

# Financijski šah-mat: razotkrivanje strateških poteza u transakcijama spajanja i pripajanja

---

Runje, Maria

Undergraduate thesis / Završni rad

2024

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:759198>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-22**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni prijediplomski studij, smjer Ekonomija i poslovna ekonomija

Maria Runje

**FINANCIJSKI ŠAH-MAT: RAZOTKRIVANJE STRATEŠKIH  
POTEZA U TRANSAKCIJAMA SPAJANJA I PRIPAJANJA**

Završni rad

Osijek, 2024.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni prijediplomski studij, smjer Ekonomija i poslovna ekonomija

Maria Runje

**FINANCIJSKI ŠAH-MAT: RAZOTKRIVANJE STRATEŠKIH  
POTEZA U TRANSAKCIJAMA SPAJANJA I PRIPAJANJA**

Završni rad

**Kolegij: Makroekonomija**

JMBAG: 0010237885

e-mail: [mrunje@efos.hr](mailto:mrunje@efos.hr)

Mentor: prof. dr. sc. Đula Borozan

Osijek, 2024.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
University undergraduate study of Business Economics and Economics

Maria Runje

**FINANCIAL CHECKMATE: REVEALING STRATEGIC  
MOVES IN MERGER AND ACQUISITION TRANSACTIONS**

Final paper

Osijek, 2024

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

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni 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 suglasna trajnom pohranjivanju i objavljivanju mog rada 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 visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan s dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studentice:** Maria Runje

**JMBAG:** 0010237885

**OIB:** 93602234355

**e-mail za kontakt:** mrunje@efos.hr

**Naziv studija:** Ekonomija i poslovna ekonomija

**Naslov rada:** Financijski šah-mat: razotkrivanje strateških poteza u transakcijama spajanja i pripajanja

**Mentor rada:** prof. dr. sc. Đula Borozan

U Osijeku, 9.9.2024. godine

Potpis \_\_\_\_\_  


# **Financijski šah-mat: razotkrivanje strateških poteza u transakcijama spajanja i pripajanja**

## **SAŽETAK**

Na brzorastućem i dinamičnom tržištu transakcije spajanja i pripajanja glavni su pokretači rasta, omogućavajući poduzećima širenje tržišne prisutnosti, ulazak u nove industrije te povećanje konkurentske prednosti. Aktivnosti spajanja i pripajanja predstavljaju značajne ekonomske transakcije, s potencijalom da stvore, ali i unište vrijednost u značajnim razmjerima. Početkom 2000-ih godina tehnološki je napredak doveo do povećanih ulaganja i intenziviranja aktivnosti spajanja i pripajanja, kako u svijetu, tako i na europskom tržištu. Međutim, današnja situacija obilježena je fluktuacijama i oporavkom uzrokovanim nepovoljnim globalnim uvjetima, zbog čega tržišta prolaze kroz fazu oporavka. Jedna od najznačajnijih akvizicija u hrvatskoj povijesti dogodila se kupovinom slovenske tvrtke Droga Kolinska d.d. od strane hrvatske Atlantic Grupe d.d. u 2010. godini. Navedena je akvizicija omogućila Atlantic Grupi značajno širenje geografske prisutnosti, kao i diversifikaciju proizvoda, koji danas drže vodeće pozicije na europskom tržištu. Ovaj rad istražuje pozadinu transakcija spajanja i pripajanja te analizira makroekonomske uvjete koji su utjecali na kupovinu slovenske tvrtke Droga Kolinska d.d. od strane hrvatske Atlantic Grupe d.d. Ujedno rad ocjenjuje uspješnost poslovanja Atlantic Grupe od trenutka preuzimanja do današnjih dana.

**Ključne riječi:** spajanja, pripajanja, strateški ciljevi, tržište kapitala u Europi, Atlantic Grupa

# **Financial checkmate: revealing strategic moves in merger and acquisition transactions**

## **ABSTRACT**

In the rapidly growing and dynamic market, mergers and acquisitions are key drivers of growth, enabling companies to expand their market presence, enter new industries, and increase their competitive advantage. Mergers and acquisitions represent significant economic transactions, with the potential to both create and destroy value on a large scale. At the beginning of the 2000s, technological advancements led to increased investments and intensification of merger and acquisition activities, both globally and in the European market. However, today's situation is marked by fluctuations and recovery caused by unfavourable global conditions, which is why markets are going through a recovery phase. One of the most significant acquisitions in Croatian history occurred in 2010 with the purchase of the Slovenian company Droga Kolinska d.d. by the Croatian Atlantic Grupa d.d. This acquisition enabled Atlantic Grupa to significantly expand its geographic presence and diversify its product portfolio, which now holds leading positions in the European market. This paper explores the background of mergers and acquisitions and analyses the macroeconomic conditions that influenced the purchase of the Slovenian company Droga Kolinska d.d. by the Croatian Atlantic Grupa d.d. The paper also evaluates the business performance of Atlantic Grupa from the time of the acquisition to the present.

**Keywords:** mergers, acquisitions, strategic objectives, capital markets in Europe, Atlantic Grupa

## SADRŽAJ

<b>1. Uvod .....</b>	<b>2</b>
<b>2. Metodologija rada.....</b>	<b>4</b>
<b>3. Analiza transakcija spajanja i pripajanja na tržištu kapitala u Europi.....</b>	<b>5</b>
3.1. Uvodne napomene.....	5
3.2. Definicija spajanja.....	6
3.3. Definicija pripajanja.....	8
3.4. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja .....	8
3.5. Taktike obrane od preuzimanja .....	9
3.6. Vrste transakcija spajanja i pripajanja.....	11
3.6.1. Horizontalna integracija .....	11
3.6.2. Vertikalna integracija .....	12
3.6.3. Konglomeracija .....	13
3.7. Strateški ciljevi spajanja i pripajanja.....	13
3.8. Transakcije spajanja i pripajanja u posljednjem desetljeću u Europi.....	14
3.9. Transakcije spajanja i pripajanja u Hrvatskoj .....	17
3.10. Učinci makroekonomskih čimbenika na transakcije spajanja i pripajanja .....	20
<b>4. Analiza utjecaja akvizicije na kupovnu stranu na primjeru Atlantic Grupe .....</b>	<b>23</b>
4.1. Kupovna strana – Atlantic Grupa.....	23
4.2. Prodajna strana – Istrabenz .....	24
4.3. Aukcija – Droga Kolinska.....	25
4.4. Financiranje akvizicijskog iznosa – Droga Kolinska.....	26
4.5. Kretanje cijene dionica Atlantic Grupe .....	27
4.6. Atlantic Grupa nakon akvizicije.....	29
4.7. Analiza ekonomske situacije u Republici Hrvatske za vrijeme akvizicije Droge Kolinske	



.....	32
<b>5. Zaključak.....</b>	<b>34</b>
<b>Literatura.....</b>	<b>36</b>
<b>Popis tablica.....</b>	<b>40</b>
<b>Popis slika .....</b>	<b>40</b>
<b>Popis grafikona.....</b>	<b>40</b>

## 1. Uvod

Transakcije spajanja i pripajanja obuhvaćaju kupnju, prodaju, izdvajanje i kombinaciju poduzeća, njihovih podružnica i imovine. One su ključni pokretači rasta i razvoja, omogućavajući tvrtkama prilagodbu tržišnim uvjetima, industrijskim trendovima i zahtjevima dioničara. Kroz spajanja i pripajanja, poduzeća mogu optimizirati poslovanje, proširiti tržišni udio, diversificirati portfelj i strateški se pozicionirati na tržištu. U razdobljima ekonomske stabilnosti, ove transakcije postaju dinamičnije, potaknute visokim povjerenjem menadžmenta i povoljnim financijskim uvjetima. Suprotno tome, tijekom ekonomske krize ili recesije, aktivnosti spajanja i pripajanja usporavaju se zbog skupljeg financiranja i opreza u investiranju.

Glavni cilj svake organizacije povećanje je profita i bogatstva dioničara, kroz strategije koje maksimiziraju dobit i osiguravaju održivost na brzorastućem tržištu. Spajanja i pripajanja jedan su od ključnih alata koje poduzeća koriste kako bi ostvarila te ciljeve, posebno u trenucima kada je potrebno brzo reagirati na prilike, kao što su ulazak na nova tržišta, lansiranje novih proizvoda ili povećanje konkurentne prednosti. Na taj se način stvaraju uvjeti za dugoročni uspjeh i rast, koji nisu samo u službi povećanja tržišnog udjela, već i održavanja stabilnosti i otpornosti u sve složenijem poslovnom okruženju.

Transakcije imaju važnu ulogu za gospodarstvo jer u slučaju njihove uspješne provedbe, mogu značajno potaknuti ekonomski rast i razvoj. Transakcije omogućuju tvrtkama optimizaciju operacija, povećanje konkurentnosti i pristup novim tržištima i tehnologijama. Kroz konsolidaciju resursa i jačanje tržišne pozicije, spajanja i pripajanja mogu dovesti do povećanja inovacija, stvaranja novih radnih mjesta i unapređenja ukupne efikasnosti gospodarstva. Također, uspješni procesi spajanja i pripajanja mogu pridonijeti stabilizaciji tržišta kapitala i unaprijediti privlačnost zemlje za strane investitore, čime se jača njen globalni ekonomski položaj.

Cilj je ovog rada pružiti uvid u pozadinu transakcija spajanja i pripajanja te analizirati makroekonomske uvjete koji utječu na ove aktivnosti. Rad se posebno fokusira na primjer akvizicije Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe d.d., koja predstavlja jednu od najvećih akvizicija u povijesti hrvatskog tržišta. Unatoč nepovoljnim ekonomskim uvjetima tijekom razdoblja recesije, ova akvizicija ističe se kao ključan primjer uspješne strategije u složenom

poslovnom okruženju. Analizom ove transakcije, rad istražuje kako se Atlantic Grupa uspješno prilagodila ekonomskim izazovima, pružajući uvid u strategije i odluke koje su omogućile uspješno izvršenje transakcije.

## 2. Metodologija rada

Izvori podataka korišteni u ovom završnom radu uključuju znanstvenu i stručnu literaturu koja se fokusira na analizu aktivnosti spajanja i pripajanja, uključujući njihove uzroke i posljedice. U pripremi rada posebno su korištene knjige i znanstveni članci koji su pružili temeljnu teorijsku osnovu za razumijevanje i analizu slučaja akvizicije.

Primijenjene istraživačke metode uključuju dedukcijsku, indukcijsku, deskriptivnu, komparativnu te metodu analize slučaja. Dedukcijska metoda omogućila je testiranje općih teorija na specifičnim primjerima, dok se ispitivanjem pojedinačnih slučajeva, indukcijskom metodom došlo do općih spoznaja u poslovanju. Deskriptivna metoda omogućila je detaljan prikaz i razumijevanje fenomena spajanja i pripajanja. Komparativna metoda korištena je za usporedbu različitih pristupa i ishoda spajanja i pripajanja, čime je omogućena analiza i uvid u specifične karakteristike i trendove. Analizom slučaja proučeni su financijski izvještaji Atlantic Grupe d.d., koji su omogućili evaluaciju akvizicije Droge Kolinske d.d., kao i ekonomski uvjeti prisutni za vrijeme pojedinih akvizicija.

Za analizu uspješne akvizicije korišteni su javno dostupni podaci tvrtke Atlantic Grupa d.d. te objavljeni poslovni članci. Ti podaci uključuju financijske izvještaje, popis brendova unutar grupe, te kretanje cijene dionica na Zagrebačkoj burzi. Ovi izvori omogućili su detaljnu analizu financijskih učinaka akvizicije i njenog utjecaja na poslovanje Atlantic Grupe, temeljito ispitivanje uspješnosti akvizicije te dublji uvid u njezine učinke na strategiju i tržišnu poziciju grupe.

Rad je podijeljen na pet dijelova uključujući uvod, metode istraživanja, glavni dio teksta te zaključak. U uvodnom poglavlju predloženi su temeljni ciljevi rada, kao i važnost transakcija spajanja i pripajanja za pojedinu zemlju. U trećem dijelu pojmovno su definirane transakcije spajanja i pripajanja, kao i okolina i uvjeti u kojima se odvijaju. Kasnije su u istom poglavlju analizirani trendovi spajanja i pripajanja u Europi unazad deset godina, s posebnim naglaskom na Hrvatsko tržište. Na kraju trećeg dijela opisani su učinci ekonomskih uvjeta na transakcije spajanja i pripajanja. U četvrtom poglavlju analizirana je akvizicija Droge Kolinske od strane hrvatske Atlantic Grupe d.d. te uzroci njezina nastanka u kontekstu ekonomskog oporavka nakon globalne financijske krize. Posljednje poglavlje objedinjuje najvažnije teorijske i empirijske spoznaje rada.

### 3. Analiza transakcija spajanja i pripajanja na tržištu kapitala u Europi

#### 3.1. Uvodne napomene

Transakcije spajanja i pripajanja odnose se na konsolidaciju tvrtki. Većina tvrtki unapređuje svoje poslovanje na četiri načina (Foster Reed i sur., 2007): 1. organski (*engl. organically*) – investiranjem u tehnologiju, razvoj novog proizvoda, zapošljavanje, a što je izvan nadležnosti odjela za spajanja i pripajanja; 2. putem dodatnih akvizicija (*engl. via bolt-on acquisitions*) – riječ je o pripajanjima koja se odvijaju u okviru postojećih operacija tvrtke; 3. putem saveza (*engl. alliances*) – riječ je o savezima, zajedničkim pothvatima i pripajanjima koja omogućuju pristup novoj skupini klijenata ili ulazak na novo geografsko područje; 4. putem strateških pripajanja (*engl. strategic acquisitions*).

Transakcije spajanja i pripajanja, kako navodi Renneboog (2006), procesi su koje su u Europi potaknuli globalizacija, tehnološke inovacije, privatizacija, deregulacija te u konačnici, uvođenje eura 1990-ih godina, tijekom kojih je tržište bikova<sup>1</sup> uzrokovalo prelazak s gotovinskog (*engl. outright acquisition*) na dioničko (*engl. stock swap; all-equity transaction*) financiranje navedenih transakcija. Prema istom autoru, navedeno je uzrokovalo rast cijena dionica, koje su u nerijetko bile i precijenjene u odnosu na njihovu stvarnu vrijednost. Tvrtke su koristile svoje visoko vrijedne dionice kao sredstvo plaćanja za preuzimanje drugih tvrtki. Zbog visoke tržišne cijene, dionice su bile „jeftina valuta“ za opisane transakcije jer su akvizitorima omogućavale kupovinu drugih tvrtki uz mali iznos gotovine (Renneboog, 2006).

Cordeiro (2014) u svom radu opisuje kako spajanja i pripajanja dolaze u valovima uzrokovanim kombinacijom ekonomskih, regulatornih i tehnoloških promjena, koje se još nazivaju i „šokovi“. Prema istom autoru, ekonomski šok događa se kada dođe do značajne ekspanzije gospodarstva, što motivira tvrtke da povećaju svoju proizvodnju kako bi zadovoljile brzi rast ukupne potražnje. U takvim situacijama, procesi spajanja i pripajanja postaju učinkovit način za povećanje proizvodnih kapaciteta, omogućavajući tvrtkama brži rast preuzimanjem postojećih resursa i infrastrukture drugih kompanija, umjesto da postupno razvijaju vlastite kapacitete kroz organski rast. S druge strane, regulatorni šokovi nastaju kada se uklone zakonodavne barijere koje su ranije sprječavale udruživanje tvrtki.

---

<sup>1</sup> Izraz koji se koristi za opisivanje financijskog tržišta na kojem cijene rastu ili se očekuje da će rasti, (Hayes, 2024)

Prije analize tržišta kapitala u Europi, važno je spomenuti da u Europi posluje oko 5.000 burzovnih kompanija, od čega se najveći broj nalazi u Ujedinjenom Kraljevstvu, s približno 2.000 kompanija koje imaju prosječnu veličinu od 7,2 milijarde američkih dolara (Ivory i sur., 2023). Kako navode isti autori, unatoč preprekama koje je Brexit stavio pred tržište Ujedinjenog Kraljevstva, London i dalje ostaje najveće tržište za transakcije spajanja i pripajanja u Europi te je drugi po veličini u svijetu nakon New Yorka.

### **3.2. Definicija spajanja**

Spajanje, fuzija (*engl. merger*) kombinacija je dvaju ili više poslovnih entiteta u kojoj ostaje samo jedan entitet. Dakle, iz dvije tvrtke, obično slične veličine, osniva se jedna nova. „Fuzija se, u pravilu, obavlja na prijateljskoj osnovi, tj. dogovorom, a dioničari prijašnjih poduzeća, koja su se fuzionirala, dobivaju novoizdane dionice novog poduzeća u zamjenu za dionice prijašnjih poduzeća” (Buble i sur.,2010:138). U spajanju jedna tvrtka prestaje postojati, dok druga nastavlja svoju egzistenciju. Uobičajeno, nova tvrtka nastala fuzijom zadržava imena dosadašnjih samostalnih tvrtki.

Navedeni oblik spajanja moguće je provesti na četiri različita načina, navode Buble i suradnici (2010), a to su:

- a) kupovina imovine jedne tvrtke od strane druge (*engl. purchase of assets*),
- b) kupovina običnih dionica jedne tvrtke od strane druge (*engl. purchase of common stock*),
- c) razmjena dionica jedne tvrtke za imovinu druge (*engl. exchange of stock for assets*) i
- d) zamjena dionica jedne tvrtke za dionice druge (*engl. exchange of stock for stock*).

U nastavku su istaknuta dva spajanja putem kupovine koje je naveo Bloomberg (2018). Detalji o istim opisani su u daljnjem tekstu. Primjer spajanja putem kupovine imovine partnerstvo je između švicarske prehrambene tvrtke Nestlé S.A. i američke tvrtke Starbucks (lanac kafića). U sklopu novog partnerstva, vrijednog 7,15 milijardi dolara, švicarska tvrtka nije dobila fizičku imovinu, već je dobila prava za prodaju pakiranih proizvoda od kave u supermarketima i restoranima pod vodećim brendom Starbucks i drugima. U sklopu dogovora, Starbucks je nastavio proizvoditi

pakiranu kavu i druge proizvode u Sjevernoj Americi, dok je Nestlé zadužen za distribuciju i prodaju na ostalim svjetskim tržištima. Za korištenje brenda i proizvoda, Nestlé evidentira prodaju te plaća tantijeme Starbucksu. Navedeno je spajanje omogućilo Nestléu poboljšanje položaja na američkom tržištu kave, koje do tada nije bilježilo rast, dok je Starbucks povećao izgleda za rast izvan Sjeverne Amerike, gdje su prodajna mjesta manje prisutna.

Drugi se primjer može ilustrirati transakcijom spajanja u 2018. godini kada je francuska energetska tvrtka TotalEnergies izvršila kupovinu većinskog udjela francuske tvrtke Direct Energie, međunarodne elektroprivredne tvrtke. TotalEnergies otkupio je 74,3% običnih dionica (42 eura po dionici) Direct Energie-a za 1,4 milijarde eura. Kupovinom dionica Direct Energie-a, TotalEnergies postao je većinski vlasnik tvrtke, što im je omogućilo značajno poboljšanje položaja na francuskom i belgijskom tržištu električne energije i plina. Strategija TotalEnergies-a usmjerena je na diverzifikaciju energetskeg portfelja i povećanje ulaganja u obnovljive izvore energije. Strategija TotalEnergies-a usmjerena je na diverzifikaciju energetskeg portfelja i povećanje ulaganja u obnovljive izvore energije. Spajanjem su integrirani imovinski i operativni resursi Direct Energie-a, čime se ojačala pozicija u energetskeg sektoru, a potpomognut je cilj TotalEnergies-a na prelazak na čistu energiju.

Razmjena dionica za imovinu prikazat će se na primjeru farmaceutske i biotehničke industrije, obrađenom od strane Sovich i Mannella (2011). Francuska farmaceutska tvrtka Sanofi zaključila je spajanje s američkom biotehničkom tvrtkom Genzyme 2011. godine. Američkom Genzyme ponuđeno je 20,1 milijarde dolara te su dioničari dobili 74 dolara po dionici, dok je Sanofi dobio lijekove za bolesti poput Fabryjeve, Gauchereve i Pompeove. Vlasnici Genzymea dobili su pravo na uvjetovanu vrijednost po dionici (*eng. contingent value rights*). Vlasnici dionica Genzyme-a primili su jedno uvjetno vrijednosno pravo (CVR<sup>2</sup>) za svaku dionicu koju posjeduju. Prema ugovoru, Sanofi je trebao isplatiti 1 dolar po CVR-u ako Genzyme postigne određene razine proizvodnje lijekova te dodatnih 1 dolar ako Američka uprava za hranu i lijekove (FDA) odobri lijek Lemtrada za liječenje multiple skleroze. Vlasnici CVR-a mogu primiti dodatne isplate na temelju prodaje navedenog lijeka, ovisno o vrijednosti prodaje.

---

<sup>2</sup> *eng. Contingent Value Right*, pravo koje se često dodjeljuje dioničarima poduzeća koje se suočava s rekonstruiranjem ili otkupom. Pravo osigurava dioničarima određene beneficije u slučaju nastanka određenog događaja, obično unutar određenog vremenskog okvira, (Segal, 2024).

Posljednji primjer, razmjena dionica za dionice, analiziran od strane Kempa (2020), jest kupovina američke farmaceutske tvrtke Alexion Pharmaceuticals-a od strane britanske farmaceutske tvrtke AstraZeneca-e Plc u vrijednosti od 39 milijardi dolara u gotovini i dionicama u 2021. godini. Navedenim spajanjem dioničari Alexiona dobili su 60 dolara u gotovini i 2,1243 američkih depozitarnih dionica AstraZenece za svaku dionicu Alexiona. Britanska tvrtka financirala je spajanje putem financijskog instrumenta vrijednog 17,5 milijardi dolara, osiguranog od strane Morgan Stanleya, JPMorgan Chase & Co. i Goldman Sachs (Kellerhals, 2020). Spajanje je od izričite važnosti za AstraZenecu zbog jačanja njezinog položaja u sektoru rijetkih bolesti i imunologije, u kojoj je Alexion bila vodeća u svijetu.

### **3.3. Definicija pripajanja**

Korporacijsko pripajanje (engl. *corporate acquisition*) predstavlja proces kojim dionice ili imovina poduzeća prelaze u vlasništvo kupca. Ova transakcija može biti realizirana kroz kupovinu dionica ili imovine (Foster Reed i sur., 2007). Pripajanje podrazumijeva da jedna organizacija kupuje dio ili cijelu drugu organizaciju. „Akvizicija u užem smislu je stjecanje (preuzimanje) vlasništva nad imovinom ili glavnicom drugog subjekta, a u širem smislu i udruživanje (spajanje) koje može biti fuzija i konsolidacija (Dimitrić i sur., 2017:56). Poduzeće preuzimatelj (*engl. bidder ili acquirer*) obično je veće od poduzeća koje se kupuje, odnosno poduzeća-mete (*engl. target*).

### **3.4. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja**

Prema Foster Reed (2007), preuzimanja se mogu smatrati prijateljskim (*engl. friendly takeover*) ili neprijateljskim (*engl. hostile takeover*), ovisno o asertivnoj prirodi procesa transakcije.

Prijateljske akvizicije odnose se na one koje se ostvaruju u dogovoru s upravom i odborom direktora ciljane tvrtke. Na primjer, javna ponuda dionica ili gotovine koju daje poduzeće preuzimatelj, a odbor poduzeća-mete javno odobrava uvjete. Transakcije se zasnivaju na međusobnom interesu kupovne i prodajne strane koje vjeruju da će zajedno bolje funkcionirati nego odvojeno, uz usuglašavanje stavova. Pitanja koja navode Foster Reed i suradnici (2007), a na koja je potrebno dati odgovore usuglašavanjem stavova, jesu sljedeća: Ima li akvizicija strateški smisao? Što se može postići akvizicijom, a ne može samostalno? Što svaka strana doprinosi u akviziciju? Kako financirati akviziciju? Koje obveze stječu odgovorne strane ugovorom o sporazumu? Navedena pitanja pomažu osigurati da su obje strane usklađene u svojim ciljevima i



očekivanjima, te da razumiju sve aspekte akvizicije prije nego što se transakcija dovrši. Ključna su pitanja kao i prava i obveze strana u transakciji definirana u pismu o namjerama (*engl. letter of intent*), koje ujedno označava početak pregovora. Pregovori završavaju postizanjem sporazuma o cijeni u ponudi, načinu plaćanja i garancijama, socijalnom i investicijskom programu i drugima. Nakon postignutog dogovora, ponuđač formalno iznosi ponudu dioničarima poduzeća-mete, odnosno preporučenu ponudu kojom upravni organi i menadžment tim upućuju preporuku dioničarima da se ponuda prihvati (Buble i sur., 2010).

Neprijateljsko preuzimanje podrazumijeva ono koje se provodi izravno s dioničarima putem ponude za otkup dionica ili prikupljanjem punomoći, umjesto pregovorima s upravnim odborom poduzeća-mete. "Kod neprijateljskih ponuda upravni odbor i menadžment tim ciljanog poduzeća, uobičajeno bivaju obavješteni o ponudi tek nakon njenog upućivanja dioničarima" (Buble i sur., 2010:141). Navedeno će se dogoditi ukoliko prijateljski pregovori ne uspiju, ili u slučaju animoziteta dviju strana kada pregovori uopće nisu niti započeti.

### **3.5. Taktike obrane od preuzimanja**

U namjeri da ostanu jedinstvene i ne mijenjaju svoje vlasnike, veliki broj tvrtki pribjegava različitim taktikama obrane i odugovlačenja.

Buble i suradnici (2010) ističu moguće odgovore na neprijateljska preuzimanja:

- a) Zlatni padobran (*engl. golden parachute*) – kompenzacija koja se isplaćuje službenicima, dioničarima, ili drugim pojedincima u slučaju promjene vlasničke strukture (poduzeće je preuzelo drugo poduzeće), što rezultira gubitkom posla. Provizije se isplaćuju u slučajevima promjene vlasništva jednokratno ili u određenom vremenskom razdoblju. „Provizije po zlatnom padobranu su plaćanja koja se vrše u slučajevima promjene:

1. vlasništva ili efektivne kontrole nad poduzećem ili
2. vlasništva nad značajnim dijelom imovine poduzeća“ (Buble i sur.,2010:143).

Provizije osiguravaju sigurnost lakšeg privlačenja direktora u razdobljima većih spajanja i pripajanja, omogućavaju menadžmentu objektivniju procjenu sporazuma o preuzimanju te su ujedno njihov poticaj da prihvate promjenu vlasništva koja vodi dobitima za dioničare, čime se smanjuje konflikt interesa između menadžmenta i dioničara, kao i transakcijski troškovi koju mogu nastati uslijed otpora menadžmenta. Također, novčanim obvezama za novo poduzeće, provizija obeshrabruje pokušaje preuzimanja.

- b) Strategija otrovne pilule (*engl. poison pill strategy*) – tvrtke svoje dionice čine manje atraktivnima potencijalnim akvizitorima stvarajući uvjete koji otežavaju i poskupljuju preuzimanje kontrole nad poduzećem. Strategija se, kako navode Buble i suradnici (2010), razvila krajem 19. stoljeća, a do danas postoji pet najvažnijih tipova plana, od kojih su neki:
1. Plan o obrtanju prava (*engl. flip-over right plans*) – dioničari tvrtke dobivaju dividende u obliku prava na stjecanje običnih ili povlaštenih dionica iste tvrtke po cijeni većoj od trenutne tržišne vrijednosti
  2. Plan o povratnim pravima (*engl. back-end rights plan*) – dioničarima se dodjeljuju dividende u obliku prava. U slučaju da akvizitor prikupi značajan broj dionica koji prelazi unaprijed definiran limit, dioničari (osim akvizitora) mogu iskoristiti svoja prava putem kojih mogu zamijeniti dionice za preferirane obveznice ili gotov novac po povratnoj cijeni
  3. Plan o preklapanju vlasništva (*engl. ownership flip-in plan*) – vlasnicima specijalnih prava omogućena je kupovina dionica poduzeća-mete po značajnom popustu. Plan se pokreće kada akvizitor prikupi više dionica nego što je definirano prema unaprijed dozvoljenim limitima, koji obično iznose između 25% i 50% ukupnih dionica poduzeća.
- c) Prodaja kraljevskih dragulja (*engl. crown jewel defense*) – prodaja vrijedne imovine, posebno atraktivne akvizitorima s ciljem njihovog odvratanja od kupnje. Diversificirano poduzeće-meta ima značajnu vrijednost imovine, zarađivačku moć i poslovni prosperitet, koji čine glavne razloge za izvršenje akvizicije. Prodajom vrijednih dijelova poduzeća, ono postaje manje atraktivno za akviziciju, čime se osigurava njegov opstanak. U slučaju nasilnog preuzimanja, poduzeće može prodati vrijednu imovinu ili učiniti da sva dugovanja dospiju na dan kada se provodi preuzimanje. Navedena se taktika naziva politika vrelog dana (*engl. scorched earth policy*).
- d) Bijeli vitez (*engl. white knight*) – defanzivna strategija koja se primjenjuje u slučaju neprijateljskog preuzimanja, a uključuje traženje „prijateljskog“ akvizitora kao pozitivne alternative. U okviru ove strategije prijateljski akvizitor može kupiti manjinski paket dionica ciljane tvrtke, čime se zadržava postojeći menadžment i vlasništvo nad upravljanjem. Međutim, izazov nastaje ako prijateljski akvizitor ne ponudi barem istu cijenu kao neprijateljski preuzimatelj.

- e) Strategija zelene pošte (*engl. greenmail*) – isplata za otkup dionica po premijskoj cijeni. Ponuditelji akumuliraju dionice uz prijetnju da će pokrenuti javnu ponudu s ciljem da iste dionice prodaju poduzeću-meti uz premiju, bez interesa da steknu kontrolu nad tvrtkom (Foster Reed i sur., 2007). Međutim, plaćanje *greenmaila* često nije učinkovito u zaštiti interesa ciljane tvrtke, jer se mogu pojaviti novi pokušaji *greenmaila* nakon što poduzeće već jednom pristane na ovu taktiku. Strategija može biti diskriminatorna jer vlasnici iste vrste dionica možda neće imati koristi od premije. Također, može biti i skupa i oporeziva u nekim slučajevima.

### **3.6. Vrste transakcija spajanja i pripajanja**

Kako bi osigurale rast i povećanje profitabilnosti, tvrtke se odlučuju za različite strategije spajanja ili pripajanja. Rosenbaum i Pearl (2020) opisuju tri osnovna strateška modela – horizontalnu i vertikalnu integraciju te konglomeraciju, koji su detaljnije objašnjeni u nastavku teksta.

#### **3.6.1. Horizontalna integracija**

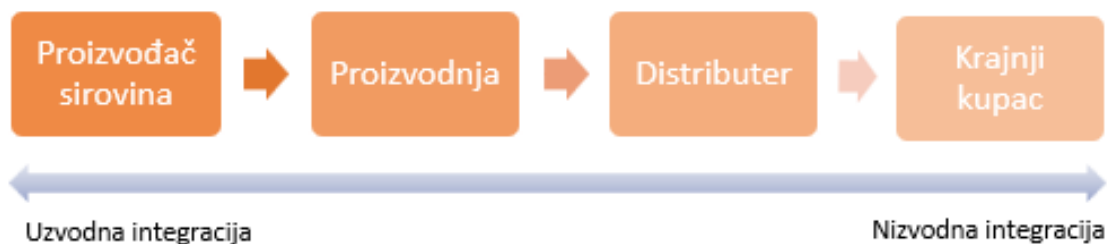
Horizontalna integracija podrazumijeva integraciju poduzeća koja se nalaze unutar iste industrije, odnosno na istoj razini u lancu vrijednosti (Rosenbaum i Pearl, 2020). Foster Reed i suradnici (2007) navode kako kompanije prije razmatranja prilika za eksterne oblike rasta trebaju procijeniti prednosti koje se mogu ostvariti preuzimanjem konkurenata i integracijom njihovih operacija. Prema istim autorima, navedeno se može postići spajanjem s jednim konkurentom slične veličine (spajanje ravnopravnih) ili preuzimanjem većeg broja manjih kompanija. Kako navode Rosenbaum i Pearl (2020), poduzeće izvršava kupovinu kojom proširuje razmjer poslovanja kupca, geografsku prisutnost, širinu linija proizvoda i usluga te distribucijske kanale. Preuzimatelj nastoji ostvariti ekonomiju obujma i opsega kako bi iskoristio postojeće fiksne troškove te znanje i iskustvo za poboljšanje proizvodne učinkovitosti, kao i za diverzifikaciju proizvoda i geografskog položaja. Strategija horizontalne akvizicije predstavlja sinergiju poduzeća i priliku za međusobnu prodaju putem distribucijskih mreža, baze kupaca i tehnologija. Međutim, u ovakvoj su vrsti integracije prisutni rizici poput traženja zahtijeva za dobivanje odobrenja od antimonopolskih regulatora i ostvarivanje negativnih prihoda u slučaju da postojeći kupci nakon transakcije presele svoje poslovanje. Iz navedenog se može zaključiti kako je potrebno razviti promišljenu strategiju temeljenu na dubinskoj analizi i informacijama koja će rezultirati ostvarivanjem sinergije i unosnijim povratima za dioničare te povećanim tržišnim udjelom poduzeća u određenoj industriji

(Rosenbaum i Pearl, 2020).

### 3.6.2. Vertikalna integracija

Prema Rosenbaumu i Pearlu (2020), vertikalna integracija uključuje poslovne subjekte koji posluju na različitim razinama unutar opskrbnog lanca industrije. Preuzimajući kontrolu nad ključnim komponentama opskrbnog lanca, poduzeće nastoji osigurati troškovnu učinkovitost i mogućnost potencijalnog rasta. U vertikalnoj su integraciji moguća dva scenarija, kako navode isti autori – uzvodna integracija, u kojoj tvrtke kupuju svoje dobavljače i nizvodna integracija, gdje tvrtke kupuju svoje kupce. Tvrtka se obično odlučuje za integraciju kako bi povećala kontrolu nad ključnim sirovinama i ostalim inputima koji su od velike važnosti, radi ostvarivanja uzvodnih i nizvodnih profitnih marži, poboljšanja koordinacije opskrbnog lanca i na kraju, kako bi se približili krajnjem korisniku s ciljem „posjedovanja“ odnosa s kupcima. Posjedovanjem sredstava za proizvodnju ili distribuciju tvrtka povećava vjerojatnost pružanja brže i učinkovitije usluge svojim klijentima. Također, tvrtka posjeduje veću kontrolu nad gotovim proizvodom i njegovom isporukom, što rezultira povećanom kvalitetom i zadovoljnim klijentima. Paralelno s pozitivnim stranama, premještanjem opskrbe unutar tvrtke smanjuje se široka paleta izbora dobavljača na samo jednog, što može rezultirati ograničenom raznolikošću proizvoda, manjkom inovacija i manje konkurentnim cijenama nabave.

Potpuno integrirana struktura pred tvrtku stavlja izazov kreiranja ključnih kompetencija za uzvodne i nizvodne aktivnosti koje se značajno razlikuju, uz rizik njihova razdvajanja. Distribucija zahtijeva drugačiji operativni model i skup vještina od proizvodnje, i obrnuto. Proširenjem svog opsega, tvrtke otežavaju održavanje statusa „najbolji u klasi“ u svim segmentima opskrbnog lanca. Slika 1 prikazuje strukturu opskrbnog lanca, uključujući integraciju uzvodnih i nizvodnih procesa.



Slika 1: Struktura opskrbnog lanca

*Izvor: Izrada autora prema Pearl, Rosenbaum (2020)*

Uzvodna integracija kako navode Horvat i suradnici (2012), pruža veći nadzor nad ulaznim troškovima, raspoloživošću i kvalitetom nad ulaznim resursima, dok nizvodna omogućuje kontrolu nad prodajom i distribucijom proizvoda i usluga, što može smanjiti stvaranje prekomjernih zaliha i spriječiti zastoje u proizvodnji.

### 3.6.3. Konglomeracija

Rosenbaum i Pearl (2020) definiraju konglomeraciju kao alternativu u kojoj se tvrtke odlučuju za akvizicije u relativno nepovezanim poslovnim područjima. Konglomerati obično ujedinjuju svoj poslovni pristup i koriste najbolje prakse kako bi iskoristili zajednički upravljački tim, infrastrukturu i bilancu za proširenje spektra poslovanja. Kroz konglomeraciju tvrtke nastoje ostvariti koristi iz diverzifikacije portfelja, pružajući pritom fleksibilnost za oportunistička ulaganja u segmente s većim rastom. Pignataro (2015) navodi dvije glavne vrste transakcija konglomeracije: čiste i mješovite. Čiste transakcije uključuju poslovne subjekte koji su potpuno nepovezani, dok mješovite uključuju tvrtke koje traže proširenje proizvoda ili tržišta.

## 3.7. Strateški ciljevi spajanja i pripajanja

Kako navode Goedhart i suradnici (2017), poboljšanje performanse poduzeća-mete jedna je od najčešćih strategija stvaranja vrijednosti prilikom akvizicije, uz ostvarivanje imovinskih prinosa i resursa koje akvizicije donose tvrtkama. U industrijama podložnim brzim promjenama, transakcije spajanja i pripajanja služe kao odgovor i adaptacija u novom okružju. Prema Devine (2002), strateški ciljevi spajanja i pripajanja mogu biti sljedeći:

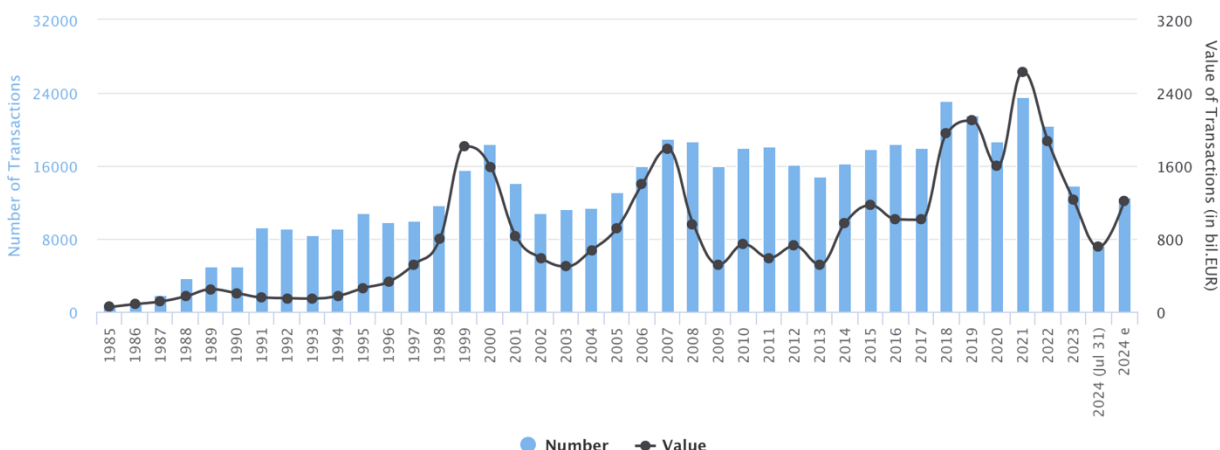
- a) Ekonomija obujma – manja poduzeća prelaze svoje rivale te poboljšavaju svoje prihode putem prednosti zasnovanih na veličini i skali. Kao rezultat njihovog spajanja, proširuju se

aktivnosti poslovanja, dok se istovremeno smanjuju troškovi

- b) Konsolidacija – nastaje kao odgovor na pregrupirane industrije u manji broj velikih kompanija
- c) Globalizacija – kompanije koriste transakcije spajanja i pripajanja kako bi postigle ravnotežu između globalne prednosti i lokalne prilagodljivosti, s ciljem postizanja globalne prisutnosti
- d) Distribucijski kanali – nedostatak distribucije ograničava rast kompanija. Putem distribucijskih kanala, kompanije proširuju svoj doseg i pristup novim tržištima, optimiziraju prodajne procese, poboljšavaju distribuciju svojih proizvoda i usluga te smanjuju zavisnost od posrednika
- e) Novi proizvodi i tehnologija – integracija novih proizvoda može povećati konkurentsku prednost, dok pristup naprednim tehnologijama, koje bi zbog visokih troškova bile teško razviti unutar jedne kompanije, može unaprijediti operacije i inovativni kapacitet
- f) Povećanje tržišnog udjela – omogućuje veću pregovaračku moć s dobavljačima i kupcima, povećanje konkurentske prednosti na tržištu, ulazak na nova tržišta koja nude nove poslovne prilike, ali i veću prepoznatljivost branda
- g) Diverzifikacija – do 1990-ih godina, diverzifikacija nije bila popularna strategija zbog uvjerenja da bi se kompanije trebale fokusirati na svoje osnovne aktivnosti i ostati u područjima u kojima su već uspješne. Nasuprot tome, studija McKinseya pokazala je da je više od 800 akvizicija američkih i britanskih korporacija koje su uspješno primijenile diverzifikaciju doprinijelo rastu tih tvrtki. Diverzifikacija omogućuje kompanijama smanjenje ovisnosti o jednom tržištu ili sektoru, čime se smanjuje rizik od promjena u potražnji, ekonomskim uvjetima ili tržišnoj konkurenciji. Također pruža dodatne izvore prihoda te omogućuje pristup novim tehnologijama, tržištima, znanjima i vještinama.

### **3.8. Transakcije spajanja i pripajanja u posljednjem desetljeću u Europi**

Grafikon 1 prikazuje broj i iznos (u milijunima eura) transakcija spajanja i pripajanja u Europi za razdoblje od 1985. do 2024. godine, prema podacima IMAA (2024). Naglasak analize će se staviti na 21. stoljeće, odnosno na razdoblje od 2000. do 2024. godine.



Grafikon 1: Broj i vrijednost transakcija spajanja i pripajanja u Europi

Izvor: Preuzeto u cijelosti (imma-institute.org, 2024, n.p.)

Gaughan (2017) ističe da 2000. godina (završetak petog vala) predstavlja ključni trenutak u povijesti tržišta spajanja i pripajanja, obilježen dotcom balonom (Internet balon). Ovaj vrhunac bio je rezultat masovnih ulaganja investitora tijekom 1990-ih u tehnološke tvrtke, često uz zanemarivanje stvarne profitabilnosti i održivosti njihovih poslovnih modela. Rast vrijednosti dionica u tehnološkom sektoru i obilje dostupnog kapitala doveli su do mnogobrojnih transakcija spajanja i pripajanja, dok su kompanije nastojale pronaći najpovoljnije načine za ubrzan rast i dominaciju na tržištu. Ovaj period masovnog investiranja trajao je sve do 2000. godine, nakon čega je optimizam investitora počeo jenjavati zbog gubitka povjerenja u nerealna obećanja i precijenjene dionice. Pucanje dotcom balona dovelo je do naglog pada vrijednosti dionica u tehnološkom sektoru i bankrota brojnih dotcom tvrtki, što je rezultiralo smirivanjem tržišta spajanja i pripajanja. Broj transakcija iz 2000. godine, koji je iznosio 18.392 u vrijednosti od 1.590 milijardi eura, u samo dvije godine pao je na 10.834 transakcije u vrijednosti od 587.774 milijardi eura. Dodatno smanjenje ulaganja izazvano je terorističkim napadima 11. rujna 2001. godine.

Ovaj pad aktivnosti nastavio se sve do 2007. godine, kada su transakcije spajanja i pripajanja ponovno doživjele procvat, potaknute povoljnim tržištem nekretnina. U svom djelu Lewis (2011) detaljno opisuje kako su tijekom ranih 2000-ih niske kamatne stope i sve veća potražnja za

visokorizičnim financijskim instrumentima potaknuli ekspanziju kreditiranja, osobito u sektoru nekretnina. Banke su pružale kredite uz ublažene uvjete, omogućujući i kućanstvima s niskim primanjima, čija je sposobnost otplate bila upitna od početka, da steknu nekretnine. Navedeno je dovelo do prenapuhivanja tržišta nekretnina i stvaranja balona. Rast je bio praćen značajnim brojem transakcija spajanja i pripajanja, jer su tvrtke tražile načine za konsolidaciju, rast i maksimizaciju dobiti.

Isti autor navodi kako je prekomjerno zaduživanje postalo neodrživo, što je kulminiralo financijskom krizom 2008. godine. Pucanje nekretninskog balona i kolaps financijskog sektora doveli su do globalne recesije, uz drastično smanjenje likvidnosti i povjerenja na tržištu. Kao posljedica toga, tvrtke su postale opreznije te su se fokusirale na stabilizaciju i smanjenje troškova. Zbog toga su transakcije spajanja i pripajanja pretrpjele značajan pad u vrijednosti. U 2007. godini provedeno je 18.938 transakcija u vrijednosti od 1.785 milijardi eura. Iako broj transakcija u 2008. godini nije značajno pao (18.683), njihova je vrijednost drastično smanjena na 961.429 milijardi eura. Drastičan pad sugerira da su tvrtke bile manje sklone ulaganju u velike i skupe transakcije zbog općeg smanjenja likvidnosti i povjerenja na tržištu. Tvrtke su se umjesto toga usmjerile na manje rizične i financijski manje zahtjevne aktivnosti, reflektirajući opći oprez i nesigurnost u gospodarskom okruženju tog vremena.

Tijekom 2014. i 2015. godine, broj transakcija spajanja i pripajanja u Europi značajno je rastao, dosegnuvši gotovo 18.500 transakcija u 2016. godini, kada je njihova ukupna vrijednost iznosila 1.012 milijardi eura. Ovaj period karakteriziran je stabilnim rastom aktivnosti na tržištu spajanja i pripajanja, što upućuje na povoljne ekonomske uvjete i pojačanu poslovnu aktivnost. Međutim, nakon blagog pada broja transakcija u 2017. godini, 2018. godina bilježi vrhunac s 23.110 transakcija ukupne vrijednosti od 1.956 milijardi eura. Naredne dvije godine donose značajan pad u broju transakcija, što je izravna posljedica pandemije COVID-19.

U 2020. godini, broj transakcija pao je na 18.745, dok je njihova vrijednost iznosila 1.597 milijardi eura. Zanimljivo je da, iako je u 2020. godini zabilježen manji broj transakcija nego u 2015. (17.860 transakcija), ukupna vrijednost transakcija bila je viša za 400 milijardi eura, što ukazuje na manji broj, ali veće i značajnije transakcije. Pandemija je dovela do značajne neizvjesnosti i ekonomske nestabilnosti, što je rezultiralo oprezom među investitorima i smanjenjem obujma

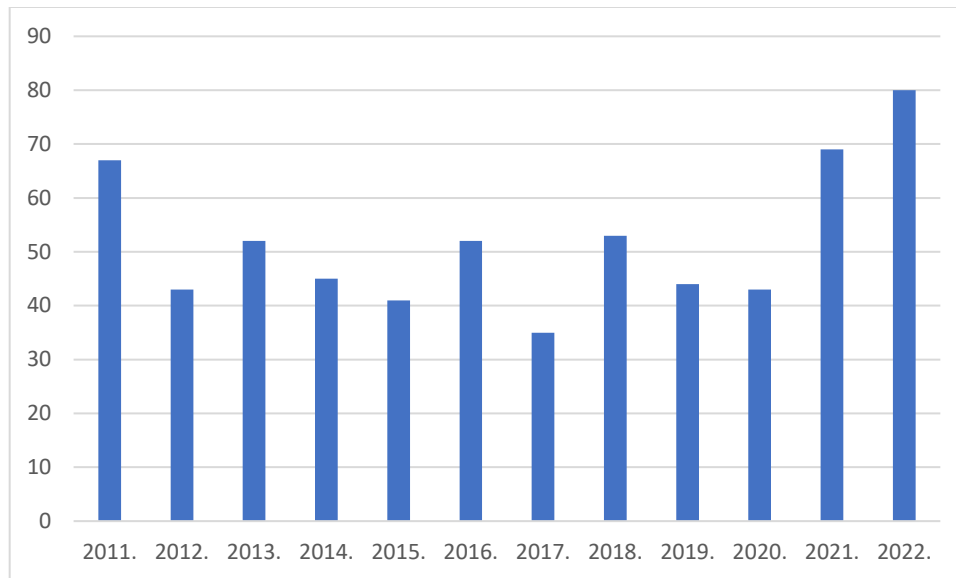


transakcija, dok su tvrtke fokus stavile na stabilizaciju i prilagodbu novim uvjetima. 2021. godina donosi snažan oporavak, s 23.554 transakcije ukupne vrijednosti od 2.633 milijardi eura, što pokazuje obnovljeni interes za aktivnosti spajanja i pripajanja. Međutim, 2022. godina ponovno bilježi pad, dok početak 2024. godine pokazuje znakove oporavka, upućujući na stabilizaciju tržišta. Iako se tržišta spajanja i pripajanja oporavljaju nakon pandemije, i dalje su prisutne fluktuacije, uz stalnu prilagodbu promjenjivim globalnim ekonomskim uvjetima. Tržišna aktivnost se polako vraća na prijašnje razine, ali ostaje pod snažnim utjecajem globalnih kriza, ekonomskih politika, te drugih vanjskih faktora koji oblikuju dinamiku tržišta.

### **3.9. Transakcije spajanja i pripajanja u Hrvatskoj**

Lazibat i suradnici (2006) navode kako je ključan preduvjet gospodarskog razvitka malih zemalja što veći stupanj otvorenosti gospodarstva, odnosno internacionalizacija poslovanja. Prema istim autorima, takva otvorenost omogućuje malim zemljama pristup većim tržištima, potiče strana ulaganja, te doprinosi povećanju konkurentnosti i inovativnosti unutar gospodarstva.

Prema dostupnim statističkim podacima za Republiku Hrvatsku (Statista, 2024), od 2011. do 2022. godine, godišnji broj spajanja i pripajanja kreće se u intervalu od 35 do 80, s tendencijom rasta u zadnjim godinama, što prikazuje Grafikon 2.



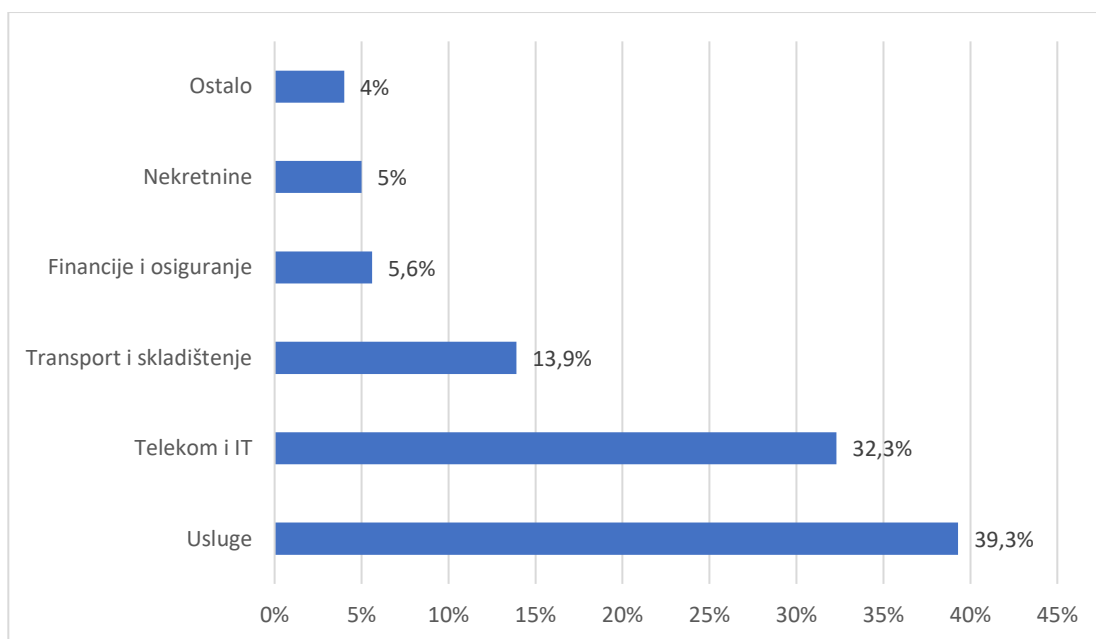
Grafikon 2: Broj transakcija spajanja i pripajanja u Hrvatskoj od 2011. do 2022. godine

*Izvor: Izrada autora prema statista.com (2024)*

U 2011. godini izvršeno je gotovo 70 transakcija spajanja i pripajanja u Hrvatskoj, što se može pripisati razdoblju oporavka nakon globalne financijske krize, kada su se tvrtke fokusirale na jačanje tržišnih pozicija. Također, Hrvatsku je u 2011. godini dijelilo dvije godine od ulaska u Europsku uniju, što je potaknulo investitore i tvrtke na restrukturiranje i pripremu za konkurentnije tržište. Povoljni ekonomski uvjeti i dostupnost kapitala također su odigrali ulogu u povećanju aktivnosti na tržištu spajanja i pripajanja. Prema Habuš (2015), u 2015. godini zabilježen je pad na 41 provedenu transakciju. Većina transakcija bila je strateškog tipa, što ukazuje na to da investitori nisu bili skloni špekulacijama, već su se fokusirali na dugoročne strateške ciljeve. Strateške transakcije zahtijevaju dulje vrijeme i specifične ciljeve, što je rezultiralo padom aktivnosti na tržištu. U 2018. godini zabilježen je nagli rast transakcija, za gotovo 70% u odnosu na 2017. godinu. Laslavić (2019) navodi kako je znatan rast rezultat ulaganja privatnog sektora, niskih troškova financiranja, brže apsorpcije sredstava iz EU fondova te građevinskih aktivnosti u turizmu i na Pelješkom mostu. Iako je broj transakcija u 2019. godini pao s 53 na 44, njihova vrijednost porasla je na 610 milijuna eura (Knežević, 2020). Uzrok rastu vrijednosti transakcija, kako navodi isti autor, prvenstveno je najveća transakcija prodaje Tele2, investicija tvrtke Hyundai Motor u Rimac automobile te ulaganje fonda Mid Europa Partners u 30-postotni udio tvrtke Meritus ulaganja. Broj spajanja i pripajanja u 2022. godini u Hrvatskoj porastao je za 16%, dok je njihova vrijednost porasla za 69% u odnosu na 2021. godinu. Razlog je porasta transakcija

akceleracija digitalizacije, zbog čega je sektor telekoma i IT-a bio prvi po broju transakcija, dok su sektor nekretnina i građevinarstva zauzeli drugo mjesto, a sektor proizvodnje treće mjesto (Knežević, 2023). Iz navedenog se može zaključiti da je sektor usluga postao manje atraktivan za investitore u odnosu na 2014. godinu, dok su sektor telekoma i IT-a te sektor nekretnina doživjeli značajan rast u transakcijama spajanja i pripajanja.

Na Grafikonu 3 prikazan je detaljan udio sektora spajanja i pripajanja u ukupnoj vrijednosti transakcija u Hrvatskoj, provedenih u 2014. godini.



Grafikon 3: Udjel sektora spajanja i pripajanja u ukupnoj vrijednosti transakcija u Hrvatskoj u 2014. godini

*Izvor: Izrada autora prema statista.com (2024)*

Sektor usluga u 2014. godini ima najveći udio u ukupnoj vrijednosti transakcija, čineći 39.3% ukupnog iznosa. Habuš (2015) navodi kako je u 2014. godini porastao interes stranih investitora za hrvatski turizam. Također, u istoj je godini izvršena najveća transakcija, odnosno kupnja Croatia osiguranja od strane turističko-duhanske tvrtke Adris te kupnja turističkog društva Istraturist od strane turističkog društva Plava Laguna. Zbog nastavka konsolidacije među telekomima u svijetu, tvrtke u sektoru telekoma i IT-a postale su atraktivne mete za investicije, što se odrazilo i na Hrvatskom tržištu. Akvizicija koju je provela hrvatska softverska tvrtka IN2 kupnjom srpske tvrtke

predstavlja primjer rasta IT sektora. Osim što je transakcija ojačala poziciju IN2 na tržištu, ona je također doprinijela širenju njihovih usluga i kapaciteta, što je odraz sve veće važnosti i dinamike IT sektora u Hrvatskoj (Bačelić, 2014). Treći po redu najunosniji sektor u 2014. godini u Hrvatskoj bio je sektor transporta i skladištenja s 13,9% udjela u ukupnim transakcijama. Prema podacima Vlade RH (2015), ulaskom u Europsku uniju, strateška pozicija Hrvatske kao tranzitne zemlje za trgovinu između srednje Europe i Mediterana dodatno je povećala privlačnost transakcija spajanja i pripajanja u sektoru transporta i skladištenja. Ostatak sektora ima značajno manji udio u transakcijama, što pokazuje na ekonomske trendove prisutne u svijetu u 2014. godini, koji tu se također odrazili i na hrvatskom tržištu.

### **3.10. Učinci makroekonomskih čimbenika na transakcije spajanja i pripajanja**

Već je ranije spomenuto kako transakcije spajanja i pripajanja dolaze u valovima izazvanim ekonomskim i regulatornim šokovima. Prema konvencionalnoj ekonomskoj teoriji, transakcije spajanja i preuzimanja imaju tendenciju povećanja monopolske moći, što dovodi do smanjenja konkurencije i slabljenja njenih korisnih učinaka na ekonomsku učinkovitost. Međutim, u stvarnosti, u monopolističkom svijetu gdje veličina igra ključnu ulogu, te transakcije mogu paradoksalno povećati efektivni stupanj konkurencije (Morley i Ward, 2009). Kako navode isti autori, na tržištima gdje se konkurencija odvija između relativno malog broja velikih proizvođača, spajanja mogu biti važan način za jačanje ekonomske i financijske snage manjih poduzeća, omogućujući im da ravnopravnije konkuriraju s većim kompanijama. Na taj način spajanja mogu stvoriti protutežu dominantnom položaju većih kompanija i staviti ih pod pritisak da kontinuirano poboljšavaju svoju učinkovitost, baš kao što bi konkurencija među velikim brojem manjih tvrtki.

Tvrtke oblikuju svoje strategije ekspanzije na temelju promjena u bruto domaćem proizvodu (BDP), koji je uobičajeni pokazatelj ekonomske aktivnosti. Kako navodi Xiaoxuan (2016), kompanije su spremnije uključiti se u poslove spajanja i pripajanja kada je ekonomija u usponu, a manje su sklone transakcijama kada je ekonomija u recesiji. U razdobljima snažnog rasta BDP-a, poduzeća se često osjećaju sigurnije te su pozitivno orijentirane prema ulaganju u nove projekte, proširenju svojih operacija i ulasku na nova tržišta (Lakra, 2024). Takva ekspanzija može rezultirati povećanjem prodaje i prihoda, što tvrtke potiče na prihvaćanje rizičnijih taktika, kao što su uvođenje novih proizvoda, preuzimanje konkurencije ili uspostavljanje strateških partnerstava.

Stoga se snažan rast BDP-a korelira s većom aktivnošću transakcija spajanja i pripajanja. Prema istom autoru, tijekom razdoblja sporijeg ili negativnog rasta BDP-a, tvrtke su sklonije opreznijem pristupu. U takvim uvjetima, poduzeća se fokusiraju na strategije smanjenja troškova i optimizaciju postojećih operacija i očuvanju likvidnosti, umjesto da se upuštaju u brzo širenje. Takav pristup omogućava tvrtkama da očuvaju svoju stabilnost i prilagode se promjenjivim ekonomskim uvjetima, čime se smanjuje potreba za vanjskim preuzimanjima.

Chiriac (2020) navodi kako se inflacija smatra jednim od najvažnijih makroekonomskih čimbenika koji utječu na odluku investitora prilikom provođenja dubinske analize. Blackovi (2000) rezultati temeljeni na istraživanju transakcija spajanja i pripajanja američkih tvrtki između 1985. i 1999. godine, prikazali su da je stopa inflacije negativno povezana s rastom akvizicija. Odnosno, porastom inflacije, cijene dobara i usluga rastu, što dovodi do smanjenja profitne marže tvrtki. Ovaj pad profitabilnosti može izravno utjecati na interes investitora za tvrtku jer posuđeni ili uštedeni novac gubi na vrijednosti, a financijska pozicija tvrtke slabi. Također, povećani troškovi sirovina, rada i drugih resursa mogu dodatno smanjiti profite. Suprotno tomu, Lakra (2024) u svom radu ističe Taylorovo (2022) istraživanje koji navodi da unatoč nepovoljnim uvjetima, u razdobljima visoke inflacije tvrtke često pribjegavaju akvizicijama kako bi smanjile troškove i ojačale svoje tržišne pozicije. Prema istom autoru, tvrtke koje posjeduju proizvode ili strategije otpornije na inflaciju, nastoje prilagoditi svoje poslovanje tržištu i istražiti nove mogućnosti za zajednički razvoj, dok u razdobljima niske inflacije, mogu dati prioritet organskom rastu i smanjenju troškova. U takvim uvjetima, tvrtke često usmjeravaju svoje resurse na poboljšanje unutarnjih procesa, inovacije i povećanje operativne učinkovitosti.

Kamatne stope igraju važnu ulogu u određivanju troškova zaduživanja za tvrtke, čime izravno utječu na njihove financijske strategije, sposobnost širenja kroz investicije te provedbu transakcija spajanja i pripajanja. Marsh (1982) navodi da se poduzeća manje zadužuju kada je kamatna stopa visoka, zbog čega pribjegavaju reorganizaciji. Rastuće kamatne stope dovode do povećanja troškova financiranja, što može usporiti dinamiku transakcija spajanja i pripajanja, kao i investicijskih aktivnosti. Taggart (1977) također pronalazi značajan utjecaj kamatne stope na transakcije spajanja i pripajanja. Isti autor navodi da su tvrtke sklonije izdavati dionice kada su cijene njihovih dionica visoke, dok pribjegavaju zaduživanju (što rezultira investicijom s velikim

udjelom financiranja) kada su kamatne stope niske jer pristup kreditima postaje lakši i povoljniji za tvrtke. Sniženi troškovi zaduživanja povećavaju financijsku isplativost, čineći preuzimanja atraktivnijom opcijom za investitore koji teže širenju svog poslovanja. Sniženi troškovi zaduživanja povećavaju financijsku isplativost, čineći preuzimanja atraktivnijom opcijom za investitore koji teže širenju svog poslovanja. Povoljni financijski uvjeti često potiču rast aktivnosti spajanja i pripajanja jer smanjenje troškova kapitala omogućuje tvrtkama agresivniju provedbu strateških ciljeva (Lakra, 2024).

## **4. Analiza utjecaja akvizicije na kupovnu stranu na primjeru Atlantic Grupe**

Prodaja tvrtke, odjela, dijela ili cijelog poslovanja te ciljane imovine značajan je događaj za njezine vlasnike (dioničare), njezinu upravu, zaposlenike i druge dionike. Prodaja je intenzivan proces koji zahtijeva dubinsku analizu poslovanja i traje nekoliko mjeseci. Upravo ti procesi koji prethode akviziciji i oni koji slijede nakon nje će biti prikazani na primjeru akvizicije Atlantic Grupe d.d. i Droge Kolinske d.d. Izvor svih podataka (osim ako drugačije nije navedeno) na temelju kojih je analiziran slučaj Atlantic Grupe su njihova financijska izvješća koja su raspoloživa na službenoj stranici Atlantic Grupe.

### **4.1. Kupovna strana – Atlantic Grupa**

Atlantic Grupa d.d. hrvatska je vertikalno integrirana multinacionalna kompanija, čije poslovanje objedinjuje aktivnosti proizvodnje, razvoj, prodaju i distribuciju robe široke potrošnje na tržištima jugoistočne i Zapadne Europe. Strateška distribucijska područja čine Hrvatska, Srbija, Slovenija, Sjeverna Makedonija, Austrija i Rusija. Od svog osnutka u devedesetim godinama prošlog stoljeća, Atlantic temelji svoju strategiju razvoja na kombinaciji organskog rasta i akvizicija. Nizom godina Atlantic izvršava transakcije preuzimanja, do danas njih 50-tak od kojih su najznačajnija preuzimanja društva Cedevita od farmaceutske tvrtke Pliva i preuzimanje Droge Kolinske od slovenskog Istrabenza. Atlantic Grupa, jedan od vodećih proizvođača prehrambenih proizvoda u jugoistočnoj Europi, poznata je po brendovima poput kave Barcaffè, Cockte, Cedevite, Smokija i delikatesnom namazu Argeta. Prema podacima iz godišnjeg izvještaja Atlantic Grupe d.d. za 2023. godinu, Tablicom 1 prikazan je pregled brendova Atlantic Grupe u istoj godini.

Tablica 1: Brendovi Atlantic Grupe d.d. u 2023. godini

Pića	Kava	Slatko i slano	Delikatesni namazi	Proizvodi na bazi zobi	Ljekarničko poslovanje
Cedevita	Barcaffè	Bananica	Argeta	Boom Box	Farmacia
Cockta	Bonito	Jimmy Fantastic	Montana		
Donat	Grand kafa	Najlješe želje	Bakina Tajna		
Kala	Ziggy's Coffee	Smoki			
		Prima Štark			

Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2023.

\*Plavo zatamnjena područja brandovi su stečeni akvizicijom Droge Kolinske d.d.

Akvizicija Droge Kolinske 2010. godine u studenom označila je prekretnicu u poslovanju Atlantica, čime je postala jedna od vodećih prehrambenih kompanija u regiji. Poslovanje kompanije nakon akvizicije obilježio je sveobuhvatan proces integracije, s posebnim naglaskom na distribucijsko-logističke aktivnosti. Spajanje distribucijskog poslovanja na regionalnim tržištima dovelo je do formiranja jake distribucijske mreže.

#### 4.2. Prodajna strana – Istrabenz

Istrabenz slovenski je holding koji upravlja grupacijom Skupina Istrabenz, unutar koje je poslovala i Droga Kolinska. Konsolidacijom slovenskih poduzeća Droga d.d. i Kolinska d.d., 2005. godine osnovana je Droga Kolinska, s ciljem osiguravanja vodeće pozicije na regionalnom tržištu prehrambenih proizvoda. Droga Kolinska bila je jedan od vodećih proizvođača prehrambenih proizvoda na području Slovenije, Hrvatske, Srbije, Bosne i Hercegovine te jugoistočne Europe s ključnim proizvodima poput: Argeta, Cockta, Donat, Smoki, Barcaffè, Grand kafa, Bonito, Prima, Najlepše želje i VIP. Od 2007. godine, Droga Kolinska nije bila prisutna na tržištu kapitala zbog



postupka otkupa manjinskih udjela od strane Istrabenza. Krajem 2009. godine, Istrabenz je postao većinski vlasnik Droge Kolinske, povećavši svoj udjel na 89% (Letno poročilo Skupine Droga Kolinska za 2009. godinu, 2009).

### 4.3. Aukcija – Droga Kolinska

Prema Rosenbaumu i Pearlu (2020) aukcija je fazni proces u kojem se poduzeće-meta nudi većem broju potencijalnih kupaca („kupci“, „ponuđači“ ili „stjecatelji“). Svaki prodavatelj nastoji da aukcija ima pozitivan utjecaj na vrijednost (kako cijenu, tako i uvjete) stvaranjem konkurentskog okruženja koje potiče ponuđače da iznesu svoje najbolje ponude u smislu cijene i uvjeta, pri čemu se ubrzava proces aukcije poticanjem brze akcije ponuđača. Pružajući sigurnost da je tržište testirano i pokazujući inherentnu vrijednost, aukcijski proces može imati potencijalne nedostatke, poput curenja informacija na tržište od strane ponuđača, negativnog utjecaja na moral zaposlenika, smanjenja pregovaračke moći "pobjednika" (čime se potiče ponovno pregovaranje) te obezvrijeđenosti poslovanja u slučaju neuspjele aukcije. Sudjelovanje u aukciji zahtijeva resurse, iskustvo i stručnost ponuđača, pri čemu neki od njih vide relativno nisku vjerojatnost uspjeha, što ih odvraća od sudjelovanja.

Rosenbaum i Pearl (2020) navode dvije osnovne vrste aukcija:

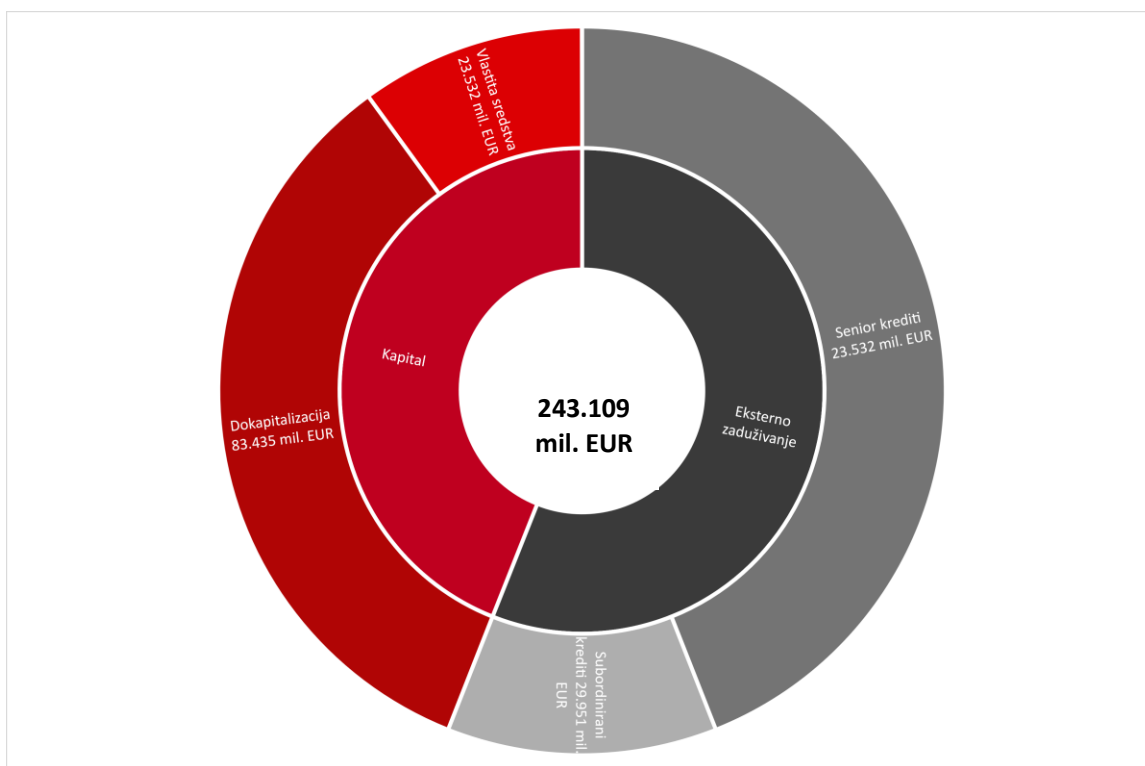
- Široka aukcija (*engl. broad auction*) – maksimizira broj potencijalnih kupaca koji se kontaktiraju kako bi se povećala konkurentska dinamika, čime se povećava vjerojatnost pronalaska najbolje moguće ponude.
- Ciljana aukcija (*engl. targeted auction*) – fokusira se na nekoliko jasno definiranih kupaca koji su identificirani kao oni koji imaju snažnu stratešku spremnost i financijsku sposobnost za kupnju poduzeća-mete.

Akvizicija Droge Kolinske predstavlja dobar primjer ciljane aukcije. Drljača (2010) navodi kako je Istrabenz kontaktirao 55 potencijalnih kupaca te su četiri kandidata ušla u najuži krug, pri čemu su morali položiti jamstvo u iznosu od 2 milijuna eura. Prema Devineu (2002) evaluacijski proces usko je povezan s procesom dubinske analize, koja uključuje detaljnu reviziju različitih komponenti poduzeća. Dubinska analiza predstavlja "most" između faze prije stjecanja i faze nakon stjecanja poduzeća-mete. Kako navodi isti autor, opisana analiza trebala bi pružiti dovoljno

informacija za postizanje razumne procjene poslovanja koje će se kupiti. Nakon provedene analize, rezultati se unose u plan integracije. Nakon provedene dubinske analize i dodatnih pitanja, Istrabenz zaprimio je tri obvezujuće ponude, od kojih je izabrana ponuda Atlantic Grupe u iznosu od 383 milijuna eura.

#### 4.4. Financiranje akvizicijskog iznosa – Droga Kolinska

Prema godišnjem financijskom izvještaju Atlantic Grupe (2011) vrijednost ukupne transakcije akvizicije iznosila je 382 milijuna eura, od kojih je 243.109 tisuća eura isplaćeno vlasnicima. Kupoprodajna cijena umanjena je za iznos neto duga slovenske tvrtke u trenutku preuzimanja, odnosno za 138 milijuna eura. Ugovorom je predviđeno preuzimanje stopostotnog udjela u Drogi Kolinskoj isplatom u gotovini. Grafikon 4 prikazuje detaljnu strukturu akvizicijskog iznosa tvrtke Droga Kolinska d.d. u 2010. godini.



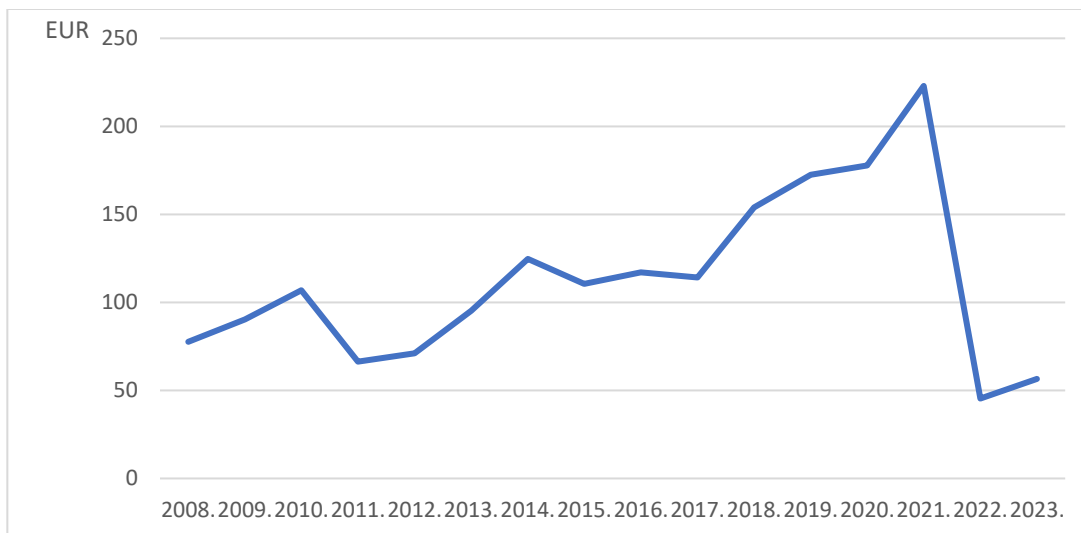
Grafikon 4: Struktura financiranja akvizicije Droge Kolinske d.d. od strane Atlantic Grupe d.d.

Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2024.

Iz prikazane je strukture vidljivo kako je akvizicijski iznos financiran kombinacijom kapitala i eksternog zaduživanja. Od ukupnog iznosa akvizicije, 44% osigurano je putem kapitala, odnosno vlastitim sredstvima Atlantic Grupe (22%) i dokapitalizacijom (78%). Većinski vlasnik Emil Tedeschi uložio je također određena sredstva s ciljem zadržavanja kontrolnog udjela u vlasništvu. Tako je 50,2% dionica u vlasništvu društva Myberg koje je u 100% vlasništvu Emila Tedeschija. Nasuprot tome, preostalih 56% transakcije financirano je eksternim zaduživanjem, pri čemu se 78% odnosi na seniorske kredite od strane UniCredit Grupe i Raiffeisen Grupe, dok je 22% pokriveno subordiniranim kreditom Europske banke za obnovu i razvoj, koja je time postala treći najveći dioničar grupe. U dokapitalizaciji je sudjelovala i Njemačka razvojna banka DEG, postavši četvrti najveći dioničar grupe s vlasničkim udjelom od 8,49%. Ono što treba napomenuti kod akvizicije Droge Kolinske je to što se radi o akviziciji veće tvrtke od strane manje. U godini prije akviziciji, odnosno 2009. godine, ukupna imovina Droge Kolinske iznosila je 349,6 milijuna eura, dok je ukupna imovina Atlantic Grupe iznosila 241,9 milijuna eura. Ova situacija naglašava značaj i ambicioznost Atlantic Grupe u strateškom širenju, kao i njihovu sposobnost da preuzmu veću kompaniju, čime su značajno proširili svoj tržišni udio, portfelj proizvoda i tržište djelovanja. Takva akvizicija omogućila je Atlantic Grupi značajan rast i konsolidaciju, što je imalo dalekosežne posljedice za njihovu konkurentsku poziciju i tržišnu prisutnost.

#### **4.5. Kretanje cijene dionica Atlantic Grupe**

Atlantic Grupa 2007. godine pustila je u javni opticaj (*engl. free float*) preko Zagrebačke burze 31% dionica (ATGR-R-A), što je tada ujedno predstavljalo i najveću javnu ponudu dionica jedne tvrtke u privatnom vlasništvu u Hrvatskoj. Provođenjem dokapitalizacije u 2010. godini, Atlantic je izdala 864.305 dionica, čime se ukupan broj dionica tvrtke povećao na 3.334.300 dionice. Cijepanjem dionica, temeljni je kapital u 2022. godini podijeljen na 13.337.200 dionica u iznosu od 106.697.600,00 EUR. Prema financijskim podacima objavljenim na službenoj stranici Atlantic Grupe, kretanje cijene dionica na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2008. do 2023. godine prikazano je Grafikonom 5.



Grafikon 5: Kretanje cijene dionica Atlantic Grupe d.d.

*Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2024.*

Filipović (2012.) na temelju provedenih istraživanja navodi da u trenutku objave akvizicije dioničari objiju strana, i preuzimatelja i poduzeća-mete, obično ostvaruju pozitivne zarade. Također, dioničari poduzeća-mete u pravilu ostvaruju znatno veće zarade u odnosu na dioničare preuzimatelja, koji obično tri do pet godina nakon transakcije posluju ispod prosjeka industrije, što dovodi do smanjenja vrijednosti njihovih dionica. Grafikon 2 prikazuje kretanje cijene dionica Atlantic Grupe na zadnji dan u godini (31.12.) u razdoblju od 2008. do 2023. godine. U 2009. godini zabilježen je rast cijene dionica (90,4 EUR) što je posljedica povećanog interesa investitora izazvanog najavom akvizicije Droge Kolinske, da bi u godini izvršenja akvizicije (2010.) ona narasla na 106,8 EUR. Dionicama Atlantic Grupe ostvaren je promet u vrijednosti od 18,4 mil. EUR u 2010. godini, što je značajan porast u odnosu na 11,8 mil. EUR u 2009. godini. Na povećanje likvidnosti u 2010. godini utjecao je i angažman Erste vrijednosnih papira Zagreb d.o.o. u ulozu brokera na Zagrebačkoj burzi. U godini nakon došlo je do naglog pada cijene dionica (66,4 EUR) zbog dodatnih troškova nastalih uslijed integracije i financijskih obveza. Akvizicija je popraćena prilagodbom investitora na promjene u poslovnom modelu, kao i financijskom opterećenju tvrtke. Također, kriza na globalnim financijskim tržištima uz rast averzije prema riziku, uzrokovala je pad svjetskih burzovnih indeksa, uključujući i domaće tržište kapitala. Dionički indeks Crobex10 smanjio se za 15,4% zbog pada cijena svih njegovih komponenti. U takvim uvjetima, investitori su smanjivali svoje pozicije u likvidnijim izdanjima, poput dionice

Atlantic Grupe, što je dovelo do značajnog pada iste, nadmašivši pad službenog indeksa Zagrebačke burze, Crobexa. Razdoblje od 2012. do 2016. godine bilježilo je stabilizaciju cijene dionica i blagi rast. Uspješna je integracija rezultirala poboljšanjem financijskih performansi i prilagodbom novim tržišnim uvjetima. U nadolazećem periodu cijena dionica je aprecirala te u 2021. godini dosegla vrhunac (222,97 EUR). Lansiranje novih proizvoda na tržište, kao i proširenje istog dovelo je do rasta poslovanja i prihoda, ali i povećane potražnje za proizvodima. Do značajnog pada cijene dionica došlo je u 2022. godini zbog nekoliko uzroka. Kao što je već navedeno, u istoj je godini došlo do cijepanja dionica što je rezultiralo padom nominalne cijene dionica (45,39 EUR). Iako je COVID pandemija završila, njezini ekonomski učinci, poput inflacije i poremećaja u opskrbnim lancima, nastavili su utjecati na poslovanje tvrtke, što je dodatno opteretilo cijenu dionica. U 2023. godini cijena se dionica stabilizira na novom, nižem nivou (56,5 EUR).

#### **4.6. Atlantic Grupa nakon akvizicije**

U studenom 2010. godine izvršena je akvizicija Droge Kolinske kao pete operativne divizije Atlantic Grupe. Divizije Atlantic Grupe objavljene na službenoj stranici Atlantic Grupe, bile su:

- 1) Distribucija – vlastiti i eksterni brandovi
- 2) Zdravlje i njega – vitaminski napici i čajevi, kozmetika i osobna njega
- 3) Sportska i aktivna prehrana – sportska i aktivna prehrana
- 4) Pharma – VMS, OTC, Ljekarnički lanac Farmacia
- 5) Droga Kolinska – kava, namazi, snack, pića i dječja hrana.

Detaljno su navedene divizije opisane u godišnjim financijskim izvještajima Atlantic Grupe (2010.-2023.), a u nastavku su iste sintetizirane. Strateški ulazak Atlantic Grupe 2010. godine u segment direktne prodaje domaćinstvima i uredima, ostvaren akvizicijom Kalničkih voda (Droga Kolinska d.d.), koje su u svom poslovanju imale razvijenu prodaju galonskih pakiranja izvorske vode Unique, otvorio je nove mogućnosti za širenje poslovanja. Osim što je akvizicija omogućila pokrivanje novog prodajnog kanala za Diviziju Distribucija, ojačala je prisutnost Atlantic Grupe u segmentu zdrave prehrane i pića. Gledajući isključivo galonsko poslovanje, tržišni udio Atlantic Grupe premašio je 40% u 2010. godini, čime se kompanija pozicionirala kao vodeći dobavljač galonske vode u Hrvatskoj.

Poslovanje tvrtke tijekom 2011. godine obilježila je sveobuhvatna integracija Droge Kolinske u postojeći sustav Atlantic Grupe, pri čemu je posebno istaknut proces konsolidacije distribucijsko-logističkih aktivnosti. U istoj je godini uspješno realizirano spajanje distribucijskih operacija Atlantic Grupe i Droge Kolinske unutar pojedinačnih distribucijskih entiteta na svim regionalnim tržištima. Ti entiteti zatim su objedinjeni u samostalnu Diviziju Distribucija Atlantic Grupe, što je rezultiralo stvaranjem snažne regionalne distribucijske mreže. U 2011. godini, Divizija je ostvarila blagi rast bruto prihoda od prodaje od 0,2% u usporedbi s 2010. godinom. Međutim, kada se promatra prodaja proizvodnog portfelja Droge Kolinske direktno prema vanjskim kupcima, zabilježen je rast od 8%. Kao tri ključna generatora tog rasta u 2011. godini posebno su se istaknuli proizvodi iz kategorije kave - Grand Kafa i Barcaffè, slatki i slani snack - Najlepše želje i Smoki, te dječja hrana - Bebi. Proizvodi iz slatkog i slanog asortimana Soko Štarka, uključujući Smoki, Bananicu i Najlepše Želje, postigli su rekordne rezultate u količinskoj proizvodnji i prodaji tijekom 2011. godine.

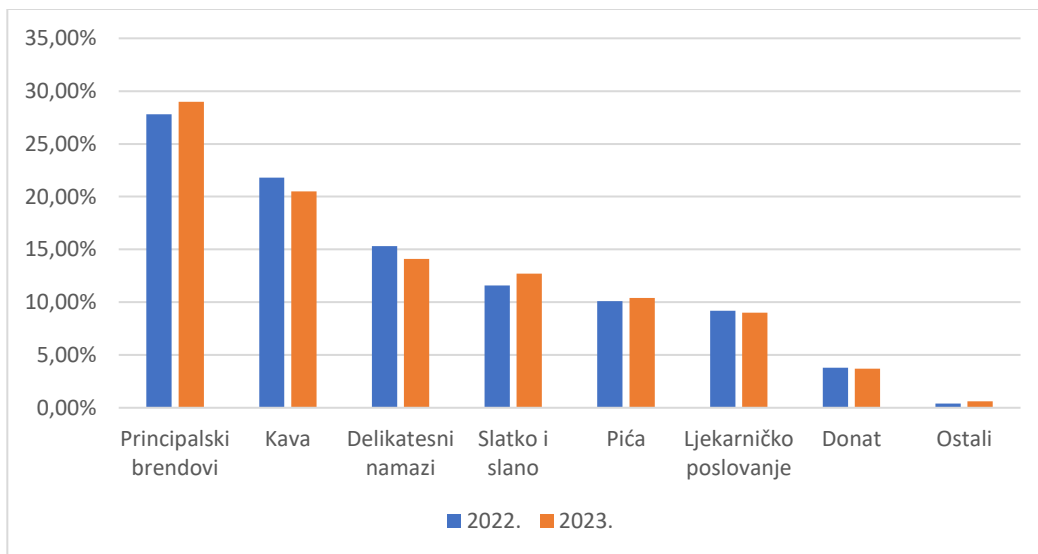
U 2015. godini, rezultati Strateškog distribucijskog područja Međunarodna tržišta pokazali su kombinaciju snažnog rasta prihoda koji se kretao između 6% i 30% na tržištima poput Španjolske, Švedske, Ujedinjenog Kraljevstva, Švicarske, Austrije i Australije, dok je na tržištu Njemačke zabilježen pad. Rast je uglavnom bio potaknut povećanom prodajom na postojećim prodajnim lokacijama (na austrijskom tržištu Argeta je postala najprodavanija pašteta), širenjem distribucije robe široke potrošnje (Donat Mg i Cedevita u Austriji), uspješnim lansiranjem novih proizvoda (posebno u segmentu sportske i aktivne prehrane u Španjolskoj i Ujedinjenom Kraljevstvu) te dodavanjem novih brendova u portfelj. Značajan rast između 8% i 15% zabilježili su segmenti Slatkog i slanog, Pića te Delikatesnih namaza, pri čemu su najistaknutiji brendovi bili Donat Mg s rastom od 11% i Argeta s rastom od 8%.

U 2017. godini započela je proizvodnja delikatesnog namaza Argeta u suradnji s američkom kompanijom Brother&Sister u Sjedinjenim Američkim Državama. Ovaj strateški potez obilježila je primjena strogih kriterija kvalitete i visoke tehnologije, već uspostavljenih u proizvodnim pogonima u Sloveniji i Bosni i Hercegovini. Distribucija Argete na dvije tisuće prodajnih mjesta u SAD-u i Kanadi bila je popraćena snažnom promocijskom kampanjom koja je uključivala prisutnost na prodajnim lokacijama i digitalnim medijima. Pored ulaska na novo tržište, 2017. godina bila je važna i zbog proširenja poslovanja Argete u HoReCa kanal, s proizvodima posebno

osmišljenim za hotele. Kao rezultat ovih aktivnosti, prodaja delikatesnih namaza porasla je za 7,0% u odnosu na 2016. godinu. Na rast prodaje značajno je utjecao porast prodaje Argete od 6,8% te sendviča Montana od 11,8% u usporedbi s prethodnom godinom. Uspjeh Argete nastavio se i tijekom 2018. godine, kada su ostvareni prihodi od prodaje u iznosu od 84,8 milijuna eura, što predstavlja rast od 12,4% u odnosu na 2017. godinu. Prema istraživanju američke tvrtke Nielsen, Argeta je 2018. godine proglašena paštetom broj jedan u Europi, s najznačajnijim tržištima u Bosni i Hercegovini (17,0%), Sloveniji (13,9%) i Hrvatskoj (13,5%). Također, Argeta je zauzela vodeću poziciju i na tržištu Švicarske.

U 2019. godini Strateško poslovno područje (SPP) Pića ostvarilo je prihod od prodaje o 99,3 milijuna eura, što predstavlja rast od 5,2% u odnosu na 2018. Godinu. Većina prodaje zabilježena je u zemljama regije (90,6%), s najznačajnijim tržištem u Hrvatskoj (37,5%). U strukturi prodaje po brendovima, 43,9% prodaje dolazi od Cedevite, 25,6% čini Donat Mg, Cockta 20,3%, vode 6,0% te preostali asortiman 4,2%. Ukupna prodaja Cockte porasla je za 14,6% u odnosu na prethodnu godinu, s dodatnim rastom od 25,9% u maloprodaji, zahvaljujući lansiranju novog proizvoda i dizajna. Prodaja Donat Mg povećana je za 3,5% u odnosu na 2018., pri čemu su rastu najviše doprinijela tržišta Rusije i Italije.

U 2020. godini Atlantic Grupa i beogradska Nelt Grupa potpisale su ugovor o brendu dječje prehrane Bebi s ustaljenom pozicijom na ruskom tržištu, koji je Atlantic Grupa stekla akvizicijom Droge Kolinske u 2010. godine. Prodajom je Atlantic Grupa nastavila proces dezinvestiranja manjih i nestrategičkih djelatnosti u skladu sa strategijom Grupe, pri tome se orijentirajući na jačanje glavnih segmenata robe široke potrošnje, uključujući kavu, delikatesne namaze, čokoladu, slane grickalice i pića. U 2023. godini Atlantic Grupa ostvarila je prihod od prodaje od 973,9 milijuna eura, što je porast od 15,1% u odnosu na 2022. godinu (846,2 mil. EUR). Najveći je rast prihoda od prodaje zabilježen u Principalnim brendovima (1,2%) i Slatkom i slanom (1,1%), dok je pad zabilježen u segmentima Kave (1,3%) i Delikatesnim namazima (1,2%). Detaljan prikaz prihoda od prodaje za 2022. i 2023. godinu prikazan je Grafikonom 6.



Grafikon 6: Dinamika prihoda od prodaje u 2022. i 2023. godini

Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2024.

#### 4.7. Analiza ekonomske situacije u Republici Hrvatske za vrijeme akvizicije Droge Kolinske

Sredinom 2008. godine, suočena s rastućim troškovima zaduživanja, gospodarska aktivnost u Hrvatskoj počela se usporavati. Do kraja iste godine, gospodarske su aktivnosti dodatno usporene, a početkom 2009. godine započelo je razdoblje velike recesije (Bokan i sur., 2010). Prema podacima Hrvatske narodne banke, stopa pada BDP-a u 2008. godini iznosila je 2,1%, da bi u 2009. godini BDP pao za gotovo 10% na -7,9%. U 2010. godini stopa BDP-a porasla je na -1,4%, što ukazuje na oporavak ekonomije, ali i dalje neizvjesnu situaciju za investitore. Također, stopa je inflacije pala s 4,2% u 2009. godini na 1,1% u 2010. godini. Pad inflacije ukazuje na poboljšanje u ekonomskom okruženju i uspješno provođenje monetarne politike. Prema podacima Atlantic Grupe (2010), tvrtka nije imala značajnu imovinu koja je ostvarivala prihode od kamata, već su prihodi Grupe bili novčani tok iz poslovnih aktivnosti, koji nisu u značajnoj mjeri ovisni o promjenama tržišnih kamatnih stopa. Kako navodi isti financijski izvještaj, kamatni rizik Grupe proizlazio je iz dugoročnih kredita (promjenjiva kamatna stopa) i izdanih obveznica. U 2011. godini Atlantic Grupa izdala je 115.000.000 obveznica po fiksnoj godišnjoj kamatnoj stopi od 6,75% i dospijećem 2016. godine.



Kao što je prethodno navedeno, akvizicije se većinom odvijaju u stabilnim ekonomskim uvjetima jer investitorima pružaju sigurnost. No uspješna akvizicija Droge Kolinske odvila se u suprotnim uvjetima. Unatoč nepovoljnim ekonomskim uvjetima, akvizicija Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe bila je uspješna zbog nekoliko ključnih faktora. Tijekom razdoblja krize, sredinom 2008. godine, gospodarska aktivnost u Hrvatskoj počela je usporavati, a recesija koja je uslijedila 2009. godine bila je izrazito duboka, s padom BDP-a od gotovo 10% i značajnim smanjenjem inflacije. Međutim, iako su ti uvjeti stvorili značajne izazove za investitore, Atlantic Grupa uspjela je iskoristiti specifične prednosti svojih poslovnih modela i strategija. Tvrtka nije bila u velikoj mjeri izložena kamatnim rizicima, budući da su njeni prihodi dolazili iz poslovnih aktivnosti, a ne iz imovine koja je ovisila o promjenama tržišnih kamatnih stopa (Atlantic Grupa, 2010). Također, Atlantic Grupa imala je mogućnost osiguranja povoljnijih uvjeta za financiranje dugoročnih obveznica, što je omogućilo stabilnost u neizvjesnim vremenima. U kontekstu smanjenih troškova zaduživanja i poboljšanja ekonomskog okruženja s padom inflacije u 2010. godini, Grupa je uspjela osigurati stratešku prednost i izvršiti akviziciju koja je unaprijedila njezinu tržišnu poziciju i konkurentnost. Akvizicija Droge Kolinske omogućila je Atlantic Grupi da iskoristi potencijalne prilike u vrijeme kada su druge tvrtke bile opreznije, čime je dodatno doprinijela uspjehu ove transakcije unatoč izazovnim ekonomskim uvjetima.

## 5. Zaključak

Aktivnosti spajanja i pripajanja predstavljaju izrazito kompleksne procese koji zahtijevaju temeljitu analizu, strateško planiranje i učinkovitu integraciju poslovanja. Kada su uspješno provedeni, ovi procesi ne samo da doprinose rastu kompanije, već omogućuju značajno proširenje njezine geografske prisutnosti i ulazak na nova tržišta. Unatoč niskim izgledima za uspjeh, kompanije često nastavljaju s provedbom spajanja i preuzimanja kako bi ostvarile kompatibilne ciljeve, kao što su geografsko širenje, diversifikacija portfelja proizvoda i usluga, povećanje operativne učinkovitosti te jačanja konkurentne prednosti u odnosu na druge sudionike na tržištu.

Transakcije spajanja i pripajanja, iako često povezane s povećanjem monopolske moći i smanjenjem konkurencije prema konvencionalnoj ekonomskoj teoriji, mogu paradoksalno unaprijediti konkurenciju u određenim tržišnim uvjetima. Ove transakcije omogućuju manjim poduzećima da ojačaju svoju ekonomsko-financijsku poziciju, što im pomaže da konkuriraju s većim igračima na tržištu, stvarajući protutežu dominantnim kompanijama i potičući ih na kontinuirano poboljšanje.

Makroekonomski uvjeti, kao što su bruto domaći proizvod, inflacija i kamatne stope, igraju ključnu ulogu u oblikovanju aktivnosti spajanja i pripajanja. Tijekom razdoblja rasta BDP-a, tvrtke su sklonije prihvaćanju investicija i širenju poslovanja, dok sporiji ili negativni rast BDP-a često rezultira opreznijim pristupom i fokusom na optimizaciju postojećih operacija. S druge strane, visoka inflacija može smanjiti profitabilnost i time otežati financiranje akvizicija, dok niske kamatne stope obično potiču povećanje transakcija spajanja i pripajanja zbog povoljnijih uvjeta za zaduživanje.

Atlantic Grupa d.d., s više od trideset godina uspješnog poslovanja, predstavlja izvrstan oprečni primjer učinkovite provedbe akvizicija na regionalnom tržištu za vrijeme negativnih ekonomskih uvjeta. Kroz niz strateških akvizicija, kompanija je kontinuirano širila svoj portfelj proizvoda i osvajala nova tržišta, pri čemu se posebno ističe preuzimanje slovenske tvrtke Droga Kolinska d.d. 2010. godine. Atlantic Grupa zadala je poslovni „šah-mat“ Drogi Kolinskoj, u kojem je Grupa iskoristila stratešku prednost i osigurala vodeću poziciju na regionalnom tržištu prehrambenih i

potrošačkih proizvoda. Ovaj potez, donesen u nepovoljnim ekonomskim uvjetima, pokazuje kako se promišljena akvizicija može koristiti za postizanje odlučujuće prednosti nad konkurencijom. Preuzimanjem Droge Kolinske, Atlantic Grupa značajno je proširila svoj asortiman i tržišnu prisutnost, te demonstrirala vrhunsku sposobnost prilagodbe i strateškog odlučivanja. Time je kompanija na najbolji način pokazala kako poslovni „šah-mat“ može učvrstiti dugoročnu konkurentsku prednost i osigurati stabilnost unatoč turbulentnim ekonomskim uvjetima.

## Literatura

1. Atlantic Grupa d.d. (2024). *Financijski izvještaji za razdoblje 2008.-2023*. Dohvaćeno iz Atlantic Grupa: <https://www.atlanticgrupa.com/hr/investitori/financijski-izvjestaji/godisnja-izvjesca/> [pristupljeno 2. kolovoza 2024.]
2. Atlantic Grupa. (n.d.). *Financijski podaci*. Dohvaćeno iz Atlantic Grupa: <https://www.atlanticgrupa.com/hr/investitori/financijski-podaci/> [pristupljeno 5. kolovoza 2024.]
3. Bačelić, M. (2014). *Nakon kupnje tvrtke u Srbiji Mandić želi barem još jednu akviziciju*. Dohvaćeno iz LIDER: <https://lidermedia.hr/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/nakon-kupnje-tvrtke-u-srbiji-mandic-zeli-barem-jos-jednu-akviziciju-78842> [pristupljeno 5. kolovoza 2024.]
4. Black, B. (2020). *Is this the first international merger wave?* M&A Lawyer.
5. Blažić, H., Dimitrić, M., & Pečarić, M. (2017). *Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak?*. Rijeka: Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci.
6. Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., & Lang, M. (2010). *Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj*. Hrvatska narodna banka.
7. Buble, M., Kulović, D., & Kuzman, S. (2010). *Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća*. Sarajevo: Kemigrafika d.o.o.
8. Chiriac, I. (2020). *The impact of economy on mergers & acquisitions in European markets*. IBIMA Publishing.
9. Cordeiro, M. (2014). *The seventh M&A wave*. Camaya Partners.
10. De Beaupuy, F. (2018). *France's oil major is getting ready for an electric future*. Dohvaćeno iz Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-18/total-agrees-to-buy-utility-direct-energie-in-1-7-billion-deal> [pristupljeno 27. srpnja 2024.]
11. Devine, M. (2002). *Successful mergers: Getting the people issues right*. London: Profile Books Ltd.
12. Drljača, G. (2010). *Tedeschi: Droga Kolinska sada je najveća transakcija na svijetu*. Dohvaćeno iz Večernji list: <https://www.vecernji.hr/biznis/tedeschi-droga-kolinska-sada-je-najveca-transakcija-na-svijetu-162129> [pristupljeno 5. kolovoza 2024.]
13. Droga Kolinska d.d. (2010). *Letno poročilo Skupine Droga Kolinska in Družbe Droga Kolinska, d. d., za poslovno leto 2009*. Dohvaćeno iz INFO HRAMBA:

- [https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.oam.si/file.aspx%3FAttachmentID%3D254&ved=2ahUKEwj9v-jXy\\_eHAxXiwQIHhc9oEWgQFnoECBUQAQ&usg=AOvVaw3kkqotr2dj9b5b1Ordf1v](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.oam.si/file.aspx%3FAttachmentID%3D254&ved=2ahUKEwj9v-jXy_eHAxXiwQIHhc9oEWgQFnoECBUQAQ&usg=AOvVaw3kkqotr2dj9b5b1Ordf1v) o [pristupljeno 2. kolovoza 2024.]
14. Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa*. Zagreb: Sinergija.
  15. Foster Reed, S., Reed Lajoux, A., & Nesvold, H. (2007). *The art of M&A, fourth edition: A merger acquisition buyout guide*. New York: McGraw-Hill Education.
  16. Gaughan, P. (2017). *Mergers, acquisitions, & corporate restructurings*. New Jersey: Wiley.
  17. Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2017). The six types of successful acquisitions. *McKinsey&Company*.
  18. Habuš, L. (2015). *U Hrvatskoj rast aktivnosti spajanja i preuzimanja*. Dohvaćeno iz Poslovni dnevnik: <https://www.poslovni.hr/author/poslovnih-hina> [pristupljeno 29. srpnja 2024.]
  19. Hayes, A. (2024). *What is a bull market, and how can investors benefit from one?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/b/bullmarket.asp> [pristupljeno 27. srpnja 2024.]
  20. Horvat, Đ., Perkov, D., & Trojak, N. (2012). *Strategijsko upravljanje i konkurentnost u novoj ekonomiji*. Zagreb: Edukator.
  21. Hrvatska izvještajna novinarska agencija. (2015). *Mergers and acquisitions in Croatia increasing*. Dohvaćeno iz Hina: <https://www.hina.hr/news/8627357> [pristupljeno 1. kolovoza 2024.]
  22. Hrvatska narodna banka. (2024). *Standardni prezentacijski format*. Dohvaćeno iz Hrvatska narodna banka: <https://api.hnb.hr/naslovnica> [pristupljeno 1. kolovoza 2024.]
  23. Ivory, I., Mason, F., Matthews, T., & Tolani, S. (2023). *Transatlantic M&A poised for a resurgence*. Dohvaćeno iz White & Case: <https://mergers.whitecase.com/highlights/transatlantic-ma-poised-for-a-resurgence> [pristupljeno 27. srpnja 2024.]
  24. Kemp, A. (2020). *AstraZeneca to acquire Alexion, accelerating the Company's strategic and financial development*. Dohvaćeno iz AstraZeneca: <https://www.astrazeneca.com/media-centre/press-releases/2020/astrazeneca-to-acquire->

- alexion.html#! [pristupljeno 27. srpnja 2024.]
25. Knežević, A. (2020). *Vrijednost preuzimanja tvrtki u Hrvatskoj lani je bila 610 milijuna eura, u 2020. se očekuje rast*. Dohvaćeno iz LIDER: <https://lidermedia.hr/poslovnascena/hrvatska/vrijednost-preuzimanja-tvrtki-u-hrvatskoj-lani-je-bila-610-milijuna-eura-u-2020-se-ocekuje-rast-129924> [pristupljeno 2. kolovoza 2024.]
26. Knežević, A. (2023). *Hrvatska druga u CEE regiji po vrijednosti preuzimanja i spajanja u 2022. godini*. Dohvaćeno iz LIDER: <https://lidermedia.hr/tvrtke-i-trzista/hrvatska-druga-u-cee-regiji-po-vrijednosti-preuzimanja-i-spajanja-u-2022-godini-148714> [pristupljeno 2. kolovoza 2024.]
27. Lakra, N. (2024). *The influence of macroeconomic factors on mergers and acquisitions and stock market performance*. International Journal for Multidisciplinary Research (IJFMR).
28. Laslavić, Ž. (2019). *Mazars i Mergermarket: 35 najvećih preuzimanja i spajanja u Hrvatskoj*. Dohvaćeno iz LIDER: <https://lidermedia.hr/aktualno/mazars-i-mergermarket-35-najvecih-preuzimanja-i-spajanja-u-hrvatskoj-26097> [pristupljeno 1. kolovoza 2024.]
29. Lauerman, J., Baker, S., & Loh, T. (2020). *AstraZeneca to buy alexion for \$39 billion in rare-disease push*. Dohvaćeno iz Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-12/astrazeneca-to-buy-alexion-for-39-billion-in-cash-and-shares> [pristupljeno 27. srpnja 2024.]
30. Lazibat, T., Baković, T., & Lulić, L. (2006). *Međunarodna spajanja i akvizicije u Hrvatskoj gospodarskoj praksi*. Dohvaćeno iz Hrčak: <https://hrcak.srce.hr/file/12166> [pristupljeno 29. srpnja 2024.]
31. Lewis, M. (2011). *The Big Short: Inside the doomsday machine*. New York: W. W. Norton & Company.
32. Marsh, P. (1982). *The choice between equity and debt: An empirical study*. The Journal of finance.
33. Morley, J., & Ward, T. (2009). ERM case studies: The consequences of mergers and acquisitions. 41.
34. Mulier, T., & Gretler, C. (2018). *Nestle bets \$7 billion on Starbucks to revive coffee sales*. Dohvaćeno iz Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-07/nestle-enters-7-2-billion-global-coffee-alliance-with-starbucks> [pristupljeno 27. srpnja 2024.]

35. Pignataro, P. (2015). *Mergers, acquisitions, divestitures, and other restructurings*. New Jersey: Wiley.
36. Renneboog, L. (2006). *Advances in corporate finance and asset pricing*. Amsterdam: Emerald Publishing.
37. Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2020). *Investment banking: valuation, LBOs, M&A, and IPOs*. New Jersey: Wiley.
38. Segal, T. (2014). *Contingent Value Right (CVR) Meaning, Types, Risks, and Example* . Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/cvr.asp> [pristupljeno 28. srpnja 2024.]
39. Sovich, N., & Noelle, M. (2011). *Sanofi to buy Genzyme for more than \$20 billion*. Dohvaćeno iz Reuters: <https://www.reuters.com/article/world/sanofi-to-buy-genzyme-for-more-than-20-billion-idUSTRE71E4XI/> [pristupljeno 27. srpnja 2024.]
40. Taggart, R. (1977). *A model of corporate financing decisions*. The journal of finance.
41. Vlada Republike Hrvatske. (2015). *Dvije godine članstva Hrvatske u EU*. Dohvaćeno iz Vlada Republike Hrvatske: <https://vlada.gov.hr/dvije-godine-clanstva-hrvatske-u-eu/17258?lang=hr> [pristupljeno 1. kolovoza 2024.]
42. Xiaoxuan , J. (2016). *How the GDP will affect M&A dals in U.S*. Southern Illinois University Carbondale.

## **Popis tablica**

Tablica 1: Brendovi Atlantic Grupe d.d. u 2023. godini.....	24
---	----

## **Popis slika**

Slika 1: Struktura opskrbnog lanca.....	13
---	----

## **Popis grafikona**

Grafikon 1: Broj i vrijednost transakcija spajanja i pripajanja u Europi .....	15
Grafikon 2: Broj transakcija sapajnja i pripajanja u Hrvatskoj od 2011. go 2022. godine.....	18
Grafikon 3: Udjel sektora spajanja i pripajanja u ukupnoj vrijednosti transakcija u Hrvatskoj u 2014. godini .....	19
Grafikon 4: Struktura financiranja akvizicije Droge Kolinske d.d. od strane Atlantic Grupe d.d.	26
Grafikon 5: Kretanje cijene dionica Atlantic Grupe d.d. ....	28
Grafikon 6: Dinamika prihoda od prodaje u 2022. i 2023. godini.....	32