblju od 2017. do 2021. godine čime ista postaje četvrta banka po veličini na hrvatskom bankarskom tržištu i bilježi pozitivan trend poslovanja. Analiza vertikalne integracije provodi se na primjeru Atlantic grupe d.d. nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d. 2010. godine. Nakon provedene transakcije Atlantic grupa d.d. ostvaruje velike uspjehe u prehrambenoj industriji. Na temelju provedene analize dolazi se do ocjena uspješnosti i zaključka o provedenim procesima spajanja.

Ključne riječi: spajanje, pripajanje, trgovačko društvo, OTP banka d.d., Atlantic grupa d.d.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions have different meanings depending on the definition. A merger is the union of one or more companies with another without the transfer of assets, while an acquisition is the creation of an entirely new company consisting of two or more companies that lose their legal personality.

The objective of this thesis is to draw a conclusion about the success of mergers and acquisitions through a comparative analysis of the activities of the observed companies. Two research questions are defined: What was the impact of the mergers or acquisitions on the observed companies and In what way did the merger and acquisition activities affect the overall performance of the company? The theoretical part of the paper explains the basic concepts and breaks down in more detail the types of mergers and acquisitions of companies, the stages of the process, and the mergers and acquisitions that have occurred throughout history. The theoretical part also addresses the motives, risks, advantages and disadvantages of corporate mergers and acquisitions, as well as the methods used to measure their success. In the empirical part of the paper, the analysis is carried out using specific examples of retail companies. Secondary data available on the website and on the official website of the analyzed companies were used for the analysis. In particular, the descriptive method, generalization method, financial analysis method, statistical method and inductive method were used in this thesis.

The analysis of horizontal integration is performed on the example of the acquisition of Splitska banka d.d. by OTP banka d.d. in the period from 2017 to 2021. After the merger, OTP banka d.d. becomes the fourth largest bank on the Croatian banking market and records positive business performance. The analysis of vertical integration is performed on the example of Atlantic grupa d.d. after the acquisition of Droga Kolinska d.d. in 2010. After the transaction, Atlantic grupa d.d. successfully operates in the food processing industry. Based on the conducted analysis, the results of the evaluation of the success of the implemented mergers and the conclusions based on the research results are presented.

Keywords: merger, acquisition, company, OTP bank d.d., Atlantic group d.d.

SADRŽAJ

1. Uvod	1
2. Osnovne značajke spajanja i pripajanja trgovačkih društava	2
2.1. Pojam spajanja i pripajanja	2
2.2. Vrste spajanja i pripajanja trgovačkih društava	4
2.2.1. Prijateljska i neprijateljska spajanja i pripajanja.....	4
2.2.2. Srodna i nesrodna spajanja i pripajanja	5
2.2.3. Većinska i manjinska spajanja i pripajanja.....	7
2.3. Postupak i faze procesa spajanja i pripajanja	8
3. Povijest spajanja i pripajanja trgovačkih društava	12
4. Uspješnost spajanja i pripajanja trgovačkih društava	16
4.1. Razlozi i motivi spajanja i pripajanja	16
4.2. Rizici spajanja i pripajanja	19
4.3. Prednosti i nedostaci spajanja i pripajanja trgovačkih društava	22
4.4. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja trgovačkih društava	23
4.4.1. Mjerenje uspješnosti kretanjem cijena dionica	23
4.4.2. Mjerenje uspješnosti na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja	24
4.4.3. Mjerenje uspješnosti na temelju ekonomske dodane vrijednosti.....	24
5. Metodologija rada	26
6. Analiza uspješnosti odabranih primjera spajanja i pripajanja trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj	27
6.1. Horizontalno pripajanje na primjeru Splitske banke d.d. i OTP banke d.d.	30
6.1.1. Osnovni podaci o bankama.....	30
6.1.2. Komparativna analiza poslovanja banaka prije i nakon pripajanja	31
6.1.3. Analiza uspješnosti pripajanja poduzeća na temelju dobiti prije poreza	33
6.2. Vertikalno preuzimanje na primjeru Atlantic grupe d.d. i Droge Kolinske d.d.	35
6.2.1. Osnovni podaci o poduzeću i akvizicije	35
6.2.2. Komparativna analiza poslovanja poduzeća nakon provedenog spajanja	36
6.2.3. Ključni financijski podaci Atlantic grupe d.d. nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d.	38
7. Rasprava	44

8. Zaključak.....	48
Literatura.....	50
Popis tablica.....	54
Popis slika	55
Popis grafikona.....	56

1. Uvod

Spajanje i pripajanje često predstavljaju sinonim, no prema svojim definicijama imaju različito značenje. Pripajanje je spajanje jednog ili više društava drugome bez prijenosa imovine, dok spajanje predstavlja osnivanje potpunog novog društva koje osnivaju dva ili više poduzeća koja gube pravnu osobnost. Cilj diplomskog rada je utvrditi uspješnost provedenih spajanja i pripajanja provođenjem komparativne analize poslovanja odabranih poduzeća putem pokazatelja tekuće likvidnosti i pokazatelja zaduženosti. Drugi cilj je utvrditi uspješnost navedenog procesa na temelju dobiti prije poreza te ostalih ključnih financijskih podataka poduzeća. Provedenom komparativnom analizom spajanja i pripajanja društava nastoji se utvrditi stanje i kretanje uspješnosti nakon provedenih spajanja i pripajanja kroz promatrane godine. Postavljaju se dva istraživačka pitanja: kako je spajanje ili pripajanje utjecalo na promatrana poduzeća i na koji način je aktivnost spajanja i pripajanja utjecala na ukupnu uspješnost poslovanja poduzeća?

U prvom dijelu diplomskog rada definiraju se odrednice spajanja i pripajanja trgovačkih društava te se navode vrste kao i postupak odnosno tri faze pripajanja i spajanja, a to su predintegracijska, integracijska te postintegracijska faza. Drugi dio diplomskog rada opisuje razvoj spajanja i pripajanja trgovačkih društava kroz povijest te se analizira sedam valova koji su obilježili spajanja i pripajanja društava od 1887. godine sve do danas.

Uspješnost spajanja i pripajanja trgovačkih društava analizira se u trećem dijelu koji opisuje razloge i motive za spajanje i pripajanje, rizike koji se mogu pojaviti prilikom preuzimanja te prednosti i nedostatke koji se pojavljuju. U konačnici opisuju se tri metode kojima se mjeri uspješnost spajanja i pripajanja, a to su metoda na temelju uspješnosti kretanja cijena dionica, na temelju računovodstvenih i financijskih podataka te na temelju ekonomske dodane vrijednosti.

U praktičnom dijelu diplomskog rada analiziraju se aktivnosti spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2011. do 2021. godine prema broju akvizicija, ukupnoj vrijednosti i broju akvizicija u pojedinom sektoru djelatnosti. Provodi se detaljnija analiza na konkretnim primjerima poduzeća, horizontalno spajanje i pripajanje na primjeru Splitske banke d.d. OTP banci d.d. u razdoblju od 2017. do 2021. godine, te vertikalno spajanje i pripajanje na primjeru Atlantic grupe d.d. od 2010. godine, kada je provedeno preuzimanje poduzeća Droge Kolinske d.d. od strane Atlantic grupe d.d.

2. Osnovne značajke spajanja i pripajanja trgovačkih društava

Spajanje i pripajanje „predstavlja aktivnost kojom je namjera da se ukinu sve prepreke koje postoje u unutarnjem tržištu i da se postigne bolja alokacija resursa“ (Horak, Dumančić, Šafranko, 2013:3). Često se ta dva pojma koriste kao sinonim, ali svaki pojam sa sobom nosi određeno značenje te ih je zbog toga važno razlikovati.

2.1. Pojam spajanja i pripajanja

Prema odredbama Zakona o trgovačkim društvima (NN 111/39, 40/19, čl. 512, st. 1.) „pripajanje podrazumijeva da se jedno ili više dioničkih društva mogu pripojiti drugome dioničkom društvu bez da se provede postupak likvidacije prijenosom cijele imovine jednoga ili više društava (pripojenih društava) drugome društvu (društvu preuzimatelju) u zamjenu za dionice toga društva“ (Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/39, 40/19, čl. 512, st. 1.).

Poduzeće koje se pripaja drugome gubi pravnu osobnost dok poduzeće kojem se pripojilo ne gubi pravnu osobnost već dolazi do promjene u organizaciji tog poduzeća te se mijenja vlasnička struktura. Navedeno je grafički prikazano Slikom 1.



Slika 1. Pripajanje društva

Izvor: vlastita izrada autora

Prema Zakonu o trgovačkim društvima (NN 111/39, 40/19, čl. 512, st. 1.) „dva ili više dioničkih društava mogu se spojiti bez da se provede postupak likvidacije osnivanjem novog dioničkog društva, na kojeg prelazi cijela imovina svakog društva od društava koja se spajaju u zamjenu za dionice novog društva“ (Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/39, 40/19, čl. 512, st. 1.).

Spajanjem nastaje potpuno novo poduzeće dok stara, prijašnja poduzeća prestaju postojati i brišu se iz registra. Između konkurenata na tržištu iz iste grane industrije najčešće se događa spajanje u jedno novo poduzeće. Navedeno je grafički prikazano Slikom 2.



Slika 2. Spajanje poduzeća

Izvor: vlastita izrada autora

Tri vrste ovih integracija su (Rupčić, 2003:94-104):

- „*vertikalna spajanja* koja povezuju tvrtke iz različitih faza procesa proizvodnje istovrsnog ili sličnog proizvoda. Takva spajanja mogu poprimiti dva oblika: *forward* integracija na tržište kupca ili *backward* integracija na tržište dobavljača. Ove integracije kombiniraju različite faze proizvodnje i tako rezultiraju povećanim profitnim maržama. Tipičan primjer ovakve integracije predstavlja integracija proizvođača odjeće s lancem trgovina maloprodaje i proizvođačem tekstila.
- *horizontalna spajanja* koja povezuju tvrtke koje proizvode slične proizvode, te proizvodi mogu biti i supstituti. Cilj ovakvog spajanja je zaokružiti proizvodnu liniju koja se prodaje istim distribucijskim kanalima i na taj način ostvariti ekonomiju obujma u prodaji i distribuciji. Rezultat je često povećanje tržišne snage.
- *konglomerati* kao oblik spajanja kojim se povezuju kompanije koje proizvode nepovezane proizvode. Ovakve fuzije nastaju, primjerice, iz želje za diverzifikacijom rizika, traženjem dobrih prilika za investiranje ili težnje za povećanjem ekonomske snage na širem tržištu“ (Rupčić, 2003:94-104).

2.2. Vrste spajanja i pripajanja trgovačkih društava

Moguće je razlikovati nekoliko vrsta spajanja i pripajanja poduzeća prema različitim kriterijima, a svaka vrsta opisana je u nastavku rada.

2.2.1. Prijateljska i neprijateljska spajanja i pripajanja

Kod prijateljskog spajanja i pripajanja nema posebnih poteškoća između uprava tvrtki koje se preuzimaju jer kod prijateljskog preuzimanja dolazi do direktnih pregovora između menadžmenta poduzeća zainteresiranog za preuzimanje i menadžmenta potencijalnog poduzeća, te se ne smišljaju nikakve strategije protiv preuzimanja poduzeća. Upravo kod ove vrste spajanja i pripajanja poduzeće dobiva sve potrebne informacije od ciljane tvrtke. Prijateljsko preuzimanje sa sobom nosi i brojne prednosti od kojih se kao jednu od najvažnijih može istaknuti da cijena po dionici za tvrtku nadmašuje trenutnu koja se kreće na tržištu, a to su i prednosti u vidu dolaska na novo tržište, mogućnosti za proširivanjem tržišta i ostale prednosti.

Za razliku od prijateljskog spajanja i pripajanja, kod neprijateljskog kupac dobiva samo one informacije koje su zakonom propisane da tvrtka daje kupcu dok sve ostale informacije koje su dostupne dobiva iz javnosti. Takvo preuzimanje podrazumijeva da menadžment poduzeća odbije ponudu o preuzimanju jer je mišljenja da to nije dobar izbor za poduzeće odnosno sve vlasnike poduzeća. Ako je neprijateljsko preuzimanje bilo uspješno, u većini slučajeva menadžment poduzeća se smjenjuje što nije slučaj kod prijateljskog, kod kojeg menadžment većinom zadržava poziciju kao i prije preuzimanja.

Postoji više strategija koje stoje na raspolaganju menadžmentu poduzeća kako bi se obranili od neprijateljskog preuzimanja kao i kupcu kako bi uspješno pridobio željeno poduzeće.

„Medvjedi zagrljaj obično se primjenjuje na samom početku neprijateljskog preuzimanja, a po stupnju agresivnosti svrstava se u grupu najmanje agresivnih. Primjena ove metode bila bi dovoljna u slučajima nepretjeranog protivljenja ciljnog poduzeća preuzimanju“ (Čolak, Mihalik, 2006:37). Putem ove strategije, preuzimatelj daje ponudu upravnom odboru poduzeća, kojeg namjerava preuzeti, za kupnju dionica po cijeni višoj od trenutne tržišne vrijednosti. Primjena ove strategije nosi nekoliko prednosti od kojih se može istaknuti kako su troškovi manji, financijski je

korisnija za dioničare, postoji mogućnost smanjivanja eventualnih šteta kao što su nezadovoljstvo i odlazak zaposlenika, te slično. Ova strategija je ujedno i prijatna dioničarima u slučaju odbijanja ponude da će uslijediti javna ponuda.

Izravno cilja na dioničare ciljnog poduzeća, kupujući samo neke ili sve dionice po cijenama iznad tržišnih. Nakon iznošenja ponude, dioničari imaju dvadeset dana za donošenje odluke o prihvatanju ili odbijanju ponude. Također, u tom periodu donošenja odluke od ciljanog poduzeća postoji šansa za pojavom drugih ponuda za preuzimanje te dolazi do konkurencije između ponuđača. Na posljepku, konačnu odluku donose dioničari kakav god stav o tome imala uprava poduzeća.

Borba za glasove malih dioničara strategija je koja predstavlja „dioničara ili grupe dioničara korporacije da uvjere druge dioničare da daju svoje korporativne glasove“ (The Business Professor, 2021: n.p.) ili pak nastoje unijeti određene promjene i nagovaranju opunomoćenike malih dioničara da glasuju protiv uprave. „Naime, dioničari općenito glasuju za svoje dionice tako što dodjeljuju svoja glasačka prava predstavniku odnosno opunomoćeniku. On se pojavljuje na skupštini dioničara i glasuje u skladu prema uputama dioničara“ (The Business Professor, 2021: n.p.). Za dioničare koji žele promjenu, uspjeh ove strategije ovisi o potpori ostalih dioničara prema menadžmentu i poslovnim rezultatima poduzeća.

Također, postoje dvije strategije za obranu od neprijateljskog preuzimanja, a to su:

- preventivne strategije – upotrebljavaju se prije nego se pojavi neprijateljsko preuzimanje kako bi se dala lošija odnosno manje atraktivna slika o poduzeću za preuzimanje te,
- reaktivne mjere - primjenjuju se nakon dolaska ponude drugog poduzeća za preuzimanje, a ujedno se ponuda smatra neprijateljskom odnosno kada poduzeću stigne ponuda o preuzimanju koju ne želi prihvatiti.

2.2.2. Srodna i nesrodna spajanja i pripajanja

„Spajanja i akvizicije možemo klasificirati kao srodne i nesrodne, i to prema relativnoj srodnosti središnjih poslova poduzeća uključenih u transakcije spajanja i akvizicija. Široko gledano, srodna spajanja i akvizicije mogu biti horizontalna ili vertikalna. Nesrodna spajanja i akvizicije, u koje

spadaju konglomerati, su sve ostale transakcije koje se stvaraju između poduzeća iz različitih djelatnosti“ (Lazibat, Baković, Lulić, 2006:68).

Vertikalnom ili okomitom integracijom želi se ostvariti ekonomija opsega, a provodi se zbog povećanja sinergije kojom se povećava veličina subjekta. Konsolidacija se događa kada potencijalni subjekt djeluje u istoj industriji, ali na različitim razinama proizvodnog lanca. Ovim spajanjem smanjuje se konkurencija te se spajanjem novom poduzeću omogućava šansa za većim udjelom na tržištu. Vertikalnim spajanjem smanjuju se troškovi istraživanja, koordinacije proizvodnje, povećavaju se prihodi te se povećava učinkovitost poslovanja. Kao što je već ranije navedeno, postoje dvije vrste vertikalne integracije, a to su uzlazna i silazna integracija. „Uzlaznom integracijom usmjerava se na integriranje dobavljača osnovnih inputa ili stjecanjem kontrole nad dobavljačima, dok je silazna integracija usmjerena na integriranje posrednika i kupaca u realizaciji osnovne djelatnosti tvrtke“ (Horvat, Perkov, Trojak, 2012:63).

Horizontalna ili vodoravna integracija može se ostvariti između konkurentskih poduzeća, a nije lako u provedbi kad postoji oligopolističko tržište jer može dovesti do monopolističke moći. Veća poduzeća horizontalnom integracijom žele stvoriti učinkovitiju ekonomiju razmjera i ojačati tržišnu moć. Provedbom ove integracije poduzeće si stvara učinkovitiji i isplativiji proces proizvodnje te time pristupa novim kupcima i tržištima što povećava mogućnost stjecanja konkurentске prednosti.

Glavne razlike između horizontalne i vertikalne integracije (Gadget-info.com, 2019: n.p.):

- “Horizontalna integracija odvija se između dvije tvrtke čiji su proizvodi i proizvodni nivo isti. Vertikalna integracija je integracija dviju tvrtki koje djeluju u različitim fazama proizvodnog procesa.
- Horizontalna integracija ima za cilj povećanje veličine poslovanja i obujma proizvodnje, dok se vertikalna integracija usredotočuje na jačanje i izgladivanje procesa proizvodnje i distribucije.
- Najveća prednost horizontalne integracije je u tome što eliminira konkurenciju između tvrtki, što u konačnici proširuje tržišni udio poduzeća. Obrnuto, vertikalna integracija rezultira smanjenjem troškova proizvodnje i rasipanja.

- Horizontalna integracija donosi samo sinergiju, ali ne i samodostatnost, dok vertikalna integracija pomaže tvrtki da postigne sinergiju sa samodostatnošću.
- Horizontalna integracija pomaže steći kontrolu nad tržištem, ali vertikalna integracija je strategija koja se koristi za stjecanje kontrole nad cijelom industrijom” (Gadget-info.com, 2019: n.p.).

Konglomerati su pak motivirani smanjenjem poslovnog rizika putem diversifikacije sudjelovanjem na različitim tržištima te usmjereni na poboljšanje učinkovitosti. Oni su velika poduzeća koja se sastoje od većeg broja manjih poduzeća koji posluju u različitim industrijama te time i nastaju multinacionalne korporacije. „U novije vrijeme od 1960-ih do danas konglomeratska spajanja premašuju i horizontalna i vertikalna spajanja kako prema broju, tako i prema vrijednosti“ (Rupčić, 2003:94-104).

2.2.3. Većinska i manjinska spajanja i pripajanja

Bez obzira na koji se način provodi integracija poduzeća, bilo to spajanjem ili pripajanjem, kvaliteta integracije ovisi o međusobnoj proizvodno – tehnološkoj vezi dijelova poduzeća ili poduzeća u nekom od oblika integracija. Prema proizvodno – tehnološkoj vezi povezanosti poduzeća, može se govoriti o tri tipa integracija.

Sikavica i Novak (1999) navode prvi tip integracija koji se odnosi na poduzeća koja su u uskoj vezi jedna s drugim i tehnički se odnose jedna na drugu:

- „serijske veze ili sekvencijalna međuovisnost (svako se poduzeće nastavlja na prethodno poduzeće),
- paralelne veze (jedan subjekt opskrbljuje dva ili više drugih subjekata),
- neposredne povratne veze (između poduzeća postoji serijska veza u oba smjera),
- neizravne povratne veze (na povratnoj vezi između dva povezana poduzeća ubacuje se treće poduzeće koje obavlja poslove prije nego se proizvod vrati u prethodnu fazu obrade),
- agregatne veze (od integracije dviju ili više poduzeća koja isporučuju dijelove do jednog poduzeća koja proizvodi konačni proizvod)“ (Sikavica i Novak, 1999:709-711)

„Drugom tipu integracije pripadala bi ona poduzeća koja su međusobno slabije povezana, tj. među kojima postoji više ulazno - izlaznih veza. Kvaliteta integracije u tom slučaju ovisit će o intenzitetu međusobnih proizvodno-tehnoloških veza, ali i o brojnosti i intenzitetu veza s poduzećima koja nisu članice te integracije“ (Sikavica, Novak, 1999:712). Za ovaj tip integracija postojat će poteškoće ako jedan dio tih veza, odnosno veći dio, uspostavljen s partnerima iz okruženja. Kohezija i integrabilnost sustava ujedno će slabiti, te se pri tome ne misli na poduzeća koja moraju uspostaviti vezu s okruženjem jer bi tada to bila zatvorena poduzeća koja ništa ne razmjenjuju na tržištu.

Sikavica i Novak (1999) smatraju da ako treća vrsta integracija uopće postoji nije oblik korporativne integracije. U ovoj vrsti korporativne integracije poduzeća su tehnološki neovisna jedna o drugoj. Svaki član ovog integriranog entiteta prima inpute iz okoline i postavlja svoje outpute u okolinu.

Bez obzira na podjelu prema tipu proizvodno – tehnološke povezanosti, sve integracije mogu se podijeliti na osnovne modele integracije – horizontalnu i vertikalnu integraciju. Prema Sikavici i Novaku (1999:715-716) uz ova dva osnovna integracijska modela, mogući su i međumodeli ovih osnovnih modela, a govore o integraciji temeljenoj na podjeli asortimana, cikličnoj integraciji i konglomeratskoj integraciji.

2.3. Postupak i faze procesa spajanja i pripajanja

Faze spajanja i pripajanja poduzeća predstavljaju važan dio procesa prilikom povezivanja dvaju ili više trgovačkih društava, uz strateške i organizacijske aspekte koji imaju važan utjecaj na cijeli ishod akvizicije.

Različita je podjela faza preuzimanja ovisno o pojedinom autoru, a u nastavku su opisane tri glavne faze.

Predintegracijska faza je faza koja prethodi procesu preuzimanja poduzeća u kojoj poduzeće odabire poželjno, odnosno ciljano poduzeće prema određenim karakteristikama te prema tržištu na kojem se nalazi. Glavni cilj poduzeća u spajanju ili pripajanju jest stvaranje efikasnijeg i na tržištu konkurentnijeg poduzeća. Svako spajanje ili pripajanje vodi i do cilja realizacije što veće

dodatne vrijednosti odnosno stvaranja veće premije od vrijednosti investiranja. „Identifikacija i kvantifikacija ostvarive dodatne vrijednosti ili sinergija jedan je od najvažnijih koraka u kompleksnom procesu donošenja odluke o pripajanju ili spajanju“ (Lider Media, 2015: n.p.). Upravo ta analiza sinergije prethodi potencijalnom spajanju ili pripajanju te na temelju ishoda analize često se donosi odlučujuća odluka, a cilj identifikacije i kvantifikacije sinergije je potvrditi vlasnicima i kupcima da se isplati investirati i da će ta investicija generirati stabilan novčani tok. Nakon tog procesa potrebno je analizirati troškove realizacije sinergije te ostale moguće rizike procesa integracije.

U početnoj fazi preuzimatelj poduzeća osmišljava poslovni plan koji se treba sastojati od eksterne analize: identifikacije kupaca, trenutnih i potencijalnih, njihovih potreba te načina pristupa prema njima te interne analize: definiranje svrhe preuzimanja, očekivanja i ciljeva koji se žele postići preuzimanjem, postavljanje strategije za ostvarivanje ciljeva u razumnom vremenskom rasponu, način na koji će se provesti poslovna strategija i uspostava strateške kontrole.

„Prilikom izrade plana integracije, osim navedenih kvantitativnih faktora, u obzir treba uzeti i ostala kvalitativna obilježja poduzeća koja mogu imati utjecaj na realizaciju sinergijskih učinaka. Primarno se tu sagledava spremnost organizacije na promjene koje su nužne kako bi se, primjerice, ostvarile određene uštede“ (Lider Media, 2015: n.p.).

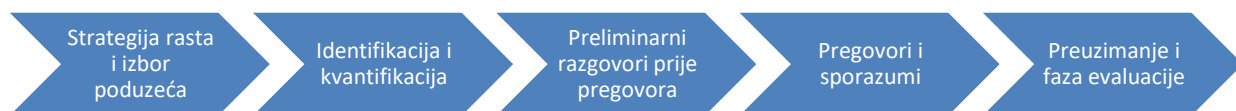
Inegracijska faza je faza u kojoj slijedi preuzimanje poduzeća. Nakon dogovora i sporazuma oko načina preuzimanja, cijene i ostalih detalja važnih za pripajanje, ono se provodi na temelju ugovora o pripajanju te time započinje proces preuzimanja. Društvo preuzimatelj postaje vlasnik društva koje se pripaja upisom pripajanja u sudski registar, a svi članovi društva koji sudjeluju u pripajanju trebaju se očitovati u ugovoru.

Odvjetničko društvo Vaić i Dvorničić (2014) smatraju da se ugovorom utvrđuje nominalni iznos po udjelu koji će članovi pripojenog društva dobiti u društvu preuzimatelju, te mora posebno predvidjeti odstupanja od vlastitih udjela u društvu preuzimatelju. Ako vjerovnici pripajatelja mogu dokazati da bi pripajanjem društva bilo ugroženo ispunjavanje njihovih obveza, vjerovnici pripajatelja dužni su uputiti poziv u roku od 6 mjeseci nakon objave upisa u registar. Vjerovnicima koji su prijavljeni u tom roku mora se ponuditi odgovarajuće osiguranje.

O procesu spajanja je riječ kada dva ili više društava osniva novo društvo na koje svako društvo prenosi cijelu imovinu kao početni udio u novom društvu.

Odvjetničko društvo Vaić i Dvorničić (2014) smatraju da društvo koje se spaja mora podnijeti sudu zahtjev za upis u sudski registar gdje je sjedište novog društva. Pripojeno društvo ne mora se posebno brisati u sudskom registru, a članovi tog društva upisom postaju članovi novog društva. Nakon upisa novog društva spajanje društva mora biti upisano u odgovarajući registar spojenih društva.

Postintegracijska faza je posljednja faza integracije te se smatra jednom od najvažnijih faza. U ovoj fazi nastoji se poduzeti aktivnosti kao što su zadržavanje važnih menadžera, provođenje efikasnog komunikacijskog plana, spajanje i korištenje najboljeg od društava i rješavanje kulturoloških razlika. Proces u kojem se nastoji uskladiti poslovanje odnosno doći do odgovora na brojna pitanja kao što su detaljno dogovoreni koraci u usklađivanju poslovanja, definiranje menadžerskih funkcija i ostali procesi koji su važni kako ne bi došlo do velikih odstupanja prilikom spajanja ili pripajanja poduzeća. Naposljetku važno je provjeriti jesu li sva početna očekivanja ispunjena prilikom spajanja ili pripajanja te se definira učinjeno. Slikom 3. prikazani su koraci odnosno faze u postupku spajanja i pripajanja trgovačkih društava.



Slika 3. Faze spajanja ili pripajanja poduzeća

Izvor: vlastita izrada autora prema Howson (2006)

Za uspješno preuzimanje potrebno je pridržavati se određenih pravila (Lazibat, Baković, Lulić, 2006:66-67):

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

2. Podrobno istraživanje tržišne pozicije potencijalnog partnera.
3. Pokušaj određivanja kompatibilnosti kulture tvrtki i njihovog menadžmenta.
4. Određivanje nove strukture organizacije nakon provedenoga spajanja ili akvizicije.
5. Zaštita ključnih resursa ciljne kompanije. Ne smije se dopustiti da resursi na osnovi kojih je ciljna kompanija izgradila svoju tržišnu poziciju postanu nedostupni nakon provedenog spajanja ili akvizicije.
6. Procjena vrijednosti dionica. Organizacija koja inicira spajanje ili akviziciju mora biti sigurna da će joj njezina procjena vrijednosti ciljne kompanije osigurati odgovarajući povrat na investiciju. Radi se o najvažnijem koraku koji prethodi spajanjima i akvizicijama.
7. Planiranje integracije. Pošto je integracijski proces zaista proveden, potrebno je pomno isplanirati nov način poslovanja pripojenih kompanija“ (Lazibat, Baković, Lulić, 2006:66-67).

3. Povijest spajanja i pripajanja trgovačkih društava

Procesi spajanja i pripajanja poduzeća dio su poslovanja od 19. stoljeća. Spajanja i pripajanja odvijala su se u šest faza ili valova, a sedma faza još uvijek traje. U svakom valu postoje značajne razlike u njihovim odvijanjima tijekom vremena, ali isto tako postoje i zajednički elementi u svakom valu. Svaki val je doživio neke specifične razvoje poput razvoja željeznice, nafte, tehnologije, industrije te brojne druge specifičnosti u pojedinim valovima.

Valovi prema godinama se dijele na (Rupčić, 2003:94-104):

- Prvi val: 1887. - 1904.
- Drugi val: 1918. – 1929.
- Treći val: 1965. – 1969.
- Četvrti val: 1974. – 1989.
- Peti val: 1992. – 2000.
- Šesti val: 2003. – 2008.
- Sedmi val: 2011. – do danas

Prvi val integracija započinje 1887. godine zbog promjena u gospodarstvu SAD-a, kao na primjer tehnološki razvoj, snažna gospodarska ekspanzija i itd. U sektoru transporta i izgradnje željeznica zabilježen je najveći broj integracija, a većina transakcija odvijala se kroz horizontalna povezivanja gdje su se udruživala poduzeća koja pripadaju istoj industriji i koja su međusobni konkurenti. Glavni cilj prvog vala bio je stvaranje monopola i uspostava dominacije te izbjegavanje prekapacitiranosti i pada cijena. „Do opadajućeg trenda u prvom valu dolazi zbog financijske krize 1904. godine“ (Rupčić, 2003:94-104).

Drugi val započinje nakon Prvog svjetskog rata 1918. godine rastom gospodarstva te za razliku od prvog vala kojeg karakterizira monopol u drugom valu je naglasak na oligopolskim spajanjima. Spajanja i pripajanja većim dijelom odvijala su se između poduzeća koja su u prvom valu ostala izvan monopolskih spajanja. Poduzeća su u drugom valu prešla na vertikalnu integraciju i stvaranje oligopola. Završetak se bilježi 1929. godine slamanjem tržišta kapitala, početkom Velike depresije i bankrotom korporacija koje su nastale tijekom trajanja drugog vala.

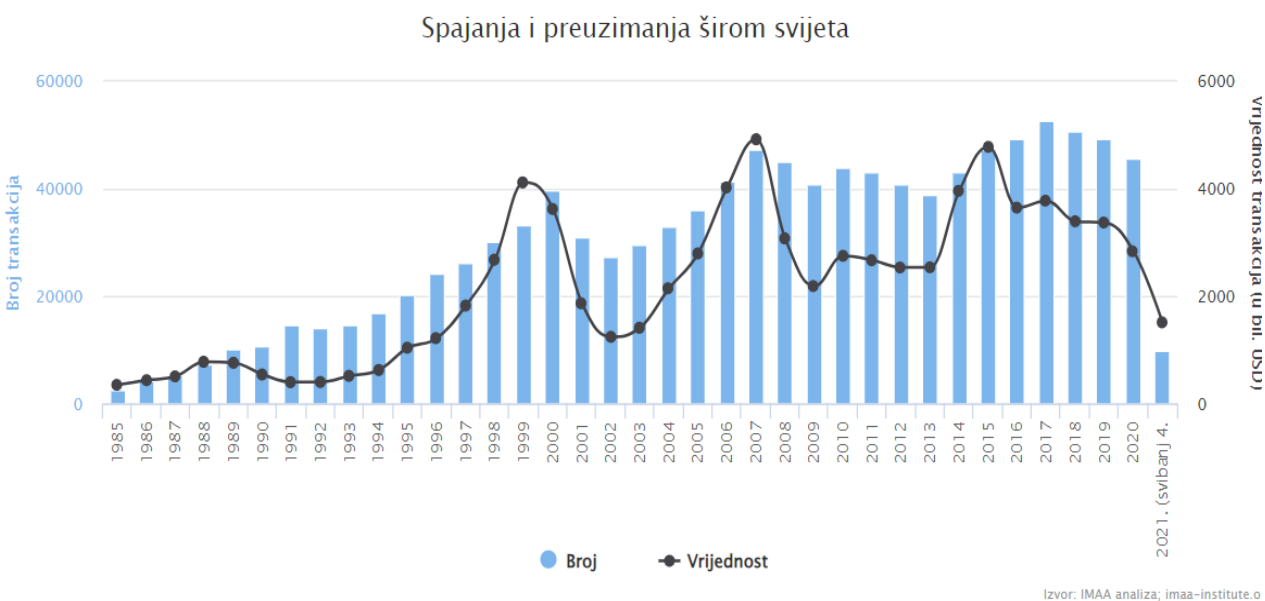
Treći val čiji početak se bilježi 60-ih godina 20. stoljeća obilježen je konglomeratskim spajanjima što znači da su se spajala poduzeća čiji su proizvodi i usluge bile različite od drugog poduzeća, a ona koja su se preuzimala većinom su bila manja od ciljanih poduzeća. Zbog povećanog financiranja dionicama, investicijske banke više nisu imale važnu ulogu kod integracija. Antimonopolska regulativa sprječavala je vertikalna ili horizontalna spajanja. „Zbog financiranja u ovom valu koje se uglavnom obavljalo dionicama, podigle su se cijene dionica nekih konglomerata do nelogičnih iznosa, da bi već potkraj ovog vala nastupili dramatični padovi“ (Rupčić, 2003:94-104), a kraju je pridonijela i naftna kriza.

U četvrtom valu, koji započinje 70-ih godina, dogodila su se velika preuzimanja koja su bila dominantna u svojim industrijama. Najviše je spajanja obilježilo naftnu industriju, potom farmaceutsku te zrakoplovnu industriju i banke koje tada imale aktivniju ulogu. Val karakteriziraju neprijateljska preuzimanja te međunarodna spajanja i pripajanja. Rupčić (2003) navodi da početkom 80-ih godina ovaj val počinje slabiti zbog pojave recesije te svoj kraj bilježi krajem 80-ih, početkom 90-ih godina.

Peti val obilježen je globalizacijom, deregulacijom, tehnološkim napretkom, rastom financijskih tržišta te se smatra da započinje 1992. godine. „Glavni pokretač ovog vala je globalizacija. Ovaj val je istinski međunarodnog karaktera jer je obuhvatio sve kontinente“ (Rupčić, 2003:94-104). „Prekograničnim spajanjima“ su one vrste spajanja i pripajanja uključujući strane ulagače koji su stekli udio u stečenom ili pripojenom poduzeću i većinom bilježe prijateljska. Moguće je istaknuti uvođenje eura kao službene valute, na području monetarne unije, koja je bila ključna za poticanje brojnih aktivnosti spajanja i pripajanja na međunarodnoj razini. Smanjenje troškova u komunikaciji i prijevozu, uklanjanje trgovinskih ograničenja, smanjivanje nacionalnih razlika te brojni drugi čimbenici također su utjecali na povećanje broja spajanja i pripajanja poduzeća s naglaskom na međunarodna povezivanja. Završetak vala zabilježen je početkom 20. stoljeća gdje je započelo usporavanje ekonomskih aktivnosti te lošija stanja na burzama.

Šesti val nastavlja visoka međunarodna spajanja i pripajanja iz petog vala nakon tri godine stabilneta odnosno početkom 2003. godine kada se bilježe ponovna jačanja na međunarodnoj razini. Veliki interes za povezivanjem vidljiv je na Slici 4., a to potvrđuje 2007. godina kada je sklopljen najveći broj ugovora te nedugo nakon tog rasta dolazi do pada već u idućoj 2008. godini, koja je ujedno i obilježila kraj šestog vala, a razlog toga je recesija.

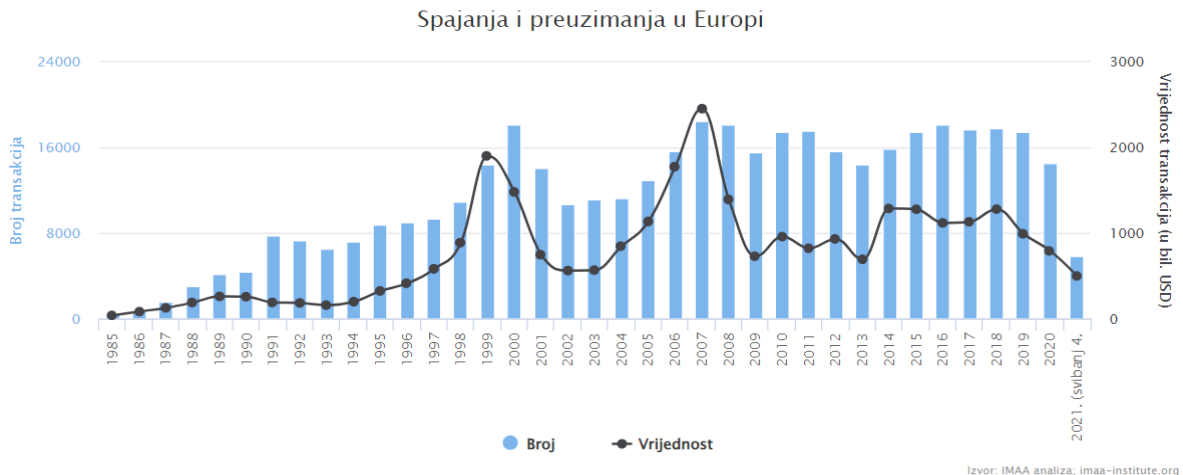
Sedmi val se nastavlja tek 2011. godine jer spajanja i pripajanja nakon recesije nisu bila toliko privlačna niti su se činila pametnim potezom. Nakon tri godine, početkom sedmog vala, zemlje BRICS koje su u razvoju ili su tek industrijalizirane uključene su u preuzimanja, te se i očekuju najveća spajanja upravo u tim zemljama ili na kontinentima tih zemalja. Pojavom epidemije COVID-19 bilježe se i trendovi neprijateljskog preuzimanja, a glavni motiv toga bio je pad cijena dionica na organiziranim tržištima kapitala. Spajanja i preuzimanja na globalnoj razini tijekom razdoblja od 1985. do 2021. godine prikazana su Slikom 4.



Slika 4. Spajanja i preuzimanja u svijetu

Izvor: izrada autora prema Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (2021: n.p.)

Na Slici 4. je vidljivo preuzimanje poduzeća od prvog vala sve do danas te se potvrđuju činjenice koje su zabilježene u četvrtom valu gdje su se dogodila velika preuzimanja, te se trend rasta nastavio početkom 20. stoljeća i vidljivo je kako je najveći broj preuzimanja u svijetu bio 2007. godine kako je navedeno u opisu šestog vala. Zadnji trend rasta nastavio se 2015. godine te nakon toga preuzimanja idu silaznim trendom sve do danas. Slikom 5. prikazana su spajanja i preuzimanja na području Europe od 1985. do 2021. godine.



Slika 5. Spajanja i preuzimanja u Europi

Izvor: izrada autora prema Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (2021: n.p.)

Također, sa Slike 5. možemo vidjeti kako se povećanje broja preuzimanja u Europi događalo istih godina tokom povijesti kao i na globalnoj razini i to počevši od 1998. godine, te se isto tako najveći broj preuzimanja dogodio 2007. godine. Nadalje, od 2007. godine, vidljiva je silazna putanja preuzimanja te se ne ističe nijedno značajno povećanje preuzimanja poduzeća u promatranom razdoblju. Procesi se razlikuju u odnosu na globalnu razinu gdje su se događala velika preuzimanja 2015. godine u BRICS zemljama koje čine Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južnoafrička Republika.

4. Uspješnost spajanja i pripajanja trgovačkih društava

Iza svake aktivnosti spajanja i pripajanja stoji neki razlog zbog kojeg je ta aktivnost poduzeta te motiv koji vodi prema realizaciji toga cilja. U svakom spajanju i pripajanju cilj je povećati efikasnost poduzeća te se stoga navode brojne prednosti i nedostaci preuzimanja kao i rizici koji se mogu pojaviti u tom procesu. U konačnici, potrebne su metode koje mjere uspješnost spajanja i pripajanja trgovačkih društava.

4.1. Razlozi i motivi spajanja i pripajanja

Brojni su razlozi zbog kojih poduzeća donose odluku za spajanja ili pripajanje poduzeća, a neki od glavnih razloga zbog kojih se kreće u realizaciju su povećavanje veličine poduzeća i stvaranje tržišne moći, generiranje vanjskog rasta, povećanje efikasnosti i stvaranje većeg toka novca.

Razlozi spajanja ili pripajanja poduzeća mogu biti (Business&Lifestyle, 2015: n.p.):

- eliminacija konkurencije – dolazi do stvaranja monopola odnosno želje za širenjem i povećanjem tržišnog udjela. Uz novo poduzeće postoji šansa da se omogući porast cijene te da se poveća tok gotovine, te isto tako poduzeće može povećati svoje stope rasta razvojem novih proizvoda na novim tržištima konkurencije;
- osiguranje izvora važne sirovine – ovaj razlog je važan zbog preuzimanja važnih dobavljača kada se uoči da postoji nedostatak robe ili da postoji mogućnost da se prekine lanac nabave s određenim dobavljačem. Također, postoji mogućnost kupnje lanca prodavaonica kada lanac počne promovirati konkurentske proizvode. U tom slučaju ne očekuje se povećanje toka gotovine nego je cilj da se smanji rizik od propadanja te isto tako da se poveća sigurnost daljnjeg poslovanja;
- ostvariti ekonomiju razmjera – proširenje proizvodnih kapaciteta može smanjiti troškove proizvodnje i odljeva novca;
- preuzimanje nedovoljno iskorištene imovine kao što je zemljište te nematerijalne imovine (npr. izvozno pravo, *know-how*) potiče na širenje poslovanja i mogućnost iskorištavanja imovine koja nije u cijelosti ili je nikako iskorištena, a može u proširenju poslovanja donijeti priljev gotovine.

Svaka aktivnost spajanje ili pripajanje nema uvijek pozitivne rezultate te nepovoljan ishod dovodi do zaključka da određeni razlog ipak nije dovoljno dobar razlog za poduzimanje aktivnosti. Neki od najčešćih razloga za neuspješno spajanje ili pripajanje su kulturološke i organizacijske razlike između poduzeća, pogrešno vrednovanje ciljeva, postavljeni nerealni vrijednosni ciljevi te neučinkovita analiza.

Tablica 1. Razlozi i problemi prilikom spajanja ili pripajanja

RAZLOZI	PROBLEMI
<ul style="list-style-type: none"> • Povećanje tržišnog udjela • Preskakanje ulaznih barijera • Manji troškovi razvoja proizvoda • Smanjenje rizika • Diverzifikacija • Restrukturiranje opsega konkurentnosti poduzeća • Učenje i razvoj novih sposobnosti 	<ul style="list-style-type: none"> • Problem integracija • Neadekvatno vrednovanje cilja • Zaduživanje • Nemogućnosti postizanja sinergije • Previše diverzifikacije • Preveliki fokus menadžmenta

Izvor: izrada autora prema Hitt i dr. (2006:35)

Prema Novaku (2000:53-54) postoji sedam pogrešaka koje se događaju prilikom realizacije spajanja i pripajanja poduzeća.

Novak (2000) smatra da prva greška uključuje opsesivno pravljenje listi popisa obveza. Ova opsesivnost dovodi do beskonačnih lista obveza koje treba obaviti prilikom preuzimanja, a pri tome se zanemaruje vremensko ograničenja posla. Kako bi se izbjegla ova pogreška potrebno je odrediti određene prioritete. Treba identificirati 20% aktivnosti za koje je vjerojatno da će generirati 80% ekonomske vrijednosti i te aktivnosti imaju najveću vjerojatnost uspjeha.

Pod drugom greškom podrazumijeva se stvaranje velikih planova. „Kod preuzimanja često se događa upravo to da se nakon spajanja izabere velik broj timova koji će provesti prijelaz. Time se stvara struktura koja u prijelaz unosi veliki stupanj inercije koja usporava napredak“ (Novak, 2000:53). Izbjegavanje greške moguće je izgrađivanjem malih timova i raspoređivanjem na one aktivnosti s najvećom vrijednosti, a poneke aktivnosti treba prepustiti pojedincima kako bi kvalitetnije obavili poneku aktivnost.

Kako bi se izbjegla treća greška, treba identificirati potrebe, brige i interese svih važnih skupina sudionika i razviti komunikacijski plan oko analize tih sudionika. Logične poruke treba kontinuirano ponavljati te prenijeti onoliko informacija koliko je u tom trenutku poznato.

Četvrta pogreška je opsjednutost ranim pravljenjem organizacijskih dijagrama. Takvo se stanje može nazvati “akutnim sindromom strukturalnog straha”. „Četvrtu grešku moguće je izbjeći ako se zna da se organizacijska struktura temelji na podršci izvršenju, a ne na izvještajnim pravcima i točkama“ (Novak, 2000:54).

Novak (2000) smatra da se peta greška odnosi na rješavanje kadrovskih pitanja i borbu menadžera za bolja radna mjesta. Često nemaju dovoljno informacija za donošenje ispravne odluke, a greška je kada odluku o izboru promatraju kao jednostavni izbor između dvoje ljudi. Odabir treba biti na tome čime će se kandidat baviti, odnosno kakav mu je tipični stil djelovanja u tom smislu.

Prema Novaku (2000:54) „šesta greška je nagraditi pogrešnu stvar. Menadžeri će upravljati poslovanjem ako dobiju udio. Nažalost, kreatori planova nagrađivanja često su preokupirani traženjem formula, kriterijima, mehanizmima plaćanja i slično te zbog toga ignoriraju realne ciljeve nagrađivanja. Ova se pogreška može izbjeći ako se osloni na staru poslovnu uzrečicu: ”*Ono što se mjeri, time se i upravlja. A ono čime se upravlja, to se i izvršava*”“ (Novak, 2000:54).

Novak (2000) smatra da se pod sedmom pogreškom nalazi stav da se kultura temelji na vrijednostima, a ne na ponašanju. Prema brojnim iskazima da se kulturne razlike moraju brzo riješiti, brojni menadžeri vjeruju da postoji mogućnost spajanja kulture dviju kompanija kroz kontakte i interakcije. Ali, to uglavnom nije moguće. Kako bi se izbjegla greška, potrebno je znati da su uvjerenja tvrdoglava, a ponašanja su prilagodljiva. Zbog toga je lakše potaknuti ljude da se ponašaju drugačije, nego da promijene svoja uvjerenja.

Ovih sedam grešaka koje navodi Novak trebale bi se izbjeći kako bi se spajanje ili pripajanje odvijalo uspješno jer posljedice neuspjeha imaju dugoročni učinak te mogu biti kobne.

Kada je riječ o motivima za spajanje i pripajanje poduzeća, svaki autor navodi različite motive spajanja i pripajanja, a prema Škuflić i Šokčeviću (2016) glavni motivi za spajanje i pripajanje su povećanje prihoda, smanjenje troškova te povećanje efikasnosti, a to je vidljivo u Tablici 2.

Tablica 2. Motivi spajanja i pripajanja

POVEĆANJE PRIHODA	SMANJENJE TROŠKOVA	POVEĆANJE EFIKASNOSTI
<ul style="list-style-type: none"> • Povećanje prodaje kroz širenje postojećeg tržišta (domaći i prekogranični M&A) • Jačanje monopolske moći i mogućnost prodaje proizvoda po većoj cijeni (cjenovna diskriminacija) • Jačanje pregovaračke moći u procesu prodaje 	<ul style="list-style-type: none"> • Niža cijena potrebnih resursa u poslovanju • Manje porezno opterećenje resursa • Dostupnost rijetkih resursa • Atraktivne lokacije (kod hotelske industrije) • Posjedovanje patenata i licenci • Pristup distribucijskim kanalima 	<ul style="list-style-type: none"> • Veća produktivnost faktora proizvodnje • Bolja tehnološka rješenja • Razvijena infrastruktura • Ekonomija obujma i ekonomija obuhvata • Racionalizacija poslovanja kroz objedinjavanje zajedničkih funkcija poslovanja

Izvor: izrada autora prema Škuflić, Šokčević (2016:8)

4.2. Rizici spajanja i pripajanja

„Rizik se može definirati kao stanje u kojem neka odluka ima više ili nekoliko ishoda i u kojem je vjerojatnost svakog ishoda poznata ili se može ocijeniti prema načinima studije slučaja ili na temelju ranijeg iskustva“ (Pongrac, Majić, 2015:95). Svakodnevno poslovanje i donošenje odluka sa sobom nosi i određenu stopu rizičnosti te se on smatra neizostavnim dijelom svake organizacije. Najveći rizik veže se uz preuzimanje gdje se ističe rizik od mogućeg neuspjeha daljnjeg poslovanja te time propadanja cjelokupnog poslovanja. Neki od rizika koji su objašnjeni u nastavku rada su poslovni rizik, financijski rizik te rizik prijevare.

Prema smjernicama Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 155/09, čl. 15, st. 8) *poslovni rizik* se dijeli na:

- operativni rizik – rizik gubitka koji je posljedica neadekvatnog ili pogrešnog djelovanja internog i eksternog okruženja poduzeća

- pravni rizik - rizik koji nastaje zbog mogućnosti neispunjavanja ugovornih obveza putem sudskog postupka
- rizik zakonodavstva – rizik od iznenadnih i neočekivanih izmjena zakona i propisa kojima se poduzeće treba prilagoditi
- rizik ugleda – rizik koji narušava poziciju na tržištu. Svaki problem koji nastane u poduzeću te dođe do javnosti može izazvati negativne percepcije o poduzeću, a ako se ne uspije spriječiti na vrijeme dovodi do velikog gubitka i lošije pozicije na tržištu.

Do navedenih rizika može doći i prije preuzimanja poduzeća, u postupku preuzimanja te nakon preuzimanja jer rizik je prisutan u svakom koraku, a jedino što preostaje je uspješno rješavanje odnosno sprečavanje da do istog ni ne dođe.

Financijski rizik može biti i rezultat nekog od poslovnih rizika, a moguće je da do njega dođe i samostalno. Prema smjernicama Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 155/09, čl. 15, st. 8) financijski se rizik dijeli na nekoliko vrsta:

- rizik tržišta – količina ponude i potražnje proizvoda ili usluga koja poduzeća nude, a rizik dolazi od konkurencije na tržištu koja nudi iste ili slične proizvode ili usluge,
- kreditni rizik – rizik od neizvršenja obveze od jedne ugovorne strane u potpunosti ili djelomično,
- rizik likvidnosti – rizik od nemogućnosti podmirivanja svih dospjelih obveza u kratkom roku zbog nedostatka likvidnih sredstava, a često je uzrok tržišnog i kreditnog rizika.

Rizik od prijevара pojavljuje se na početku cijelog procesa spajanja ili pripajanja poduzeća i s njim se susreću svi voditelji tog postupka. Prema Houška (2015:44) postoji mogućnost za rastom tih prijevара ako:

- „poduzeće nema učinkovite unutarnje revizije i kontrole,
- poduzeće posluje privlačnim proizvodima i uslugama pogodnima za krađu,
- dokumentacija nije uredna,
- su računovodstveni i porezni propisi u djelatnosti dvojbeni i nejasni,
- je postupak praćenja poslovnih transakcija toliko zamršen da je teško shvatiti događaje.“

Ako se utvrde mogućnosti za prijevarom u poduzeću utvrđuju se pokazatelji koji upućuju na tu potencijalnu prijevaru, a prema Houška (2015:45) najčešći pokazatelji su:

- „velik nedostatak gotovine,
- veliki i neočekivani gubici,
- sprječavanje normalnog rada revizora,
- neobjašnjivi manjkovi na zalihama,
- računovodstveni modeli ne omogućuju kontrolu troškova zaliha i količine proizvedenih zaliha,
- neuobičajeno velik broj računa u odnosu na veličinu i djelatnost poduzeća,
- manjkovi ili viškovi gotovine u blagajnama i na računima,
- neusklađenost priljeva novca s prihodima i potraživanjima,
- neusklađenost odljeva novca s obvezama,
- neuobičajeno veliki računi za nejasne usluge (npr. istraživanje tržišta) plaćene drugim poduzećima,
- i brojni drugi.“

U svakoj fazi spajanja i pripajanja postoji mogućnost od određenih rizika te se tako u ranoj fazi odnosno fazi identifikacije i odabira ciljanog poduzeća poduzeće može susresti s rizikom od pogrešne procjene poslovanja poduzeća. Nadalje, u daljnjoj fazi postoje pravni rizici koji su povezani s štetnim ugovorima i protuzakornim poslovanjem poduzeća, financijskim rizikom koji pokazuje lošu sliku financijskih izvještaja. U fazi pregovora treba biti spreman na rizik od previsoke cijene provedbe spajanja ili pripajanja te na druge uvjete na koje se pristaje prilikom sklapanja dogovora o provedbi transakcije. Na kraju u posljednjoj fazi, fazi integracije, rizici s kojima se poduzeće susreće je gubitak klijenata i potrebnih zaposlenika, međusobni sukobi unutar poduzeća, stvaranje loše poslovne slike, i ostali rizici.

Navedeni rizici su dio svakodnevnog poslovanja svakog voditelja te prilikom donošenja konačnih odluka te u samom procesu odlučivanja treba procijeniti razinu rizika te pripremiti plan aktivnosti u slučaju pojave negativnih rizičnih okolnosti.

4.3. Prednosti i nedostaci spajanja i pripajanja trgovačkih društava

Svako spajanje i pripajanje sa sobom nosi određene prednosti te isto tako nedostatke te ih je zbog toga potrebno pomno promotriti prilikom sklapanja poslovanja. Prednosti koje mogu biti rezultat spajanja jesu (Novak, 2000:48):

- „Rast snage društva, povećanje udjela na tržištu te proširenje proizvodnih linija.
- Pomaže u diverzifikaciji te time smanjuje cikličke i operativne utjecaje.
- Olakšava društvu pozajmljivanje financijskih sredstava kada se spoji s tvrtkom koja ima značajna likvidna sredstva i nisku zaduženost.
- Daje dobar prinos na investicije kada je tržišna vrijednost preuzete tvrtke značajno niža od troškova njezine zamjene.
- Poboljšava u nekim slučajevima tržišnu cijenu dionica, što daje veći P/E odnos. Na primjer, dionice većeg društva mogu se doživljavati kao utrživije, sigurnije i stabilnije.
- Daje neku karakteristiku koja je nedostajala. Na primjer, to može biti bolje upravljanje razvojem.
- Ostvarenje sinergijskog učinka, što znači da je rezultat kombinacije veći od zbroja dijelova“ (Novak, 2000:48).

Bez obzira na vidljive prednosti, čak i one dugoročne prednosti mogu biti narušene poteškoćama koje su kratkoročne, ali snažnije. Mogući nedostaci spajanja jesu (Novak, 2000:48-49):

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

4.4. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja trgovačkih društava

Za mjerenje uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća koriste se tri skupine metoda. Prva skupina metoda mjere uspješnost na temelju prinosa dioničara kretanjem cijena dionica. Druga skupina mjeri uspješnost pomoću metode temeljene na računovodstvenim i financijskim pokazateljima odnosno podacima. Trećoj skupini pripada metoda mjerenjem izračuna ekonomske dodane vrijednosti.

4.4.1. Mjerenje uspješnosti kretanjem cijena dionica

Jedna od najčešće korištenih metoda za mjerenje uspješnosti jest ona na temelju kretanja cijena dionica odnosno na temelju prinosa dioničara. Ova metoda se može „izračunati iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijena dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju“ (Matić, Bilas, Bači, 2011:12).

Prema Matić, Bilas i Bači (2011) opća formula ove metode jest:

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

pri čemu su varijable sljedeće:

„ $r_{a,t}$ – prinos dionice u razdoblju t ,

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

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

$D_{a,t}$ – isplata dobitka u razdoblju t “ (Matić, Bilas, Bači, 2011:12).

Ispravnost ove metode uspješnosti zavisi o tome održavaju li cijene dionica stvarnu vrijednost poduzeća odnosno vlastitog kapitala.

4.4.2. Mjerenje uspješnosti na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja

Ova metoda mjerenja uspješnosti ima prednost što pokazuje stvarnu ekonomsku korist koju poduzeće ima od spajanja ili pripajanja i u potpunosti je usredotočena na rezultate poduzeća. Matić, Bilas i Bači (2011) smatraju da bi rezultati poslovanja trebali pokazati točnost poslovanja bez obzira na kretanje cijena dionica. Ovaj način mjerenja uspješnosti izračun je operativnog novčanog toka prije oporezivanja. Rezultat je zbroja operativne dobiti, amortizacije, kamate i poreza, što je jednako operativnoj dobiti prije kamate i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju odnosno EBITDA.

„Korištenje operativnog novčanog toka prije poreza ima svoje prednosti jer na njega ne utječe računovodstveni tretman amortizacije ili neoperativne aktivnosti, nedostatak je što zanemaruje trošak kapitala odnosno ne uzima u obzir oportunitetni trošak i stoga nije u potpunosti siguran“ (Matić, Bilas, Bači, 2011:12-13).

4.4.3. Mjerenje uspješnosti na temelju ekonomske dodane vrijednosti

Metoda mjerenja uspješnosti na temelju ekonomske dodane vrijednosti je procjena ostvarene dobiti u promatranoj godini, koja je slična metodi mjerenja neto sadašnje vrijednosti. Predstavlja dobit koja pripada dioničarima, uključivanjem svih troškova kao i oportunitetnog troška uloženog kapitala za razliku od računovodstvene dobiti koja izostavlja oportunitetni trošak te time ekonomska dodana vrijednost ispravlja taj nedostatak.

Izračun ekonomske dodane vrijednosti je sljedeći (Matić, Bilas, Bači, 2011:13):

$$\begin{aligned} \text{„EVA} &= (\text{povrat na uloženi kapital} - \text{trošak kapitala}) \times \text{uloženi kapital} = \\ &= \text{operativna dobit poslije poreza} - (\text{trošak kapitala} \times \text{uloženi kapital})\text{“} \end{aligned} \quad (2)$$

„Ekonomska dodana vrijednost predstavlja sigurniji izračun dobiti i direktno je povezana sa stvaranjem dobiti za dioničare jer uzima u obzir i rizik investicije koji se uračunava u trošak kapitala“ (Matić, Bilas, Bači, 2011:13).

Sinergijski učinak omogućava da učinak spojenih poduzeća bude veći od zbroja učinaka pojedinačnih poduzeća. Prema Novaku (2000) ona omogućava poduzeću nastalim spajanjem da postigne pozitivnu neto vrijednost pripajanja koju označujemo s NAV:

$$\text{NAV} = \text{VAB} - (\text{VA} + \text{VB}) - \text{P} - \text{E} \quad (3)$$

gdje je

VAB - kombinirana vrijednost dvije tvrtke,

VB – tržišna vrijednost dionica tvrtke B,

P – premija koja se plaća za tvrtku B,

E – troškovi postupka pripajanja,

VA – mjera vlastite vrijednosti tvrtke A.

5. Metodologija rada

Predmet istraživanja ovog diplomskog rada je analiza uspješnosti spajanja i pripajanja trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj na primjerima iz prakse. Analiza horizontalnog pripajanja provodi se na primjeru OTP banke d.d. nakon provedenog pripajanja Splitske banke d.d. 2018. godine, a analiza vertikalnog pripajanja na primjeru Droge Kolinske d.d. Atlantic grupi d.d. 2010. godine. Svrha analize promatranih spajanja i pripajanja društava je utvrditi stanje i kretanje uspješnosti nakon provedenih spajanja i pripajanja kroz promatrane godine.

Cilj diplomskog rada je utvrditi uspješnost provedenih spajanja i pripajanja provođenjem komparativne analize poslovanja odabranih poduzeća putem pokazatelja tekuće likvidnosti i pokazatelja zaduženosti. Drugi cilj je utvrditi uspješnost promatranih procesa na temelju dobiti prije poreza te ostalih ključnih financijskih podataka poduzeća.

Provođenje analize uspješnosti promatranih pripajanja temelji se na ispitivanju dviju hipoteza te se na temelju provedenog istraživanja dolazi do zaključaka o prihvaćanju ili odbacivanju hipoteza.

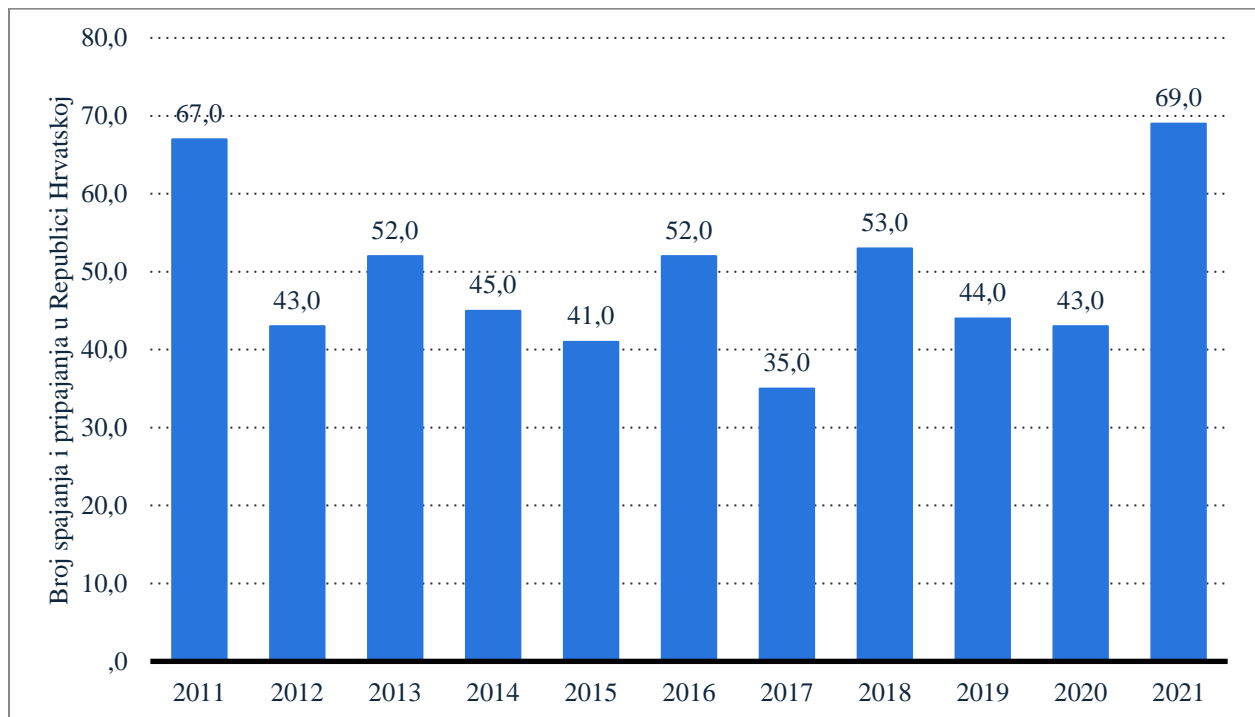
Hipoteza 1: Profitabilnost poduzeća je uvećana nakon provedenog spajanja/pripajanja odabranih poduzeća.

Hipoteza 2: Profitabilnost poduzeća poboljšava se tokom vremena nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

U okviru istraživanja korišteni su sekundarni izvori podataka dostupni u znanstvenim člancima i na internetskim izvorima (Statista, RGFI, InfoBIZ.hr i dr.), te podaci objavljeni na službenim stranicama analiziranih poduzeća. Metode istraživanja korištene u analizi su deskriptivna metoda, metoda generalizacije, metoda financijske analize, statistička metoda te induktivna metoda. Deskriptivnom metodom objašnjeni su pojmovi i činjenice koje se koriste u ovom radu jednostavnim opisivanjem te se metodom generalizacije dolazi do općenitih zaključaka. Metodom financijske analize izračunavaju se vrijednosti u empirijskom dijelu rada, a statističkom metodom dolazi se do zaključaka o prosječnoj vrijednosti promatranih poduzeća. Induktivnom metodom dolazi se do konačnih zaključaka nakon provedene analize spajanja i pripajanja poduzeća.

6. Analiza uspješnosti odabranih primjera spajanja i pripajanja trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj

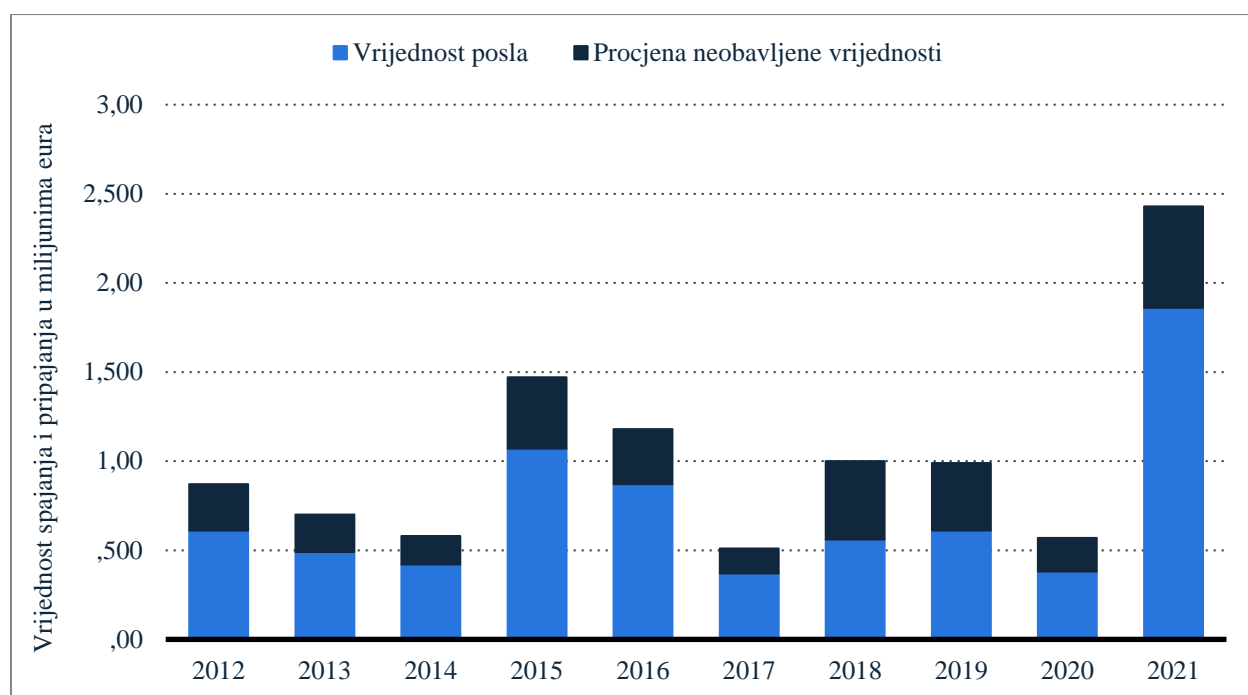
Prema statističkim podacima (Statista, 2022) prikazanim na Grafikonu 1., u periodu od 2011. do 2021. godine u Republici Hrvatskoj broj spajanja i pripajanja varira, a kreće se u intervalu od 35 do 69 godišnje. Dugi niz godina ukupan broj transakcija ostvaren 2011. godine nije premašen, a 2018. godina bilježi 53 transakcije što je najveći ostvareni broj sve do 2021. godine kada se bilježi najveći porast u posljednjih deset godina sa 69 ostvarenih akvizicija. Najveći broj akvizicija ostvaren u 2021. godini dogodio se nakon pojave COVID-19. Također, najmanji broj akvizicija dogodio se 2017. godine i broji samo 35 akvizicija. U desetogodišnjem periodu, od 2011. sve do 2021. godine, ostvaren ukupni broj akvizicija je 544.



Grafikon 1. Ukupan broj spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2011. do 2021. godine

Izvor: Statista (2022a: n.p.)

Na Grafikonu 2. prikazana je ukupna vrijednost transakcija preuzimanja izražena u milijunima eura u razdoblju od 2011. do 2021. godine u Republici Hrvatskoj. Vidljivo je da je ukupna vrijednost transakcija u padu od 2011. godine sve do 2015. godine kada je znatno odskočila i iznosila 1,07 milijardi eura za 41 transakciju, a nakon te godine vrijednost transakcija se počela smanjivati sve do 2021. godine. Najniži broj transakcija ostvaren je 2017. godine što je rezultiralo i najnižom ukupnom vrijednosti realiziranih spajanja i pripajanja u visini 370 milijuna eura. Isti broj transakcija kao i 2012. godine zabilježen je i 2020. godine, ali sa manjom ukupnom vrijednosti za 230 milijuna eura. Kao što je ostvaren najveći broj transakcija u 2021. godini tako je ostvarena i najviša ukupna vrijednost transakcija od 1,86 milijardi eura.



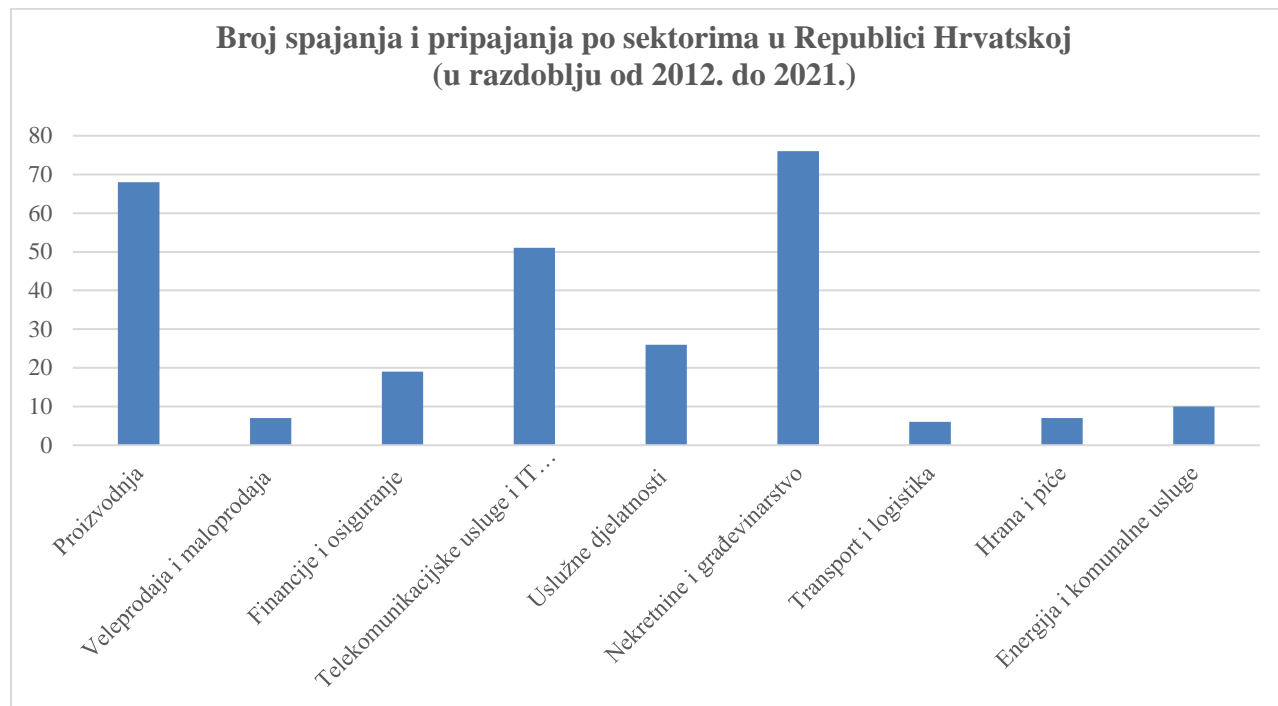
Grafikon 2. Ukupna vrijednost spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2011. do 2021. godine

Izvor: Statista (2022b: n.p.)

Lazibat, Baković i Lulić (2006) tvrde da se međudržavna spajanja i pripajanja događaju u velikom broju sektora, visoko razvijenim proizvodnim granama te uslužnim djelatnostima. Neki od primjer industrija koje karakteriziraju velika međunarodna spajanja i akvizicije su automobili, nafta, kemijski i farmaceutski proizvodi, telekomunikacije te financijske i poslovne usluge. Više od pola spajanja i akvizicija u smislu vrijednosti ugovora i opsega poslova odvija se u uslužnim

djelatnostima. Zbog važne uloge uslužne djelatnosti u spajanjima i pripajanjima ekonomija se sve više oslanja na sektor usluga (koje čine 60-70% BDP-a i zaposlenja u zemljama OECD-a) (Lazibat, Baković, Lulić, 2006:68).

Nakon 2012. godine sektor uslužnih djelatnosti u Republici Hrvatskoj slabi, što je vidljivo na Grafikonu 3., te zauzima četvrto mjesto po broju akvizicija, a od 2015. godine njegova uloga u ukupnom broju akvizicija je minimalna.



Grafikon 3. Sektori spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2012. do 2021. godine

Izvor: vlastita izrada autora prema podacima CMS Law (2022: n.p.)

Na Grafikonu 3. vidljivo je da se u Republici Hrvatskoj najveći broj spajanja i pripajanja ostvaruje u sektorima poslovanja s nekretninama i građevinarstva, proizvodnje, telekomunikacijskih usluga te IT sektoru. Od 2012. do 2014. godine proizvodnja zauzima prvo mjesto u spajanjima i pripajanjima poduzeća, a od 2015. godine značajnu ulogu i veliki skok ima poslovanje s nekretninama i građevinarstvo. Također, telekomunikacijske usluge i IT sektor od 2015. godine postaju sve značajniji na tržištima te 2021. godine zauzimaju najveći broj spajanja i pripajanja među poduzećima u Republici Hrvatskoj, pa od ukupno 69 akvizicija ovaj sektor broji njih 19.

Prema CMS, Law (2022) od ostalih sektora u kojima su provedena spajanja i pripajanja su uslužne djelatnosti koje su značajne do 2015. godine, sektor financija i osiguranja bilježe visok broj akvizicija svake godine, te sektor energije i komunalnih usluga od 2017. godine postaju sve značajniji u akvizicijama poduzeća. Sektor veleprodaje i maloprodaje iz godine u godinu imaju silaznu putanju značajnosti među akvizicijama, sektor hrane i pića nakon 2017. godine ima minimalan broj akvizicija dok 2019. godine zauzima prvo mjesto među sektorima, a transport i logistika značajni su samo 2017. godine kada su zauzimali drugo mjesto u ukupnom broju akvizicija.

U daljnjem radu provedena je analiza uspješnosti odabranih primjera horizontalnog i vertikalnog spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj.

6.1. Horizontalno pripajanje na primjeru Splitske banke d.d. i OTP banke d.d.

U okviru ovog poglavlja dani su osnovni podaci o pojedinoj banci te je analizirana uspješnost pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d. te su analizirani podaci OTP banke d.d. nakon provedenog pripajanja.

6.1.1. Osnovni podaci o bankama

Prema podacima RGFI (2018) Splitska banka d.d. („Banka“), sa sjedištem u Splitu, osnovana je u Republici Hrvatskoj 1965. godine i pruža komercijalne bankarske usluge. Banka je bila upisana u registar Trgovačkog suda u Splitu s temeljnim kapitalom od 991 milijuna kuna. (RGFI, 2018) Banka je 2006. godine postala članica francuske grupe Societe Generale te mijenja naziv u Societe Generale – Splitska banka d.d. i time postaje „peti najveći igrač na hrvatskom bankarskom tržištu“ (Tportal.hr, 2017: n.p.).

„OTP banka d.d. je ovlaštena poslovna banka koja posluje u Republici Hrvatskoj i matično je društvo Grupe OTP banke u Republici Hrvatskoj“ (RGFI, 2021). Ona je hrvatska podružnica mađarske OTP banke, a posluje od 2005. godine na području Hrvatske. „OTP banka d.d. je četvrta banka po veličini na hrvatskom bankarskom tržištu, s ukupnom aktivom od 49,5 milijardi kuna. Preko 2.000 zaposlenika banke putem razgranate mreže od preko 100 poslovnica diljem

cijele Hrvatske posluje s više od 500.000 klijenata u sektoru građanstva te u sektoru gospodarstva. Sjedište banke je u Splitu, s dijelom centralnih i poslovnih funkcija u Zadru i Zagrebu, kao i poslovnim centrima u Varaždinu, Puli, Dubrovniku i Osijeku“ (OTP, 2022b: n.p.).

Pripajanje Splitske banke d.d. OTP banci d.d. započelo je 2. svibnja 2017. godine kada je potpisan ugovor o kupnji stopostotnog udjela u Splitskoj banci. Pravni postupak pripajanja završio je 1. prosinca 2018. godine i time OTP banka d.d. postaje četvrta banka „po veličini aktive i ostvarenom rezultatu u bankarskom sustavu Hrvatske. Ukupna bilanca OTP banke je za 114% viša, tj. s 19,6 milijardi kuna na 42 milijarde kuna što joj osigurava 11% bankarskog tržišta“ (OTP banka d.d., 2018: n.p.). Ona nastavlja poslovati kao jedna banka pod nazivom OTP banka Hrvatska d.d., sa sjedištem u Splitu.

6.1.2. Komparativna analiza poslovanja banaka prije i nakon pripajanja

U nastavku je provedena komparativna analiza financijskih pokazatelja, tekuće likvidnosti i zaduženosti, prije pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d. te analiza istih pokazatelja nakon proteka vremena u OTP banci d.d. od 2017. do 2021. godine. Analiza pokazatelja tekuće likvidnosti prikazana je Tablicom 3.

Tablica 3. Pokazatelj tekuće likvidnosti OTP banke d.d. od 2017. do 2021. godine

Promatrane godine	POKAZATELJ TEKUĆE LIKVIDNOSTI
2017.	2,22
2018.	1,77
2019.	1,71
2020.	1,64
2021.	1,48

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima OTP banke d.d. (2017, 2018, 2019, 2020, 2021)

Prema godišnjim izvješćima OTP banke d.d. te izuzimanjem stavki koje odgovaraju kratkotrajnoj imovini i kratkoročnim obvezama prikazani su koeficijenti tekuće likvidnosti u Tablici 3. Koeficijenti upućuju na sposobnost banke za podmirivanje kratkoročnih obveza kratkotrajnom

imovinom. Godine prije pripajanja Splitske banke d.d., OTP banka d.d. bilježi visok koeficijent od 2,22 što ukazuje na dvostruko više kratkotrajne imovine nego što su kratkoročne obveze dospjele na naplatu. Nakon provedenog pripajanja koeficijenti su manji od 2 što znači da kratkotrajna imovina više nije dvostruko viša od kratkoročnih obveza, a na to upućuje podatak iz godine dovršenog pripajanja (2018.) kada koeficijent iznosi 1,77. U godini pripajanja kratkotrajna imovina povećala se za 24,7 milijardi kuna u odnosu na prethodnu godinu, a kratkoročne obveze također bilježe povećanje za 15,7 milijardi kuna. Nakon 2018. godine stavka novac, tekući računi kod banaka i sredstva kod Hrvatske narodne banke smanjuju se što ne rezultira smanjenjem kratkotrajne imovine. Kratkotrajna imovina 2019. godine i dalje raste s paralelnim rastom kratkoročnih obveza, a ujedno i 2020. godine kratkotrajna imovina i kratkoročne obveze bilježe povećanje. Posljednje promatrane godine nakon proteka vremena od pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d. bilježi se ponovni rast stavke novac, tekući računi kod banaka i sredstva kod Hrvatske narodne banke što rezultira daljnjim povećanjem kratkotrajne imovine te povećanjem kratkoročnih obveza. Kratkotrajna imovina društva prema financijskim izvješćima banke „veća je od kratkoročnih obveza društva i prema procjeni društva ne postoji rizik da će društvo biti u nemogućnosti podmiriti svoje kratkoročne obveze“ (OTP banka d.d., 2021a:11). Idući analizirani pokazatelj zaduženosti prikazan je Tablicom 4.

Tablica 4. Pokazatelj zaduženosti OTP banke d.d. od 2017. do 2021. godine u %

Promatrane godine	POKAZATELJ ZADUŽENOSTI
2017.	74,30
2018.	85,88
2019.	85,90
2020.	85,78
2021.	86,32

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima OTP banke d.d. (2017, 2018, 2019, 2020, 2021)

Koeficijent zaduženosti OTP banke d.d. u promatranom razdoblju, prikazan Tablicom 4., stavlja u odnos ukupne obveze i ukupnu imovinu. Koeficijent treba iznositi 50% ili manje što kod OTP banke d.d. nije slučaj, a time većim odnosom duga i imovine povećava se i financijski rizik. Nakon pripajanja Splitske banke d.d. ukupne obveze OTP banke d.d. su se povećale sa 14,6 milijardi kuna

na 36,1 milijardu kuna, te ukupna imovina koja se povećala sa 19,6 milijardi kuna na 42 milijarde kuna. Nakon pripajanja Splitske banke i drastičnog porasta kako imovine tako i obveza u narednom periodu od 2018. do 2021. godine stavke ukupne imovine i ukupnih obveza bilježe blage poraste iz godine u godinu te time se i koeficijent zaduženosti blago povećava za manje od 1% u godini.

6.1.3. Analiza uspješnosti pripajanja poduzeća na temelju dobiti prije poreza

Prema dostupnim podacima Info.BIZ-a (2022) na temelju pokazatelja profitabilnosti (neto profitna marža, povrat na kapital (ROE), povrat na imovinu (ROA)) testirane su postavljene hipoteze o uspješnosti pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d. Nakon pripajanja, od 2018. godine te s protekom vremena do 2021. godine vidljivi su rezultati pripajanja poslovnih banaka. Postavljane su dvije hipoteze:

Hipoteza 1: Profitabilnost poduzeća je uvećana nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

Hipoteza 2: Profitabilnost poduzeća poboljšava se tokom vremena nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

Pokazatelji na temelju kojih se donose rezultati testiranih hipoteza vidljivi su u Tablici 5.

Tablica 5. Dobit prije oporezivanja, neto profitna marža, povrat na kapital (ROE) i povrat na imovinu (ROA) OTP banke d.d. od 2017. do 2021. godine

Promatrane godine	DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	Neto profitna marža	ROE	ROA
2017.	65.347.010	7,65%	1,31%	0,27%
2018.	214.232.381	22,52%	4,17%	0,39%
2019.	714.236.040	36,88%	14,50%	1,32%
2020.	307.867.860	16,94%	6,28%	0,55%
2021.	780.566.671	41,38%	15,80%	1,27%

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima OTP banke d.d. (2017, 2018, 2019, 2020, 2021)

Rezultati testiranja hipoteza za OTP banku d.d. su stoga sljedeći.

Kod hipoteze 1 potvrđuje se da je profitabilnost poduzeća uvećana nakon provedenog pripajanja poduzeća, što potvrđuju podaci vidljivi u Tablici 5. Prije pripajanja poduzeća dobit prije oporezivanja bila je niža za oko 150 milijuna kuna, dok godinu nakon pripajanja vidljivo je da poduzeće bilježi iznimni rast dobiti prije oporezivanja u 2018. godini. Rezultat tog porasta dobiti pokazuje neto profitna marža koja bilježi rast za 14,87% nakon provedenog pripajanja, što znači da banka učinkovitije pretvara prihode u dobit poduzeća. Također, pokazatelji profitabilnosti poduzeća, povrat na kapital (ROE) i povrat na imovinu (ROA), ukazuju na rast vrijednosti nakon pripajanja, te bilježe zadovoljavajuću razinu profitabilnosti. ROE pokazuje vrijednost povrata na uložena sredstva, a ROA pokazuje koliko poduzeće ostvaruje dobiti na temelju vlastite imovine te prema oba koeficijenta u godini pripajanja (2018.) bilježe zadovoljavajuću razinu profitabilnosti banke te nakon pripajanja koeficijenti profitabilnosti nastavljaju rastu.

Hipoteza 2 se prihvaća jer se profitabilnost poduzeća poboljšava tokom vremena nakon provedenog pripajanja. Prema vidljivim podacima iz Tablice 5., nakon proteka vremena od dvije godine, OTP banka d.d. ostvaruje nižu vrijednost prihoda u pandemijskoj 2020. godini što je rezultiralo nižom dobiti prije oporezivanja, a u odnosu na 2019. godinu smanjuje se za 56,9%. No, 2021. godine, kada je vrijednost ostvarenih prihoda postigla rekordnu vrijednost u promatranom razdoblju, banka je ostvarila više od 150% u odnosu na prethodnu 2020. godinu, a „to se može primarno pripisati manjem iznosu rezervacija za pokriće kreditnog rizika u odnosu na prethodnu godinu, koja je bila obilježena moratorijima. Navedeni rezultat je potvrda opreznog upravljanja rizicima i ostvarenju pozitivnih trendova u poslovanju“ (OTP banka d.d., 2021a:3). Nakon godine pripajanja (2019.) koeficijenti neto profitne marže, povrata na kapital i povrata na imovinu pokazuju zadovoljavajuću razinu profitabilnosti banke zbog povećanja neto dobiti, a tome je rezultiralo povećanje neto prihoda od kamata i neto prihoda od naknada i provizija. Iduća godina (2020.) bilježi smanjenje neto dobiti što rezultira niskom profitabilnosti banke s obzirom na ekonomske posljedice pandemije uzrokovane virusom COVID-19, te posljednje promatrane godine (2021.) neto dobit raste što povećava profitabilnost banke nakon proteka vremena od provedenoj pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d.

Usporedbom pokazatelja, neto profitne marže, ROE i ROA, prije i nakon pripajanja može se utvrditi da unatoč oscilacijama u 2020. godini uslijed posljedica pandemije uzrokovane širenjem

virusa COVID-19, raste vrijednost neto dobiti i profitabilnosti OTP banke d.d. nakon provedenog pripajanja Splitske banke d.d. u 2018. godini, te se time potvrđuju postavljene hipoteze.

Hipoteza 1: Profitabilnost poduzeća je uvećana nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

Hipoteza 2: Profitabilnost poduzeća poboljšava se tokom vremena nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

6.2. Vertikalno preuzimanje na primjeru Atlantic grupe d.d. i Droge Kolinske d.d.

U ovom dijelu rada analizirano je vertikalno pripajanje poduzeća Atlantic grupa d.d., dani su osnovni podaci o Atlantic grupi d.d. i njihovim akvizicijama. Analiza se provodi na temelju akvizicije Droge Kolinske d.d. koja predstavlja jedno od tri značajnija preuzimanja za Atlantic grupu d.d.

6.2.1. Osnovni podaci o poduzeću i akvizicije

„Atlantic Grupa je jedna od vodećih prehrambenih kompanija u regiji s poznatim regionalnim robnim markama koje, uz asortiman vanjskih partnera, podržava snažan vlastiti sustav distribucije u regiji. Proizvodi Atlantic Grupe imaju značajnu prisutnost u Rusiji, zemljama ZND-a i zapadne Europe. Atlantic Grupa ukupno zapošljava oko 5300 ljudi. Sjedište kompanije je u Zagrebu, proizvodni pogoni se nalaze u Hrvatskoj, Sloveniji, BiH, Srbiji i Makedoniji, a tvrtke i predstavništva u 8 zemalja“ (Atlantic grupa d.d., 2022: n.p.). Atlantic grupa d.d. osnovana je 2002. godine nakon prvog značajnijeg preuzimanja Cedevite, a drugo veliko preuzimanje bilo je 2005. godine s Multipower, vodećim europskim proizvođačem hrane za sportaše. Iskustvo velikih preuzimanja za Atlantic grupu d.d. nastavilo se 2010. godine akvizicijom Droge Kolinske d.d.

Prvo značajnije preuzimanje Atlantic grupa d.d. bilježi 2002. godine kada je Cedevita postala glavni proizvod s najboljom maržom, a predstavljala je vodeću marku u području pića i ostalih bezalkoholnih napitaka u Republici Hrvatskoj. Drugo značajnije preuzimanje bilo je 2005. godine preuzimanjem Multipower-a, proizvođača hrane za sportaše, no tadašnji naziv kompanije bio je Halenka. Nakon dosad najveće akvizicije Droge Kolinske d.d. 2010. godine, Atlantic grupa d.d.

postaje jedna od vodećih prehrambenih kompanija u regiji. Ukupna vrijednost transakcije iznosila je 382 milijuna eura sa stopostotnim vlasništvom Atlantic grupe d.d. Droga Kolinska d.d. imala je vrijednost aktive 415 milijuna eura, dok je Atlantic grupa d.d. imala 243 milijuna eura što predstavlja preuzimanje većeg poduzeća od strane manjeg. Dugogodišnje iskustvo spajanja i pripajanja transformiralo je Atlantic grupu d.d. iz nacionalne u multinacionalnu kompaniju. U 2010. godini Atlantic grupa d.d. preuzela je sto postotno vlasništvo Kalničkih voda Bio Natura, domaćeg proizvođača voda.

„Nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d., zadržava se divizijski ustroj Atlantic Grupe u kojem je Droga Kolinska d.d. etablirana kao peta operativna divizija. Shodno navedenom, operativne divizije Atlantic Grupe su kako slijedi: Distribucija (vlastiti brendovi, eksterni brendovi), Zdravlje i njega, Sportska i aktivna prehrana, Pharma i Droga Kolinska d.d. Unutar divizije Droga Kolinska d.d. zadržana je podjela na pet poslovnih jedinica: Kava, Slatki i slani snack, Delikatesni namazi, Pića i Dječja hrana“ (Atlantic grupa d.d., 2010: n.p.).

Prema podacima Atlantic grupe d.d. (2011) ona akvizicijom Droge Kolinske d.d. postaje veličinom druga prehrambena kompanija u zemlji sa snažnom raširenošću na ruskom tržištu i razvijenim tržištima zapadne Europe. Hrvatsko tržište 2010. godine u Atlantic grupi d.d. sudjeluje s udjelom od 30 posto, Srbija je druga s 24 posto, a Slovenija treće s 13 posto. Oko 82% ukupnih prihoda od prodaje dolazi iz cijele regije (Atlantic grupa d.d., 2011: n.p.)

6.2.2. Komparativna analiza poslovanja poduzeća nakon provedenog spajanja

U nastavku je prikazana komparativna analiza osnovna dva pokazatelja, pokazatelja tekuće likvidnosti i pokazatelja zaduženosti, od 2009. do 2013. godine nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d. koje se dogodilo 2010. godine, a analiza se provodi sve do 2013. godine zbog analize promjena tijekom vremena. Prvi analizirani pokazatelj prikazan je Tablicom 6.

Tablica 6. Pokazatelj tekuće likvidnosti Atlantic Grupe d.d. od 2009. do 2013. godine

Promatrane godine	POKAZATELJ TEKUĆE LIKVIDNOSTI
2009.	1,66
2010.	1,34
2011.	1,84
2012.	1,76
2013.	1,78

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

Prema prikazima iz Tablice 6., koeficijent tekuće likvidnosti Atlantic grupe d.d. povećava se od 2011. godine nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d. U godini prije spajanja koeficijent iznosi 1,66 dok se u godini spajanja on smanjuje, a razlog toga je paralelno povećanje kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. Najmanja vrijednost ostvarena je upravo 2010. godine, a najveća godinu nakon spajanja odnosno 2011. godine i iznosi 1,84. U promatranim godinama, povećanje kratkotrajne imovine i smanjenje kratkoročnih obveza dogodio se 2011. te 2013. godine. U 2012. godini uslijedilo je smanjenje kratkotrajne imovine uz povećanje kratkoročnih obveza, te posljednje promatrane godine kratkotrajna imovina raste i kratkoročne obveze padaju, ali ukupna vrijednost koeficijenta je niža od promatrane 2011. godine te se zbog toga 2011. godine bilježi najveći koeficijent tekuće likvidnosti u promatranim godinama. Tablicom 7. analizira se pokazatelj zaduženosti Atlantic grupe d.d.

Tablica 7. Pokazatelj zaduženosti Atlantic Grupe d.d. od 2009. do 2013. godine u %

Promatrane godine	POKAZATELJ ZADUŽENOSTI
2009.	57,31
2010.	72,31
2011.	71,76
2012.	71,62
2013.	67,06

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

Koeficijent zaduženosti Atlantic grupe d.d. u promatranom razdoblju prikazan Tablicom 7., stavlja u odnos ukupne obveze i ukupnu imovinu. U pravilu koeficijent treba iznositi 50% ili manje, što nije slučaj kod Atlantic grupe d.d. jer što je veći odnos duga i imovine veći je i financijski rizik. U godini prije preuzimanja Droge Kolinske d.d. bilježi se najniža vrijednost koeficijenta, a u godini preuzimanja dogodio se porast koeficijenta za 15% što je posljedica trostrukog povećanja ukupne imovine te trostruko povećanja ukupnih obveza. Nakon provedenog pripajanja, koeficijent i dalje bilježi iznimno veliku vrijednost uz daljnje povećanje ukupnih obveza i ukupne imovine u 2011. godini. U posljednje dvije promatrane godine bilježi se smanjenje ukupnih obveza i ukupne imovine što rezultira nižim odnosom ukupnih obveza i ukupne imovine te time i nižim koeficijentom zaduženosti te time i financijskim rizikom.

6.2.3. Ključni financijski podaci Atlantic grupe d.d. nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d.

Pod ključnim financijskim podacima Atlantic grupe d.d. u promatranom razdoblju prije i nakon spajanja Droge Kolinske d.d. tablično se prikazuju prihod od prodaje, neto dobit, povrat na kapital (ROE), povrat na imovinu (ROA), neto dobit nakon manjinskih interesa, dobit prije kamata i poreza (EBIT) te dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA). Uočava se rast u skladu s očekivanjima nakon najveće akvizicije Atlantic grupe d.d. te preuzimanja Kalničkih voda Bio Natura u 2010. godini. Tablica 8. prikazuje ostvareni prihod od prodaje u promatranom razdoblju.

Tablica 8. Prihod od prodaje Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine

Promatrane godine	PRIHOD OD PRODAJE (u milijunima kuna)
2009.	2.199,4
2010.	2.269,6
2011.	4.727,8
2012.	4.930,4
2013.	5.051,3

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

Iz Tablice 8., vidljiv je rast prihoda od prodaje u 2010. godini za 3,1% na godišnjoj razini, a potaknut je rastom prihoda od prodaje u divizijama Sportska i aktivna prehrana te Pharma. Pad operativne dobiti na 74,7 milijuna kuna što je 13,9% posljedica je utjecaja gubitka u poslovanju kompanije Kalničke vode Bio Natura od 2,8 milijuna kuna. Godinu nakon pripajanja Droge Kolinske d.d. bilježi se rast prihoda od prodaje za 108,4% u odnosu na prošlogodišnje razdoblje. Najveći ostvareni bruto prihod imala je divizija Distribucije s udjelom portfelja Droge Kolinske d.d. koja iznosi 56,3% od ukupne prodaje divizije. U 2012. godini ukupni prihod od prodaje povećao se za 4,3% u odnosu na prethodnu godinu, a dinamika prodaje bilježi najveći rast u segmentima Strateških poslovnih područja preuzetih akvizicijom Droge Kolinske d.d. Posljednje promatrane 2013. godine i dalje se bilježi pozitivan trend prihoda od prodaje u iznosu od 5.051 milijuna kuna što predstavlja rast od 2,5% u odnosu na prošlogodišnje razdoblje. Najveći ostvareni rast prihoda od prodaje zabilježen je u diviziji Sportska i aktivna prehrana te Zdravlje i njega. Pokazatelji profitabilnosti Atlantic grupe d.d. prikazani su u Tablici 9.

Tablica 9. Neto dobit, neto profitna marža, ROE i ROA Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine

Promatrane godine	NETO DOBIT (u mil. kuna)	Neto profitna marža	ROE	ROA
2009.	97,3	4,43%	23,97%	5,48%
2010.	106,8	4,47%	10,51%	2,09%
2011.	54,9	1,16%	5,40%	1,03%
2012.	66,1	1,34%	6,51%	1,28%
2013.	199,0	3,94%	19,59%	3,92%

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

Postavljane su dvije hipoteze:

Hipoteza 1: Profitabilnost poduzeća je uvećana nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

Hipoteza 2: Profitabilnost poduzeća poboljšava se tokom vremena nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća.

Hipoteza da je profitabilnost poduzeća uvećana nakon provedenog preuzimanja poduzeća se odbacuje jer je vidljivo smanjenje koeficijentata profitabilnosti u promatranoj godini (2010.). Neto

profitna marža povećala se za 0,04% dok se povrat na kapital (ROE) smanjio za 13,46% zbog iznimnog povećanja dioničkog kapitala za više od 600 milijuna kuna u odnosu malo povećanje neto dobiti. Također, povrat na imovinu (ROE) bilježi smanjenje što je rezultat povećanja ukupne imovine poduzeća.

Druga postavljena hipoteza da se profitabilnost poduzeća poboljšava tokom vremena preuzimanja, djelomično se prihvaća. Prema vidljivim podacima u Tablici 9. u 2011. godini, analizirani pokazatelji bilježe nisku razinu profitabilnosti te 2012. godine bilježe blago povećanje no i dalje ukazuju na nisku profitabilnost poduzeća. Posljednje promatrane godine udvostručenja neto dobiti rezultat je povoljnog kretanja deviznih tečajeva nakon prošlogodišnjih neto gubitaka od tečajnih razlika (56,069 kuna) te smanjenja troškova kamata za 26,1% nakon uspješnog refinanciranja dugoročnih kreditnih obveza krajem 2012. godine. U odnosu na prethodnu godinu (2012.), mjereno pokazateljima, profitabilnost poduzeća 2013. godine bilježi visoke koeficijente čime se potvrđuje uspješnost poslovanja nakon proteka vremena od provedenog preuzimanja.

Usporedbom profitabilnosti prije i nakon provedenog preuzimanja može se utvrditi da je profitabilnost izrazito niska u godinama nakon preuzimanja sve do posljednje promatrane godine kada profitabilnost ponovno počinje rasti.

Tablica 10. Neto dobit nakon manjinskih interesa Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine

Promatrane godine	NETO DOBIT NAKON MANJINSKIH INTERESA (u mil. kuna)
2009.	85,1
2010.	95,0
2011.	46,6
2012.	55,2
2013.	194,9

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

Podaci o neto dobiti nakon manjinskih interesa prikazani su Tablicom 9., gdje je vidljivo prvo povećanje neto dobiti u godini pripajanja Droge Kolinske d.d., a iznosi 106,797 milijuna kuna te nakon odbitka manjinskih interesa iznos se smanjuje na 94,993 milijuna kuna. Nakon provedenog spajanja 2011. godine neto dobit se smanjuje se za 48,6% i iznosi 54,892 milijuna kuna te nakon

odbitka manjinskih interesa od 8,291 neto dobit iznosi 46,601 milijuna kuna. Nakon značajnog smanjenja neto dobiti u godini nakon spajanja, 2012. godine uslijedilo je blago povećanje neto dobiti za 8,6 milijuna kuna što je rast od 18,5% nakon manjinskih interesa. Razlog smanjenja neto dobiti u 2011. i 2012. godini su visoki operativni troškovi, odnosno poduzeće bilježi visoke financijske rashode što rezultira nižom ostvarenom dobiti. Posljednja promatrana godina imala je najznačajnije povećanje od 253%, uzrokovano značajno nižim troškovima kamata nakon prošlogodišnjeg refinanciranja odnosno smanjenja financijskih rashoda za otprilike 150 milijuna kuna te se time bilježi rast dobiti iz poslovanja. Dobit prije kamata i poreza (EBIT) prikazuje se Tablicom 11.

Tablica 11. Dobit prije kamata i poreza (EBIT) Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine

Promatrane godine	DOBIT PRIJE KAMATA I POREZA (EBIT) (u milijunima kuna)
2009.	146,2
2010.	152,7
2011.	351,5
2012.	399,2
2013.	424,6

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

U Tablici 10., prikazana je dobit prije kamata i poreza (u daljnjem tekstu EBIT), kao pokazatelj profitabilnosti koji prikazuje zaradu poduzeća prije nego plati kamate i poreze, a zbroj je neto dobiti, kamata i poreza. Ona 2010. godine iznosi 165 milijuna kuna što je promjena od 7,2% u odnosu na prethodnu godinu prije pripajanja Droge Kolinske d.d. Nakon odbijanja jednokratnih utjecaja, EBIT se mijenja za postotak od samo 4,3% u odnosu na godinu prije. Nakon provedenog najvećeg pripajanja za Atlantic grupu d.d., 2011. godine normalizirani EBIT raste za više od 110% u odnosu na 2010. godinu što je više za 198,8 milijuna kuna odnosno ona je „2,1 puta viša u odnosu na ostvarenje kompanije u 2010. godini uz zadržavanje marži na istim razinama, odražavajući pritom utjecaj finaliziranog procesa alokacije kupoprodajne cijene za Drogu Kolinsku na amortizaciju materijalne i nematerijalne imovine u 2011. godini“ (Atlantic grupa d.d., 2011:13). Udvostručenje profitabilnosti ostvareno je zbog divizije Distribucije, a ponajviše zbog distribucije portfelja Droge Kolinske d.d. EBIT u iznosu od 395,1 milijuna kuna bilježi se 2012. godine što je

povećanje od 18% u odnosu na godinu prije, normalizirani EBIT raste za 13,6%. „Na rast dobiti prije kamata i poreza dodatno je utjecala i niža amortizacija koja je rezultat efikasnijeg upravljanja postojećim resursima te sukladno tome manjom potrebom za novim ulaganjima“ (Atlantic grupa d.d., 2012:12). Posljednje promatrane godine bilježi porast od 6,4% što je najniže povećanje od godine nakon pripajanja Droge Kolinske d.d. Atlantic grupi d.d. Zadnji analizirani financijski podataka dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) prikazan je u Tablici 12.

Tablica 12. Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) Atlantic grupe od 2009. do 2013. godine

Promatrane godine	EBITDA (u milijunima kuna)
2009.	189,4
2010.	207,8
2011.	517,3
2012.	558,6
2013.	590,8

Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Atlantic grupe d.d. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)

Podaci prikazani u Tablici 12. pokazuju rast dobiti prije kamata, poreza i amortizacije (u daljnjem tekstu EBITDA) odnosno normaliziranu EBITDA. „Njome se osim kamata i poreza nastoji umanjiti i utjecaj amortizacije na mogućnost zarađivanja poduzeća“ (Liberfin, 2020: n.p.). Kod izračunavanja EBITDA, amortizacija se dodaje dobiti iz poslovanja, odnosno na dobit prije kamata i poreza dodaje se amortizacija. U godini pripajanja Droge Kolinske d.d. bilježi se rast EBITDA za 11,7% i ona iznosi 220 milijuna kuna odnosno EBITDA bez jednokratnih utjecaja raste za 8,9%. Godinu nakon pripajanja Droge Kolinske d.d. normalizirana EBITDA raste za 149% što je 2,6 puta više u odnosu na 2010. godinu. „Viša marža prvenstveno odražava promjene u prodajnom miksu sa značajno povećanim udjelom vlastitih brandova na konsolidiranoj razini u 2011. godini“ (Atlantic grupa d.d., 2011:13). Pozitivan trend rasta nastavlja se i u 2012. godini gdje EBITDA raste za 14,9% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine i iznosi 575,1 milijuna kuna odnosno

normalizirana raste za 8,0%. U posljednjoj promatranoj 2013. godini, normalizirana EBITDA raste za 5,8% u odnosu na prethodno promatrano razdoblje i iznosi 590,8 milijuna kuna.

7. Rasprava

U empirijskom istraživanju analizirana su spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj provedbom analize tržišta te analizom uspješnosti provedenih pripajanja odabranih poduzeća. U prvom dijelu istraživanja provedena je analiza u razdoblju od 2011. do 2021. godine za ukupan broj transakcija koje su se odvile u Republici Hrvatskoj. Promatrajući navedeno razdoblje dugi niz godina 2011. godina je ostala vodeća po broju provedenih akvizicija, ali ne i po ostvarenoj najvećoj vrijednosti ukupnog broja provedenih akvizicija. Prema ukupnom broju vrijednosti transakcija, 2015. godine bilježi se najveća vrijednost provedenih akvizicija od 1,07 milijardi eura za 41 transakciju. Sve do 2021. godine nije premašena vrijednost ostvarena 2015. godine. Naime, 2021. godina bilježi ostvareni najveći broj transakcija kao i najveću ostvarenu ukupnu vrijednost od 1,86 milijardi eura za 69 provedenih akvizicija. Od 2015. godine veliki skok među sektorima bilježi poslovanje s nekretninama i građevinarstvo te telekomunikacijske usluge i IT sektor, koji postaju vodeći sektori iz godine u godinu s ostvarenim najvećim brojem provedenih akvizicija u ukupnom broju akvizicija.

Drugi dio empirijskog istraživanja proveden je kroz analiziranje horizontalne integracije na primjeru Splitske banke d.d. i OTP banke d.d. 2018. godine. Horizontalna integracija povezuje slična poduzeća čiji proizvodi mogu biti i supstituti pa su prema tome izabrana poduzeća iz iste grane djelatnosti. Pripajanje je započeto 2017. godine te se završava 2018. godine nakon koje OTP banka d.d. postaje četvrta banka po veličini na hrvatskom bankarskom tržištu. Komparativnom analizom poslovanja na temelju pokazatelja tekuće likvidnosti u promatranim godinama vidljivo je kako se koeficijent nakon provedenog pripajanja smanjuje iz godinu u godinu (1,77 u 2018., 1,71 u 2019., 1,67 u 2020. te 1,48 u 2021.) što je rezultat visokog povećanja kratkotrajne imovine no još većeg postotnog povećanja kratkoročnih obveza. Ipak i nadalje je kratkotrajna imovina veća od kratkoročnih obveza što znači da u kraćem roku ne postoji rizik da će OTP banka d.d. biti u nemogućnosti podmiriti svoje kratkoročne obveze. Također, koeficijent zaduženosti bilježi blagi rast kroz godine (85,88 u 2018., 85,90 u 2019., 85,78 u 2020. te 86,32 u 2021.), a povećavaju se i ukupna imovina i ukupne obveze. Koeficijent zaduženosti iznosi više od 50% što znači da se povećava financijski rizik banke kroz promatrane godine.

Na temelju postavljenih hipoteza koje ispituju rezultat pripajanja putem ostvarene profitabilnosti (nete profitne marže, ROE, ROA) analizirana je uspješnost pripajanja Splitske banke d.d. OTP

banci d.d., koja je realizirana tijekom 2017. i 2018. godine. Nakon pripajanja Splitske banke d.d. OTP banka d.d. je u prvoj godini zabilježila povećanje dobiti prije poreza za oko 150 milijuna kuna, a u sljedećim godinama je taj rast još u većoj mjeri izražen (214,2 mil. HRK u 2018., 714,2 mil. HRK u 2019., 307,9 mil. HRK u 2020. te 780,6 mil. HRK u 2021.). Profitabilnost banke potvrđena je koeficijentima neto profitne marže koja bilježi rast za 14,87% u prvoj godini nakon pripajanja (sa 7,65% u 2017. na 22,52% u 2018.) dok ROE i ROA rastu u odnosu na prethodnu godinu (s 1,31% u 2017. na 4,17% u 2018.; s 0,27% u 2017. na 0,39% u 2018.) te ova dva pokazatelja ukazuju na zadovoljavajuću razinu povrata na uloženu imovinu. S obzirom na navedeno prva hipoteza koja tvrdi da je profitabilnost poduzeća uvećana nakon provedenog spajanja/pripajanja poduzeća je prihvaćena. Druga hipoteza, da se tokom vremena profitabilnost poduzeća povećava, također se prihvaća. U 2020. godini bilježi se smanjenje koeficijenata (neto profitna marža s 36,88% u 2019. na 16,94% u 2020.; ROE s 14,50% u 2019. na 6,28% u 2020.; ROA s 1,32% u 2019. na 0,55% u 2020.) s obzirom na ekonomske posljedice pandemije uzrokovane virusom COVID-19, u odnosu na 2019. godinu kada su koeficijenti profitabilnosti bilježili visoku razinu. Nakon smanjenja u pandemijskoj 2020. godini, u posljednjoj promatranoj godini (2021.) slijedi povećanje dobiti prije poreza za više od 150% u odnosu na prethodnu 2020. godinu te prema tome i koeficijenti profitabilnosti bilježe vrlo dobre rezultate (neto profitna marža s 16,94% u 2020 na 41,38% u 2021.; ROE s 6,28% u 2020 na 15,80% u 2021.; ROA s 0,55% u 2020. na 1,27% u 2021.). Usporedbom pokazatelja u razdobljima prije i nakon pripajanja, banka bilježi povećanje profitabilnosti što ukazuje na dobre rezultate poslovanja u promatranim godinama.

Posljednji dio empirijskog istraživanja odnosi se na vertikalnu integraciju poduzeća na primjeru Atlantic grupe d.d. i pripajanja Droge Kolinske d.d. 2010. godine koja predstavlja najveće pripajanje za Atlantic grupu d.d.. Vertikalna integracija se odnosi na preuzimanje poduzeća koja posluju na različitim razinama proizvodnog procesa. Nakon preuzimanja Droge Kolinske d.d., Atlantic grupa d.d. postaje vodeća prehrambena kompanija u regiji, a to preuzimanje je preuzimanje većeg poduzeća od strane manjeg. Komparativnom analizom poslovanja prema pokazatelju tekuće likvidnosti vidljiv je pad koeficijenta u godini spajanja, a razlog tomu je paralelno povećanje kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza čime je ostvarena najniža vrijednost koeficijenta u promatranim godinama. Nakon 2010. godine kada je zabilježen najniži koeficijent u promatranom razdoblju (1,34, što je pad s 1,66 iz 2009.) slijedi povećanje

koeficijenta, a najveća ostvarena vrijednost je 2011. godine i iznosi 1,84 kada se bilježi povećanje kratkotrajne imovine i smanjenje kratkoročnih obveza. Navedeno ukazuje na provedenu konsolidaciju poslovanja u prvoj godini nakon pripajanja. Također, u posljednje dvije promatrane godine bilježi se povećanje kratkotrajne imovine i smanjenje kratkoročnih obveza te u obje godine ovaj koeficijent bilježi dobre vrijednosti (1,76 u 2012., 1,78 u 2013.) iako sada niže od prethodne 2011. godine. Pokazatelj zaduženosti Atlantic grupe d.d. ukazuje na veći financijski rizik u promatranim godinama. U godini pripajanja (2010.) koeficijent raste za 15% u odnosu na godinu prije provedenog pripajanja (sa 57,31 u 2009. na 72,31 u 2010.) te time bilježi najveći koeficijent u promatranim godinama (71,76 u 2011., 71,62 u 2012., 67,06 u 2013.). U promatranom razdoblju Atlantic grupa d.d. nije provodila nove konsolidacije niti veće investicije. Među izdvojenim ključnim financijskim podacima Atlantic grupe d.d. je prihod od prodaje, neto profitna marža, povrat na kapital (ROE), povrat na imovinu (ROA), dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) te dobit prije kamata i poreza (EBIT). Pritom EBITDA i prihod od prodaje bilježe pozitivan trend iz godine u godinu sa značajnim povećanjem od 2010. godine nakon pripajanja Droge Kolinske d.d. Prihod od prodaje bilježi povećanje za 108,4% (s 2.269,6 mil. HRK u 2010. na 4.727,8 mil. HRK u 2011.) s najvećim ostvarenjem u segmentima poslovanja nakon pripajanja Droge Kolinske d.d. Na temelju postavljenih hipoteza analizirana je profitabilnost poduzeća nakon provedenog preuzimanja pomoću neto profitne marže koja bilježi smanjenje od 2010. godine (4,47% u 2010., 1,16% u 2011., 1,34% u 2012., 3,94% u 2013.), ROE koji bilježi najveći koeficijent posljednje promatrane godine (10,51% u 2010., 5,40% u 2011., 6,51% u 2012., 19,59% u 2013.) te ROA također s najvećim koeficijentom u 2013. godini (2,09% u 2010., 1,03% u 2011., 1,28% u 2012., 3,92% u 2013.).

Prva postavljena hipoteza se odbacuje zbog smanjenja koeficijenata profitabilnosti u odnosu na prethodnu godinu (ROE s 23,97% u 2009. na 10,51% u 2010.; ROA s 5,48% u 2009. na 2,09% u 2010.). Druga hipoteza, da se tokom vremena profitabilnost poduzeća povećava djelomično se prihvaća jer nakon godine preuzimanja, profitabilnost bilježi niske koeficijente. Tek posljednje promatrane godine (2013.) koeficijenti rastu te time bilježe visoku razinu profitabilnosti. Usporedbom godine prije i nakon preuzimanja profitabilnost je niža, no s daljnjim protekom vremena profitabilnost raste. Neto dobit nakon manjinskih interesa koji se nakon provedenog pripajanja smanjuje za 48,6% (s 95,0 mil. HRK u 2010. na 46,6 mil. HRK u 2011.) te narednih godina bilježi značajno povećanje u 2013. godini za 253% (s 55,2 mil. HRK u 2012. na 194,9 mil.

HRK u 2013.) do čega su doveli niži troškovi kamata nakon refinanciranja financijskih obveza provedenog u prethodnoj godini. Posljednji promatrani financijski podaci su EBIT koji raste za više od 110% (sa 152,7 mil. HRK u 2010. na 351,5 mil. HRK u 2011. te 399,2 mil. HRK u 2012.) što je više za 198,8 milijuna kuna, te EBITDA koja raste za 149% (sa 207,8 mil. HRK u 2010. na 517,3 mil. HRK u 2011. te 558,6 mil. HRK u 2012. godini) što je dva puta više u odnosu na prethodnu 2010. godinu

Nakon provedenog istraživanja i analize horizontalne i vertikalne integracije odabranih poduzeća vidljivi su pozitivni rezultati u promatranim godinama nakon provedenog spajanja i pripajanja poduzeća. Rezultati postavljenih hipoteza pokazuju da je profitabilnost OTP banke d.d. bolja nakon provedenog pripajanja, dok je kod Atlantic grupe d.d. profitabilnost niža u odnosu na godinu prije preuzimanja Droge Kolinske d.d. te joj tek nakon proteka vremena i provedene konsolidacije profitabilnost počinje rasti no iako je ostvarila značajno povećanje opsega poslovanja promatrano vrijednošću ukupne imovine te rastom poslovnih prihoda i neto dobiti, Atlantic grupa d.d. do 2013. godine nije uspjela ostvariti profitabilnost koja je ostvarena u razdoblju prije spajanja.

8. Zaključak

Ovaj diplomski rad se sastoji od teorijskog dijela i empirijskog istraživanja u kojem je provedena analiza spajanja i pripajanja odabranih poduzeća u Republici Hrvatskoj. Kroz teorijski okvir pojašnjeni su pojmovi spajanja i pripajanja te su analizirane njihove osnovne značajke. Spajanja i pripajanja poduzeća odvijala su se kroz sedam faza tokom povijesti gdje je svaka faza obilježena različitim značajkama i vrstama, od horizontalnih, vertikalnih i konglomeratskih spajanja do prijateljskih i neprijateljskih spajanja i pripajanja. Pripajanja podrazumijevaju pripajanje jednog društva drugome, dok se spajanje odnosi na stvaranje potpunog novog društva koje osnivaju dva ili više društava uključena u proces spajanja. U istraživačkom dijelu rada analizirana su dva odabrana primjera koji prikazuju horizontalnu integraciju poduzeća i to primjer pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d. gdje se povezuju slična poduzeća čiji proizvodi mogu biti supstituti, i vertikalne integracije poduzeća na različitim razinama proizvodnog procesa na primjeru pripajanja Droge Kolinske d.d. Atlantic grupi d.d. Postoje brojni razlozi zbog kojih se poduzeće odlučuje na spajanje i pripajanje, a oni koji se spominju u radu su eliminacija konkurencije, povećanje tržišnog udjela, diverzifikacija i ostali. Glavni motivi za spajanje i pripajanje su mogućnost povećanja prihoda, smanjenja troškova te povećanje efikasnosti poslovanja. Svako poslovanje na tržištu sa sobom nosi određene rizike pa tako i poslovanje prilikom spajanja i pripajanja razlikuje poslovni rizik, financijski, rizik od prijevare te brojne druge rizike. Prema svemu navedenom proces spajanja i pripajanja nosi sa sobom i brojne prednosti i nedostatke za poduzeća te je prilikom pokretanja postupka spajanja i pripajanja važno dobro ocijeniti isplativost i profitabilnost provedbe postupka.

Horizontalna integracija je analizirana na primjeru pripajanja Splitske banke d.d. OTP banci d.d. Postupak pripajanja bio je završen 2018. godine. Komparativnom analizom i analizom na temelju pokazatelja profitabilnosti (neto profitna marža, ROE, ROA) u promatranom razdoblju od 2017. do 2021. godine može se zaključiti kako se provedeni postupak za OTP banku d.d. pokazao uspješnim, unatoč oscilacijama u profitabilnosti u 2020. godini koje su nastale uslijed posljedica pandemije. Vertikalna integracija analizirana je na primjeru pripajanja Droge Kolinske d.d. 2010. godine Atlantic grupi d.d. Postupak je bio vrlo važan za daljnji rast i uspješan s protekom vremena za Atlantic grupu d.d. što pokazuje provedena komparativna analiza te prikaz ključnih financijskih podataka (prihod od prodaje, neto profitna marža, ROE, ROA, EBIT, EBITA) u razdoblju od 2009.

do 2013. godine. Na temelju provedenih analiza spajanja i pripajanja promatranih poduzeća ocjenjuju se uspješnim za OTP banku d.d. koja je ostvarila veću vrijednost nakon provedenog pripajanja. Atlantic grupa d.d. nakon provedenog pripajanja bilježi niže vrijednosti zbog visokog rasta zaduživanja te pad profitabilnosti. Naime, iako su pokazatelji ostvarene neto dobiti, EBIT, EBITDA te prihod od prodaje vrlo brzo nakon pripajanja pokazali znatno više vrijednosti, tek nakon proteka dvije godine od postupka preuzimanja Droge Kolinske d.d. profitabilnost Atlantic grupe d.d. (neto profitna marža, povrat na imovinu i povrat na kapital) pokazuje znakove značajnijeg oporavka, što ukazuje na kompleksnost ovakvih poslovnih procesa zbog potrebe prilagodbi poslovanja nakon pripajanja.

Ograničenje istraživanja ovog diplomskog rada je to što je provedeno na temelju dva odabrana poduzeća odnosno na temelju malog uzorka. Prema tome, rezultati nisu reprezentativni za sva poduzeća jer se istraživanje provodilo na malom uzorku i na osnovu relativno malog broja financijskih pokazatelja bez sveobuhvatnije financijske analize. Dodatni doprinos istraživanju dala bi analiza svih financijskih pokazatelja većeg broja provedenih spajanja i pripajanja na području Republike Hrvatske kroz duže vremensko razdoblje.

Literatura

1. Atlantic grupa d.d. (2011). Rast prihoda i profitabilnosti. Dostupno na: <https://www.atlanticgrupa.com/hr/novosti/korporativne/rast-prihoda-i-profitabilnosti/> (pristupljeno 23. lipnja 2022.)
2. Atlantic grupa d.d. (2022). Godišnja izvješća. Dostupno na: <https://www.atlanticgrupa.com/hr/investitori/financijski-izvjestaji/> (pristupljeno 23. lipnja 2022.)
3. Brealey, R.A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). *Osnove korporativnih financija*. Zagreb: Mate: Zagrebačka škola ekonomije i managementa.
4. CMS Law (2022). Emerging Europe: M&A Report. Dostupno na: <https://cms.law/en/int/> (pristupljeno 21. lipnja 2022.)
5. Fina (2022). Info.BIZ. Dostupno na: <https://infobiz.fina.hr/serviceinfo> (pristupljeno 22. lipnja 2022.)
6. Gadget-info.com (2019). Razlika između horizontalne i vertikalne integracije. Dostupno na: <https://hr.gadget-info.com/difference-between-horizontal> (pristupljeno 21. lipnja 2022.)
7. GM Business & Lifestyle (2015). Akvizicija i spajanje. Da li da te kupim?. Dostupno na: <https://gmbusiness.biz/akvizicije-i-spajanja-da-li-da-te-kupim/> (pristupljeno 4. siječnja 2022.)
8. Hitt, M. A., Duane Ireland, R., Hoskisson, R. E., Rowe, G., Sheppard, J. (2006). *Strategic Management: Competitiveness and Globalization. Acquisition and Restructuring Strategies*, Chapter Eight - Nelson 2006, str. 35.
9. Horak, H., Dumančić, K., Šafranko, Z. (2013). *Sloboda poslovnog nastana trgovačkih društava u pravu Europske unije*. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet.
10. Horvat, Đ., Perkov, D., Trojak, N. (2012.) *Strategijsko upravljanje i konkurentnost u novoj ekonomiji*. Zagreb: Edukator.
11. Houška, M. (2015). Upravljanje rizicima prijevare s aspekta poslovne forenzike. *Porezni vjesnik*, 6, 40-46.
12. Howson, P. (2006). *Due Diligence*. Zagreb: Masmedia, Poslovni dnevnik.

13. Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (2021). M&A Statistics. Dostupno na: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (pristupljeno 2. siječnja 2022.)
14. Investopedia (2021). Proxy fight. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/p/proxyfight.asp> (pristupljeno 3. siječnja 2022.)
15. Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006). Međunarodna spajanja i akvizicije u Hrvatskoj gospodarskoj praksi. *Ekonomski pregled*, 57 (1-2), 64-79. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/8015> (pristupljeno 2. siječnja 2022.)
16. Liberfin (2020). EBITDA. Dostupno na: <https://liberfin.hr/ebitda/> (pristupljeno 23. lipnja 2022.)
17. Lider.media (2015). Kako se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti. Dostupno na: [Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti \(lider.media\)](#) (pristupljeno 3. siječnja 2022.)
18. Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011). Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. *Ekonomski vjesnik*, XXIV(1), str. 11-32. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/70555> (pristupljeno: 15. veljače 2022.)
19. Mihalik-Čolak, M. (2006). Moguće taktike u procesu preuzimanja kompanija. *Bankarstvo*. 3/4, str. 37
20. Novak, B. (2000). Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava. *Ekonomski vjesnik*, br. 1 i 2 (13): 47-55. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/294906> (pristupljeno 4. siječnja 2022.)
21. Odvjetničko društvo Vaić & Dvorničić (2014). Pripajanje i spajanje društva s ograničenom odgovornošću u Republici Hrvatskoj. Dostupno na: [PRIPAJANJE I SPAJANJE DRUŠTAVA S OGRANIČENOM.. \(vaic.hr\)](#) (pristupljeno 2. siječnja 2022.)
22. OTP banka d.d. (2022a). Godišnja izvješća. Dostupno na: <https://www.otpbanka.hr/o-nama/godisnja-izvjesca> (pristupljeno 22. lipnja 2022.)
23. OTP banka d.d. (2022b). O nama. OTP banka. Dostupno na: <https://www.otpbanka.hr/o-nama/otp-banka> (pristupljeno 22. lipnja 2022.)
24. Pongrac, B., Majić, T. (2015). Upravljanje poslovnim rizicima. *Tehnički glasnik*, 9(1), 94-98.

25. Registar godišnjeg financijskog izvještaja (2018). Javna objava, Splitska banka d.d.
Dostupno na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> (pristupljeno 22. lipnja 2022.)
26. Registar godišnjeg financijskog izvještaja (2021). Javna objava, OTP banka d.d.
Dostupno na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> (pristupljeno 22. lipnja 2022.)
27. Rupčić, N. (2003). Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu. *Ekonomska istraživanja*, 16 (2), 94-104.
28. Sikavica, P., Novak, M. (1999). *Poslovna organizacija*. [Online]. Zagreb, Informator.
Dostupno na: <https://unvi.edu.ba/Files/sikavica%20i%20novak%20-%20poslovna%20organizacija-knjiga.pdf> (pristupljeno 4. siječnja 2022.)
29. Statista (2022a). Number of merger and acquisition (M&A) transactions in Croatia from 2011 to 2021. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/412382/m-and-a-croatia-number-of-deals/> (pristupljeno 21. lipnja 2022.)
30. Statista (2022b). Total value of merger and acquisition (M&A) transactions in Croatia from 2011 to 2021. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/412386/croatia-aggregate-value-of-deals/> (pristupljeno 21. lipnja 2022.)
31. Škuflić, L., Šokčević, S. (2016). *Učinci preuzimanja poduzeća u Hrvatskom gospodarstvu*. Knowledge based sustainable economic development, International scientific conference - ERAZ 2016, Beograd, Srbija, str. 97-106.
32. The Business Professor (2021). Proxy Fight or Contest – Explained. Dostupno na: https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-governance/proxy-fight-definition (pristupljeno 4. siječnja 2022.)
33. Tportal.hr (2017). OTP kupuje Splitsku banku. Dostupno na: <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/otp-kupuje-splitsku-banku> (pristupljeno 22. lipnja 2022.)
34. Vidučić, Lj. (2015). *Financijski menadžment*. 9. dopunjeno i izmijenjeno izd., Zagreb: RRiF plus.
35. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga. Smjernice za identificiranje, mjerenje i praćenje rizika kojima je u svojem poslovanju izloženo društvu za osiguranje odnosno društvu za reosiguranje (NN 155/09).

Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2009_12_155_3859.html
(pristupljeno: 5. siječnja 2022.)

36. Zakon o trgovačkim društvima (NN 111/93, 40/19). Dostupno na:
<https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima>
(pristupljeno: 2. siječnja 2022.)

Popis tablica

Tablica 1. Razlozi i problemi prilikom spajanja ili pripajanja.....	17
Tablica 2. Motivi spajanja i pripajanja	19
Tablica 3. Pokazatelj tekuće likvidnosti OTP banke d.d. od 2017. do 2021. godine	31
Tablica 4. Pokazatelj zaduženosti OTP banke d.d. od 2017. do 2021. godine u %.....	32
Tablica 5. Dobit prije oporezivanja, neto profitna marža, povrat na kapital (ROE) i povrat na imovinu (ROA) OTP banke d.d. od 2017. do 2021. godine	33
Tablica 6. Pokazatelj tekuće likvidnosti Atlantic Grupe d.d. od 2009. do 2013. godine.....	37
Tablica 7. Pokazatelj zaduženosti Atlantic Grupe d.d. od 2009. do 2013. godine u %.....	37
Tablica 8. Prihod od prodaje Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine	38
Tablica 9. Neto dobit, neto profitna marža, ROE i ROA Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine.....	39
Tablica 10. Neto dobit nakon manjinskih interesa Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine.....	40
Tablica 11. Dobit prije kamata i poreza (EBIT) Atlantic grupe d.d. od 2009. do 2013. godine ..	41
Tablica 12. Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) Atlantic grupe od 2009. do 2013. godine.....	42

Popis slika

Slika 1. Pripajanje društva	2
Slika 2. Spajanje poduzeća	3
Slika 3. Faze spajanja ili pripajanja poduzeća	10
Slika 4. Spajanja i preuzimanja u svijetu	14
Slika 5. Spajanja i preuzimanja u Europi.....	15

Popis grafikona

Grafikon 1. Ukupan broj spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2011. do 2021. godine	27
Grafikon 2. Ukupna vrijednost spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2011. do 2021. godine.....	28
Grafikon 3. Sektori spajanja i pripajanja u Republici Hrvatskoj od 2012. do 2021. godine	29