

UDK 336.76

Prethodno priopćenje

Dr. Branko Novak\*

## SPAJANJA I PREUZIMANJA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA

*Rad obrađuje problematiku spajanja i preuzimanja trgovačkih društava, te ukazuje na veličinu i dinamiku ovog procesa u svjetskim okvirima. Posebno se obrađuje način spajanja i preuzimanja, mogućnosti financiranja ovih transakcija te prednosti i nedostaci pojedinih vrsta financiranja. Rad ukazuje na skupinu činitelja koji utječu na cijenu dionica kod preuzimanja. Sva se istraživanja spajanja i preuzimanja u radu svrstavaju u istraživanje događaja i istraživanje učinaka. Brojna istraživanja događaja spajanja i preuzimanja pokazuju da u ovim transakcijama dioničari preuzetih tvrtki ostvaruju značajnu premiju iznad tržišne cijene u trenutku spajanja i preuzimanja. Znanstvena istraživanja utjecaja spajanja i preuzimanja daju nejasne zaključke u pogledu utjecaja transakcije na efikasnost poslovanja nakon izvršene transakcije. Istraživanja revizorskih i konzultantskih tvrtki upućuju na relativno nezadovoljavajuće rezultate nakon što se izvrše preuzimanja i spajanja, budući da većina transakcija ne povećava vrijednost za dioničare. U radu se ujedno ukazuje na postupke koji mogu bitno utjecati na uspješnost ili neuspješnost izvršenih transakcija.*

**Ključne riječi:** Spajanje, preuzimanje, motivi spajanja, istraživanja spajanja i preuzimanja, učinci spajanja i preuzimanja.

\* Ekonomski fakultet u Osijeku

### 1. UVODNO RAZMATRANJE<sup>1</sup>

Spajanja, pripajanja i preuzimanja predstavljaju pojave koje u zadnjih stotinu godina bude pažnju profesionalnih ekonomista, poduzetnika, najšire javnosti te zakonodavnih i kontrolnih organa u privredama brojnih zemalja. Navedene su pojave, međutim, doživjele svoj vrhunac na prijelazu u treće tisućljeće. Ukupna vrijednost transakcija spajanja i preuzimanja u svijetu<sup>2</sup> bila je 1999. godine 3.430 milijardi dolara, što je za 36% više nego prethodne godine. Pritom je tržište preuzimanja i spajanja bilo najaktivnije u SAD s vrijednošću transakcija od 1.750 milijardi dolara 1999. godine. Drugi izvor<sup>3</sup> upućuje na vrijednost transakcija u SAD od 1.418 milijardi dolara 1999. godine. Na temelju ovog izvora može se izračunati da je vrijednost transakcija spajanja i preuzimanja u SAD rasla u razdoblju 1995. do 1999. godine po prosječnoj godišnjoj stopi od 41%. Aktivnosti spajanja i preuzimanja u tim su godinama prešle 6% ukupne tržišne vrijednosti svih dionica, te se time približile vrijednostima iz osamdesetih godina (1985. godine 10%, 1988. godine 10%, 1998. godine 11%). Istovremeno je ovaj proces, koji neki autori nazivaju manijom, u Evropi obuhvatio transakcije u vrijednosti od 1.200 milijardi dolara. Najveća ponuda za preuzimanje 1999. godine bila je upravo u Evropi - ponuda Vodafon Airtouch PLC za preuzimanje Njemačkog Mannesmann AG za 203 milijarde dolara. Spajanja i preuzimanja u Latinskoj Americi bila su 1999. godine u vrijednosti od 68,9 milijardi dolara, a u Aziji 238 milijardi dolara.<sup>4</sup> Razina spajanja i preuzimanja u 2000. godini bila je na približno istoj razini, a usporavanje privrednog rasta u SAD i svijetu donekle će usporiti ovaj trend. Najviše transakcija spajanja i preuzimanja događa se u telekomunikacijama, televizijskim mrežama, farmaceutskoj industriji, proizvodnji kompjutorskog softvera, bankarstvu i maloprodaji.

<sup>1</sup> Rad je rezultat istraživanja "Mergers, Acquisitions and Company Restructuring" provedenog na Southern Illinois University, a koji je financirala Fulbrightova fondacija.

<sup>2</sup> Hansen Fay, "Global mergers & acquisitions explode" Business Credit, New York, Vol. 102, Issue 6, Jun 2000. str. 22-25.

<sup>3</sup> Mergerstat, Los Angeles; FirstLine, Prescott Valley, Ariz. Ukupna vrijednost transakcija temelji se na cijeni koja je plaćena dioničarima tvrtke koja je cilj preuzimanja.

<sup>4</sup> Hansen Fay, ibidem. str. 23.

U Republici Hrvatskoj, nakon provedene vlasničke transformacije, ove pojave dobivaju sve više na značenju, te bude interes raznih sudionika. Primjerice, nakon provedene vlasničke transformacije bivših društvenih poduzeća, posebnu pažnju je privukla privatizacija u kojoj je došlo do stvaranja nekoliko velikih grupa povezanih društava, ali prije svega preuzimanjem, u okolnostima imperfektog tržišta vrijednosnih papira, te nedovoljne zakonske regulative. Ove grupe povezanih društava zapale su u velike poteškoće tijekom 1999. godine kada je gospodarstvo Hrvatske ušlo u recesiju. Procesi u sferi bankarstva u Hrvatskoj danas idu u pravcu okrupnjavanja banaka, a dio toga se odvija i kroz preuzimanje. Sve ovo zahtijeva da se tim pojavama posveti potrebna pažnja, te da se analiziraju iskustva razvijenih tržišnih privreda u ovom području.

Spajanja (konsolidacije) su poslovne kombinacije kojima se dva ili više društava povezuju da bi stvorili posve novo trgovačko društvo. Sva društva koja se spajaju nestaju, a nastavlja poslovanje samo nova cjelina koja je nastala. Premda postoje razlike između pojma pripajanja<sup>5</sup> i spajanja<sup>6</sup> oni se nekada koriste u istom značenju, s tim da ih zakoni (primjerice ZTD čl. 512.) jasno razlikuju. Općenito, kada su tvrtke koje sudjeluju u kombinaciji približno iste veličine, primjenjuje se pojam konsolidacije, a kada se tvrtke razlikuju po veličini, primjenjuje se pojam pripajanja. U praksi se ova distinkcija zamagljuje, a pojam pripajanja koristi se i kod tvrtki iste, ali i različite veličine. Pripajanje je kombiniranje dvaju trgovačkih društava pri čemu samo jedno društvo preživljava, a pripojeno društvo nestaje. U pripajanju društvo koje vrši pripajanje preuzima imovinu i obveze pripojenog društva.

Još jedan pojam koji se često koristi je preuzimanje.<sup>7</sup> Ovaj pojam je manje određen, pa se nekada koristi samo za "neprijateljsko" preuzimanje, a nekada za prijateljska ili neprijateljska preuzimanja drugih tvrtki od strane nekog preuzimatelja.

Spajanja i preuzimanja mogu biti horizontalna, vertikalna i konglomeratska. Horizontalno je spajanje kada se kombiniraju dva konkurentna društva s ciljem da se poveća tržišna snaga, što može imati utjecaj na konkurenciju na tržištu. Vertikalna spajanja predstavljaju kombinaciju društava između kojih postoji odnos kupac-prodavač. Konglomeratsko je

spajanje kada društva nisu međusobni konkurenti a nemaju ni odnose kupac-prodavač. Bitno je da pripadaju različitim djelatnostima i tržištima.

## 2. NAČIN SPAJANJA I PREUZIMANJA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA

Spajanje i preuzimanje može se izvršiti na dva načina. Preuzimatelj može pregovarati s menadžmentom tvrtke koja je potencijalno predmet preuzimanja, što se preferira u preuzimanjima koja dominiraju u zadnjih deset godina, a posebno u Europi. Ako pregovori propadnu, preuzimatelj može dati ponudu direktno dioničarima društva koje se namjerava preuzeti. U raspravama s menadžerima, preuzimatelj obično daje jasnu ponudu za otkup dionica. Ova ponuda za kupovinu redovnih dionica koje dioničari posjeduju može biti u novcu ili u dionicama. Spajanje se može realizirati ako društvo koje je cilj preuzimanja primi ponudu uz prihvatljivu premiju iznad tekuće tržišne cijene dionica. Nekada se nude i moguća plaćanja u obliku opcija dionica.

Prednosti koje može dati spajanje jesu:

- 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.

Nedostaci spajanja jesu:

- 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.

<sup>5</sup> Engl. merger.

<sup>6</sup> Engl. consolidation.

<sup>7</sup> Engl. takeover.

- Antimonopolske aktivnosti koje sprječavaju ili odlažu predloženo spajanje.
- Problemi zbog neslaganja manjinskih dioničara.

U vrednovanju potencijalnih spajanja, treba razmotriti njihov mogući utjecaj na financijsko poslovanje društva, što uključuje:

- *Dobit po dionici*. Spajanje treba povećati dobit po dionici ili povećati njezinu stabilnost.
- *Dividende po dionici*. Dividende prije i poslije spajanja trebaju biti održane da bi se stabilizirala tržišna cijena dionica.
- *Tržišna cijena dionica*. Tržišna cijena dionica treba biti viša ili barem jednaka nakon spajanja.
- *Rizik*. Tvrtka nastala spajanjem treba imati manji financijski i operativni rizik nego prije spajanja.

Pri odlučivanju o uvjetima spajanja treba razmotriti sljedeće:

- Promjena dobiti u novčanom iznosu i postotku.
- Dividende.
- Tržišne cijene dionica.
- Knjigovodstvena vrijednost po dionici.
- Neto radni (obrotni) kapital po dionici.

Značenje koje se dodjeljuje svakom od gornjih pokazatelja ovisi o okolnostima. Pri određivanju vrijednosti dobiti pri spajanju, treba uzeti u obzir predviđene buduće dobiti i prognozirani P/E odnos. Brzo rastuće tvrtke bi trebale imati viši P/E odnos. Dividende su privlačne dioničarima. Međutim, što je veći rast dobiti društva, manji je utjecaj dividendi na tržišnu cijenu dionica. S druge strane, ako dobiti opadaju, utjecaj dividendi na cijenu dionica je veći. Cijena dionica ovisi o očekivanjima dobiti i dividendi. Vrijednost koja se dodjeljuje tvrtki (procijenjena vrijednost) u preuzimanju će najvjerojatnije biti veća od sadašnje tržišne cijene u sljedećim slučajevima:

- Tvrtka je u djelatnosti koja je u depresiji.
- Društvo koje se preuzima je od veće vrijednosti za tvrtku preuzimatelja nego općenito za tržište dionica.
- Da bi se potaknuli postojeći dioničari da prodaju svoje dionice, nudi se veća cijena dionica od tekuće tržišne cijene.

Budući da se knjigovodstvena vrijednost temelji na povijesnim troškovima, a ne na tekućoj cijeni, ona nije ključni činitelj koji treba razmotriti. Međutim,

kada knjigovodstvena vrijednost prelazi tržišnu vrijednost, može postojati očekivanje da će tržišne cijene porasti nakon spajanja zbog poboljšanih okolnosti. Ako preuzeta tvrtka ima nisku zaduženost ili visoko likvidna sredstva, preuzimatelj može pozajmiti sredstva za preuzimanje koristeći se jakom likvidnosnom pozicijom preuzete tvrtke.

Postoje brojni činitelji koje treba razmotriti u određivanju cijene koju treba platiti za neku tvrtku uključujući:

- Financijsko zdravlje tvrtke koja se preuzima (kvaliteta dobiti, stopa rasta, utrživost imovine).
- Tip i stabilnost poslovanja.
- Starost tvrtke.
- Stupanj konkurencije.
- Porezne mogućnosti, kao primjerice neiskorištena oslobođanja od poreza.
- Očekivani prinos na imovinu i prodaju.
- Odnosi sa zaposlenicima - sindikalno udruživanje.
- Razina rizika, odnosno postojanje odgovarajućih osiguranja.
- Karakteristike društva.
- Kvaliteta menadžmenta.
- Tržišni položaj, kao kvaliteta proizvoda, udio na tržištu, kanali distribucije, te baza kupaca.
- Ekonomsko okruženje, uključujući i poslovanja koja su otporna na recesije.
- Političko okruženje, kao nepostojanje čvrstih zakonskih okvira, te postojanje u nestabilnim područjima.
- Struktura sporazuma, uključujući zaduženje ili izdavanje dionica, gotovina ili dionice, troškovi transakcije i vremenske dimenzije transakcije.
- Poboljšanja diverzifikacije.
- Jednostavnost prijenosa vlasništva.
- Fluktuacije cijena.
- Zakonska pitanja kao primjerice mogućnost odgovornosti dioničara u slučaju tužbe.
- Karakteristike djelatnosti, kakve su primjerice rastuća ili padajuća djelatnost.
- Utjecaj preuzimanja na financijsku snagu i poslovne učinke preuzimatelja.
- Moguće narušavanje antimonopolskih zakona.

Različite su mogućnosti financiranja transakcije spajanja i preuzimanja, ali su glavne opcije sljedeće:

- Čista novčana transakcija financirana iz postojećih gotovinskih priljeva.

- Čista novčana transakcija financirana izdavanjem dionica.
- Transakcija s dionicama, odnosno spajanje zamjenom dionica.
- Mješovita dionice/gotovina.
- Gotovinska transakcija financirana novim zaduženjem.
- Otkup dionica pomoću financijske poluge pri čemu je najveći dio glavnice zamijenjen dugom.

- Mješovita gotovina/dug.

Prednosti davanja dionica:

- Ne traži gotovinu ili druge financijske zahtjeve prema preuzimatelju.
- Brza i jednostavna u smislu pripreme dokumenata.
- U određenim slučajevima (što ovisi o poreznom sustavu) transakcije s dionicama mogu biti izuzete od oporezivanja, što povećava vrijednost transakcije.
- Preuzimanje pomoću dionica može održati odnos između glavnice i imovine te čak dati dodatni kapital za daljnje strategije rasta.
- Dioničari ciljne tvrtke dijele rizik preuzimanja.
- Manjinski dioničari nemaju pravo prigovora.
- Može se zadržati prednost visokih cijena dionica preuzimatelja.
- Menadžment ciljne tvrtke ima razlog da bude uključen.

Nedostaci davanja dionica:

- Može biti manje privlačno za dioničare ciljne tvrtke.
- Preuzimatelj, kupnjom dionica ciljne tvrtke, preuzima njezine obveze, bez obzira jesu li one posve jasne.
- Dijeljenje dobiti dioničara preuzimatelja na veći broj dionica.
- Razvodnjavanje (širenje) vlasništva/kontrole.
- Rizik sukoba nakon spajanja.
- Ako se ciljna tvrtka likvidira postupno nakon preuzimanja, potrebno je puno rada da se imovina ciljne tvrtke prevede nakon likvidacije.

Prednosti davanja novca:

- Preuzimatelj ima potpunu kontrolu nad imovinom koju kupuje i obvezama koje preuzima.
- Privlačna je za dioničare jer primaju neku vrijednost odmah te nemaju rizik.

- Nije potrebno glasovanje dioničara preuzete tvrtke.

- Lako je razumljiva.

Nedostaci davanja novca:

- Smanjenje novčanog tijeka.
- Poteškoće da se procijeni fer vrijednost imovine.
- Menadžment ciljne tvrtke ima malo poticaja da olakša transakciju ili da nastavi rad nakon transakcije.
- Dioničari ciljne tvrtke moraju je odobriti.
- Gotovinsko preuzimanje može materijalno smanjiti odnos između glavnice i imovine društva koja nastaje nakon preuzimanja.
- Kreiranje goodwilla koji se amortizira, ali ne mora biti odbitna stavka kod oporezivanja, što ovisi o poreznim sustavima.
- Nekada je potrebna suglasnost zajmodavaca.

Prednost korištenja financijske poluge odnosno zaduženja:

- Izdatak za kamate je odbitna stavka prije oporezivanja.
- Povećanje prinosa dioničarima.
- Budući da je zadržano vlasništvo istih dioničara, nema smanjenja dobiti po dionici za njih.

Nedostaci korištenja financijske poluge:

- Zajmodavci imaju prioritet u odnosu na tvrtku koja je nastala spajanjem.
- Veći financijski rizik može smanjiti cijene dionica i obveznica tvrtke, a također rezultirati u porastu troškova financiranja.
- Moguće smanjenje kreditnog rejtinga.
- U slučaju neizvršenja obveza nastaju problemi s gotovinom.
- Plaćanje kamata smanjuje dobit.
- Plaćanje kamata i glavnice smanjuje gotovinski tijek.

Karakteristike tvrtki koje bi bile dobar cilj preuzimanja korištenjem poluge jesu:

- Dobit i gotovinski tijek tvrtke moraju biti predvidivi tako da se iz njih mogu izmiriti obveze za kamate i glavnice duga.
- Stopa rasta tvrtke mora biti viša od stope inflacije.
- Mora postojati dobar udio na tržištu jer je u suprotnom tvrtka osjetljiva na smanjenje ekonomske aktivnosti ili akcije konkurenata.

- Mora postojati kvalitetna imovina koja može poslužiti kao kolateralna.
- Imovini ne smije opadati vrijednost, a odnos između duga i glavnice mora biti u trenutku preuzimanja nizak.
- Moraju postojati minimalne potrebe za kapitalnim izdacima.
- Tvrtka mora biti likvidna tako da ima dovoljno gotovine da izmiri svoje obveze po dugu.
- Mora postojati stabilnost tvrtke u budućnosti.
- Tehnološke promjene nisu problem.
- Menadžment je visokokvalificiran i dan mu je značajan udio u glavnici.
- Tvrtka se prodaje uz nizak P/E odnos.

### 3. ISTRAŽIVANJA SPAJANJA I PREUZIMANJA

Sva spajanja i preuzimanja objašnjavaju se mnogobrojnim ciljevima, ali je jedan osnovni koji leži iza svih tih ciljeva - da se za dioničare poveća vrijednost. Spajanja i preuzimanja spadaju u visokorizične transakcije, ali naravno da su i mogući prinosi takvih transakcija veliki. Neke su transakcije uspješne, druge nisu. Za to postoje brojna objašnjenja, ali i istraživanja koja nastoje znanstveno verificirati ta objašnjenja. Sva istraživanja spajanja i preuzimanja mogu se načelno svrstati u dvije skupine:

1. Istraživanje događaja
2. Istraživanje učinaka.

Istraživanja događaja razmatraju prinose dioničarima tvrtke koja je cilj preuzimanja i tvrtke preuzimatelja prije i nakon najave preuzimanja. Ova istraživanja pokazuju da su kombinirani prinosi dioničarima preuzimatelja i dioničarima preuzete tvrtke nedvosmisleno pozitivni. Ovi pozitivni prinosi podrazumijevaju da tržište pretpostavlja da će preuzimanje u prosjeku stvoriti neku vrijednost. Međutim, ova istraživanja i reakcije ne daju uvid u izvore promjene vrijednosti kod spajanja, te ostvaruju li se na kraju očekivanja o promjeni vrijednosti. Konačno, kombinirani prinosi nalaze se u širokom rasponu od vrlo pozitivnih do vrlo negativnih.

Međusektorske analize prinosa u razdoblju nastanka događaja daju neke dokaze da široki rasponi kombiniranih prinosa u razdoblju najave preuzimanja, odražavaju sposobnost tržišta da predvidi uspješnost spajanja. I druge studije ispituju brojne druge determinante međusektorskih varijacija u prinosima vezanim uz pripajanja. (Lang, Stulz i Walking 1991,

Malony, Mc Cormik i Mitchell 1993, Morck, Schleifer i Vishny 1990, te Servais 1991). Ove studije prinosa vezanog za događaj (najavu spajanja) daju neko objašnjenje prirode reakcije tržišta na najavu pripajanja. Međutim, one ne istražuju ostvaruje li se predviđeno stvaranje vrijednosti ili povećanja produktivnosti. Također one ne kažu puno o organizacijskim mehanizmima i menadžerskoj praksi koji djeluju na uspješnost ili neuspješnost preuzimanja.

Istraživanje učinaka nakon pripajanja nastoje mjeriti dugoročne implikacije spajanja i preuzimanja koristeći pritom knjigovodstvene prinose i prinose na dionice. Istraživanja knjigovodstvenih podataka ne nalaze konzistentne dokaze unapređenja ili dobiti u produktivnosti (Healy, Palepu i Ruback 1992, i Ravenscraft i Scherer 1987). Slična istraživanja koja su usmjerena na dugoročna kretanja cijena dionica preuzimatelja nalaze miješane rezultate: abnormalno negativne prinose na dionice nakon preuzimanja (Agrawal, Jaffe i Mandelker 1992.), bez abnormalnih prinosa samo kod spajanja dionica (Mitchell i Stafford 1996).

Obje vrste istraživanja ne istražuju izvore promjene vrijednosti kod spajanja i preuzimanja. Izvori promjena vrijednosti često se istražuju studijem slučajeva. Ove studije preuzimanja u različitim granama djelatnosti ukazuju na sljedeće:

1. Aktivnosti spajanja su u vezi sa šokovima (naglim promjenama) koje se događaju u nekim djelatnostima (promjene tehnologije, promjene regulative).
2. Ključni činitelj uspjeha preuzimanja je stupanj do kojeg preuzimatelj razumije tvrtku koja je cilj preuzimanja, prije nego se preuzimanje i obavi. Premda se ovaj nalaz čini očiglednim i zdravorazumskim, činjenica da preuzimanja propadaju zato što preuzimatelj nema dovoljno informacija o tvrtki koju preuzima, vrlo je važna. Za praktičare to predstavlja jak poticaj da prikupe informacije prije završetka preuzimanja. Ovo postavlja pitanje zašto menadžment poduzima preuzimanje, a da nema dovoljno informacija, te koja bi bila optimalna količina informacija?

Jedno je ipak sigurno, dioničari kompanija koje su cilj preuzimanja ostvaruju značajne zarade jer se sva preuzimanja vrše uz značajnu premiju iznad tekuće tržišne cijene u trenutku preuzimanja. Te se premije kreću od 20 do 40% iznad tržišne cijene, no neke su premije i 3 do 4 puta iznad tržišne cijene.

Kada se promatraju konačni rezultati nakon preuzimanja, onda bi se na temelju empirijskih podataka moglo zaključiti da za dioničare tvrtki preuzimatelja, preuzimanja ne izgledaju tako dobro. Ako se ne promatraju pojedinačni slučajevi, nego neki veći uzorak, rezultati pokazuju da je većina spajanja i preuzimanja bila neuspješna. Kao primjer možemo uzeti pedeset velikih spajanja i preuzimanja u SAD u razdoblju od 1994. do 1999. godine. Vrijednost pojedinačnih transakcija bila je od 85,6 milijardi \$ kod transakcije Exxon Corp. - Mobil Corp, do najmanje transakcije 9,4 milijarde \$ E.I. Du Pont de Nemours & Co. - Pioneer Hi-Bred International Inc. Ako se analiziraju ove transakcije i promjena cijene njihovih dionica na kasniji dan 5. svibnja 2000. godine, u odnosu na dan objavljivanja transakcije, onda je porast cijena dionica ostvaren u 21 slučaju, pad cijena u 28 slučajeva, a jednom se cijena nije promijenila. Međutim stvarni rezultati još su nepovoljniji ako se porast cijena uspoređi s promjenom S&P 500 indeksa u istim vremenskim razdobljima kada se dogodila transakcija i referentnog datuma 5. svibnja 2000. godine. Tada se vidi da je samo u 11 slučajeva, što čini 22% svih transakcija, rast cijena dionica kompanije nastale transakcijom spajanja i preuzimanja bio veći od rasta cijena portfelja 500 dionica koje čine S&P indeks. Nastranu što je rizično ulaganje u portfelj dionica bitno niži. U svim ostalim slučajevima, njih 39, rast cijena portfelja dionica bio je iznad promjene cijena pojedinačnih dionica kompanija.

U ovom uzorku spajanja i preuzimanja nalazi se i preuzimanje Chrysler Corp. od strane Daimler-Benz AG, čija je vrijednost bila 36,9 milijardi \$. U trenutku preuzimanja 13. studenog 1998. godine cijena dionice je bila 78,1 \$, da bi 5. svibnja 2000. godina bila 57,7 \$ što je 26% niže. Na dan 17. ožujka 2001. cijena je bila 48\$! Ovakav razvoj sigurno pretjerano ne veseli dioničare Daimler-Benz AG unatoč činjenici da je od preuzimanja prošlo tek nešto više od dvije godine, jer je danas tržišna vrijednost kompanije Daimler-Chrysler niža od vrijednosti same kompanije Daimler prije preuzimanja Chyrlslera.

Istraživanje koje je proveo KPMG<sup>8</sup> pokazuje da više od polovine spajanja i preuzimanja koja su se dogodila nisu donijela koristi dioničarima. Ovo istraživanje pokazuje da većina spajanja i preuzimanja ne povećava vrijednost za dioničare, a u mnogim

slučajevima je čak smanjuje. Izvještaj KPMG: "Unlocking shareholder value: the keys to success" pokazao je da je 82% onih koji su poslali odgovore, odgovorilo da je njihov poslovni poduhvat bio uspješan. Ali analiza KPMG pokazuje da su u 53% slučajeva spajanja i preuzimanja smanjila vrijednost za dioničare, a daljnjih 30% nije promijenilo vrijednost za dioničare.

Isto istraživanje pokazuje i na koji način spajanja djeluju na vrijednost koja se stvara za dioničare. Rezultati su sljedeći:

- Prodor na zemljopisno nova tržišta	35%
- Maksimiziranje vrijednosti dioničara	20%
- Povećanje ili zaštita udjela na tržištu	19%
- Stjecanje novih proizvoda ili usluga	8%
- Ostvarenje kontrole nad lancem dobavljača	7%
- Ostalo	11%

Šest aktivnosti prije zaključenja posla koje povećavaju vjerojatnost uspješnog spajanja prema istom istraživanju jesu:

- Vrednovanje sinergije	28%
- Izbor tima menadžera	26%
- Rješavanje pitanja različitih kultura	26%
- Planiranje projekta integracije	13%
- Interne i eksterne komunikacije	13%
- Due diligence	6%

Učestalosti kojima se ostvaruju poslovne koristi pri spajanju:

a) Sinergijske:	
- Novi kupci	45%
- Nova tržišta	42%
- Marketing	34%
- Razvoj novih proizvoda	34%
- Usluge i podrška kupcima	32%
- Pristup novim distribucijskim kanalima	32%
- Novi proizvodi	29%
- Efikasnost prodaje	26%
- Unakrsna prodaja	25%
b) Smanjenje troškova:	
- Režijski troškovi	66%
- Troškovi nabave i prodaje	60%
- Troškovi lanca opskrbe	60%
- Proizvodni troškovi	35%
- Troškovi skladištenja i distribucije	32%

<sup>8</sup> KPMG IIP Mergers and Acquisitions Global Research uključuje 600 izvršenih preuzimanja koja su se dogodila na međunarodnom planu od 1996. do 1998. godine.

- Troškovi razvoja novih proizvoda	32%
- Smanjenje nepotrebne imovine	25%
- Troškovi istraživanja i razvoja	24%
- Drugi	8%

#### 4. KAKO REALIZIRATI USPJEŠNO SPAJANJE I PREUZIMANJE?

Kada dolazi do spajanja i preuzimanja u nekoj djelatnosti i kako se širi polje ove "igre", postavlja se pitanje koliko se sve to isplati? Hoće li sudionici biti sposobni ostvariti nove mogućnosti, smanjiti troškove i razviti svoje konkurentske prednosti tako da poprave svoj tržišni položaj? Hoće li smanjenje broja zaposlenih i usmjerenost na nove usluge (kao u bankarstvu primjerice) stvoriti ekonomske vrijednosti za dioničare?

Nova preuzimanja najčešće se "njavljaju fanfarama". Naglašavaju se konkurentske prednosti, kao da je postizanje samog spajanja dokaz njegove uspješnosti. Obecava se rast ekonomskih vrijednosti, a projicira se i ubrzani rast. Nažalost, izazovi u ispunjenju tih obećanja se podcjenjuju. U brojnim velikim spajanjima vidljivi su nezadovoljavajući rezultati. Kako preuzimatelji sve više prihvaćaju pad produktivnosti, nizak moral, internu konkurenciju, odlazak izvršnog osoblja kao posljedicu preuzimanja, dioničari postaju nezadovoljni. Smanjenje troškova je uvijek daleko skuplje nego što je bilo tko predviđao. Ono se rijetko ostvaruje tako brzo kako se očekivalo. Povećanje prihoda sporo se ostvaruje, a nekada se i ne ostvaruje. Većina planova za unapređenje informacijske tehnologije traje duže i košta više nego što su to predviđale projekcije. Ušančene kulture ograničavaju nov način razmišljanja.

Ovi problemi nisu jedinstveni i ne mogu se u cjelini izbjeći. Međutim, ubrzanjem promjena nakon sporazuma o spajanju ovi se problemi mogu minimizirati. Zato je potrebno brzo stabilizirati organizaciju, postići rano usmjerenje prema ciljnim ekonomskim mogućnostima, te brzo sačuvati ljudske i tržišne resurse. Ovdje treba izbjeći "sedam smrtnih grijeha".<sup>9</sup>

Prva greška podrazumijeva opsesivno pravljenje listi onoga što treba učiniti. Ta opsesivnost često dovodi do toga da se sačinjavaju beskonačne liste svega onoga što kod preuzimanja treba učiniti, da se

pritom gubi iz vida vremensko ograničenje koje postoji kod svakog posla. Da bi se izbjegla ova greška, treba utvrditi čvrste prioritete. Sve aktivnosti koje treba izvršiti nakon preuzimanja treba staviti u matricu: financijski utjecaj na jednu os, a vjerojatnost uspjeha na drugu os. Treba identificirati 20% onih aktivnosti koje će vjerojatno dati 80% ekonomskih vrijednosti uz najveću vjerojatnost uspjeha. Sve raspoložive resurse (vrijeme, menadžment i kapital) treba usmjeriti na te aktivnosti. Aktivnosti koje imaju manje vjerojatnosti mogu se poduzeti samo iz oportunističkih razloga, ali nikako kao sastavni dio plana.

Druga greška podrazumijeva stvaranje velikih planova. Postoji jedna mornarska izreka koja kaže: "Ako ne možeš vezati dobar čvor, veži puno njih". 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. Kako bi se izbjegla ova greška valja znati da postoji razlika između poduzetne flote timova i tromе armade. Zato timove treba izgraditi oko onih aktivnosti koje imaju najveću vrijednost. Timovi trebaju biti mali, jer tim s više od pet osoba ima već problem kako da zakaže svoj sljedeći sastanak. Treba izbjegavati stvaranje timova za aktivnosti koje je najbolje prepustiti kompetentnom pojedincu. Timovi trebaju više vremena za bilo koji posao i skloni su kompromisima te se nevoljko upuštaju u rizike.

Treća je greška komunikacija lišena sadržaja. Nakon najave preuzimanja obično ima više pitanja nego odgovora. Uprave su rijetko spremne da u komunikaciji iskažu neki značajan sadržaj. One se predaju slavljenju i promociji. Njihove poruke su u većini slučajeva lišene sadržaja. Da bi se izbjegla ova greška, treba identificirati potrebe, brige i interese svih značajnih grupa sudionika. Plan komunikacija treba izgraditi oko analize tih sudionika. Treba prenijeti onoliko informacija koliko je u danom trenutku poznato i čim su poznate. Konzistentne poruke treba prenositi neprekidno, uz ponavljanje te kroz razne kanale. Pravilo je: nema tajni, nema iznenađenja, nema žurbe, nema praznih obećanja.

Četvrta je greška opsesivno bavljenje ranim pravljenjem organizacijskog dijagrama. Spajanja i preuzimanja predstavljaju studije slučajeva za organizacijsku neizvjesnost. Rijetko kada su menadžeri pod tolikim pritiskom da pokažu autoritet, uspostave kontrolu te da učvrste izvještajne veze, koliko je to nakon što je dogovoreno spajanje ili

<sup>9</sup> Feldman L. Mark, "Avoiding the Seven Deadly Sins of Postmerger Integration", Bank Accounting & Finance, Summer 2000, Vol. 13, Issue 4, str. 29-34.

preuzimanje. Ovo se stanje može nazvati "akutnim sindromom strukturalnog straha". Popratni učinci ovog sindroma posebno su destruktivni. On potiče odluke koje više vode računa o formi nego o funkciji, hijerarhiji iznad čistoće uloge.

Prvi se simptom javlja pri izboru menadžmenta u ranoj fazi nakon sklopljenoga posla. On se često izražava u preokupaciji s ranom pripremom organizacijskog dijagrama. Strukturne odluke imaju dubok utjecaj na produktivnost i djelovanje nove organizacije. Taj je utjecaj daleko iznad dijagrama, razina i položaja. On uključuje prestanak ili promjenu postojećih radnih grupa, stvaranje novih radnih grupa, promjene u tijeku rada i tijekom odluka, promjene pojedinačnih uloga i odgovornosti te promjenu statusa nadređeni/podređeni svih pojedinaca. One imaju ogroman utjecaj na ponašanje, motivaciju, te na konačno stvaranje vrijednosti za dioničare.

Ova se greška može izbjeći ako se zna da se organizacijska struktura temelji na podršci izvršenju, a ne na izvještajnim pravcima i točkama. Dobra organizacija prenosi poruku o okviru za izvršenje. Ona treba služiti prvo i najviše ostvarenju inicijativa koje stvaraju vrijednosti. Uloga svakog menadžera u stvaranju vrijednosti mora biti definirana. Ta definicija mora uključiti rezultate za koje je menadžer odgovoran, koje su odluke njegove, a koje su podijeljene te koja je međusobna ovisnost između menadžera. Tek kada se to učini, može se izraditi organizacijski dijagram.

Peta je greška vezana za rješavanje kadrovskih problema. Menadžeri se rano počinju boriti za pozicije. Oni se pokušavaju pobrinuti za svoje ljude ili se povuku kako bi se od njih ogradili i prihvatili nove ljude koliko je to potrebno. Rijetko kada imaju dovoljno informacija kako bi mogli donijeti dobru odluku. Najuočljivija je pogreška da se odluka o izboru tretira kao jednostavan izbor između dvoje ljudi. Kineska poslovica kaže: "Ako vidiš kornjaču na stupu ograde, znaj da ju je netko tamo stavio." U kontekstu organizacijskih promjena to se odnosi na ljude na višim položajima koji nisu došli tamo po svojim zaslugama. Ove pogrešno smještene duše sjede na vrhu stupa organizacije, čime prizivaju špekulacije o tome kako su tamo stigle. Da stvar bude gora, pogreške na vrhu se spuštaju prema dolje. Pametni ljudi koji nisu izabrani odlaze sa svojim znanjima o tehnologiji, proizvodima i kupcima. Najčešće odlaze kod konkurencije s osjećajem osvete u srcu. Kako bi se izbjegla ova greška, treba znati da

su svima nama poznati ljudi koji bi trebali biti sposobni da nešto učine, ali oni to ne čine. Izbor ljudi koji se temelji na očiglednom kapitalu menadžera (zna tko) i kvalifikacijama (može učiniti), a da se ne utvrdi karakteristika njegova ponašanja (učiniti će) umanjuju učinke i kulturu kompanije. Izbor treba temeljiti na tome što će kandidati učiniti, odnosno kakav je u tom smislu njihov karakteristični operativni stil. Sve drugo je "stavljanje kornjače na stup ograde".

Šesta je greška nagrađivanje pogrešnih stvari. Dajte menadžerima udio i oni će usmjeravati poslovanje. Nažalost kreatori planova nagrađivanja često su preokupirani traženjem formula, kriterijima, mehanizmima plaćanja, porezima i administrativnim potrebama. Oni gube iz vida realne ciljeve nagrađivanja, a to je "energično i usmjereno ponašanje." Ova se greška može izbjeći ako se oslonimo na staru poslovnu uzrečicu: "Ono što se mjeri, time se i upravlja. A ono čime se upravlja, to se i izvršava." Ovaj bi se moto ovdje mogao parafrazirati u: "Ono za što se nagrađuje, to se i izvršava." To znači da nagrade trebaju biti usklađene s onim što treba izvršiti i to što prije kako bi proces tranzicije bio što glatkiji.

Sedma je greška vjerovanje da se kultura temelji na vrijednostima, a ne na ponašanju. Unatoč brojnim dokazima da se na kulturne razlike treba brzo obratiti pažnja, mnogi menadžeri nastavljaju vjerovati da je moguće postupno spojiti kulture dviju kompanija putem kontakata i interakcija. Međutim to nije moguće. To je također i opasno jer usporava prelazak i kulturnu integraciju te usporava stvaranje vrijednosti za dioničare. Da bi se izbjegla ova greška, treba znati da su uvjerenja tvrdoglava, a ponašanje je prilagodljivo. Zato je lakše postići da se ljudi drugačije ponašaju, nego da promijene svoja vjerovanja. Međutim, ako ih se može dobiti da se pokušaju ponašati na nov način, te ako se takvo ponašanje može ponoviti nekim osobnim nagradama ili poticajima, oni će ponoviti to ponašanje. Višestrukim ponavljanjem, uvjerenja će se polako pomicati kako bi se uskladila s nagrađenim ponašanjem.

Spajanja i preuzimanja visoko su rizične transakcije koje imaju potencijalno veliki prinos. Premda je većina njih učinjena na konceptijskoj razini, one nisu učinjene bez promišljanja i nerveze. Posljedice neuspjeha imaju dugotrajan učinak i često su kobne. Kako bi se osigurao uspjeh nakon što je transakcija izvršena, prelazak treba ubrzati i izbjeći sedam navedenih grešaka.



### LITERATURA

1. Berger, P.G. and Ofek, E.: (1995) "Diversifications Effect on Firm Value". *Journal of Financial Economics* 37, no.1, str. 39-65.
2. Blair M. Margaret: (1993) *The Deal Decade - What Takeovers and Leveraged Buyouts mean for Corporate Governance*. The Brookings Institution Washington, D.C.
3. Comment, R. and Jarrell, G. (1995) "Corporate Focus and Stock Returns". *Journal of Financial Economics* 37, no. 1, str 67-87.
4. Feldman, L. Mark: (Summer 2000) "Avoiding the Seven Deadly Sins of Postmerger Integration, *Bank Accounting & Finance*, Vol. 13, Issue 4, str. 29-34.
5. Gaughan, P.A.: (1996) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley and Sons, Inc.
6. Hansen Fay: (Jun 2000) "Global mergers & acquisitions explode" *Business Credit*, New York, Vol. 102, Issue 6, str. 22-25.
7. Jensen, M. and Mackling, W.: (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3, str 305-360.
8. Jensen, M.: (1989) "The eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review* 5, str. 61-74.
9. Kaplan, S.: (1991) "The Staying Power of Leveraged Buyouts" *Journal of Financial Economics* 29, str. 287-314.
10. Kaplan, N. Steven: (2000) *Mergers and Productivity*. The University of Chicago Press, Chicago.
11. Marchildon, P. Gregory: (1991) *Mergers and Acquisitions*, University Press, Cambridge.
12. Morck, R. Shleifer, A. and Vishny, R.: (1990) "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance* 45, no. 1, str. 31-48.
13. Morris, M.J. i drugi: (1995) *Mergers & Acquisitions - Business Strategies for Accountants*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
14. Rappaport, A.: (1990) "The Staying Power of the Public Corporation". *Harvard Business Review* 1., str. 96-104.
15. Scharf, A.C., Shea, E.E. and Beck, C.G.: (1991) *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers*, Fourth Edition. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.
16. Siegel G. Joel, Shim K. Jae and Dauber A. Nicky: (1997) *Corporate Controller's Handbook of Financial Management*. Prentice Hall, New Jersey.

**Branko Novak, Ph.D.,**

## MERGER AND TAKE OVER OF TRADING COMPANIES

### *Summary*

The paper deals with the problem area of merger and take-over of trading companies and points to the size and dynamics of this process within the world frames. The merger and take overs financing possibilities of these transactions as well as advantages and disadvantages of certain kinds of financing are particularly dealt with. The paper points to the group of factors which influence the price of shares in the take over. All researches of merger and take over in this paper are classified in the research of the events and effects. Numerous researches of merger and take over events show that in these transactions the shareholders of the taken companies make a significant premium above the market price in the moment of merger and take over. The scientific research of merger and take over influence give unclear conclusions regarding transaction influence on business activity efficiency after the transaction has been carried out. The research of audit and consulting companies refer to a relatively unsatisfactory results after the take over and merger since the most transactions do not increase the value in favour of shareholders. The paper simultaneously points to the procedures which may essentially influence the efficiency or the lack of the carried out transaction success.

### *Key words*

merger, take over, merger motives, research of merger and take over, effects of merger and take over