

Doc. dr. sc. Vlatka Bilas

Ekonomski fakultet Zagreb

E-mail: vbilas@efzg.hr

Vedran Bači, univ. spec. oec.

Belupo lijekovi i kozmetika d.d., Koprivnica

E-mail: vedran.baci@belupo.hr

UTJECAJ AKVIZICIJSKOG ISKUSTVA NA USPJEŠNOST MEĐUNARODNIH SPAJANJA I PREUZIMANJA U FARMACEUTSKOJ INDUSTRIJI 2003.–2009.

UDK / UDC: 334.758:615.1

JEL klasifikacija / JEL classification: L65

Prethodno priopćenje / Preliminary communication

Primljeno / Received: 1. rujna 2010. / September 1, 2010

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 29. studenog 2010. / November 29, 2010

Sažetak

U radu se analizira utjecaj akvizicijskog iskustva na uspješnost međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. Polazna hipoteza je da neiskustvo u spajanju i preuzimanju dodatno povećava rizik prilikom provedbe spajanja i preuzimanja pa farmaceutska poduzeća neiskusna u spajanju i preuzimanju imaju lošije povrate za dioničare. Istraživanje je provedeno na uzorku od 263 farmaceutska poduzeća u razdoblju od 1. 1. 2003. do 31. 12. 2009.

Ključne riječi: akvizicijsko iskustvo, spajanje i preuzimanje, farmaceutska industrija

1. UVOD

Značajnija spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji počela su krajem 1980-ih i početkom 1990-ih godina i odvijala su se uglavnom u valovima.

Prvi val 1989. godine spojili su se Bristol-Myers i Squibb, SmithKline i Beecham, a 2001. Rhone Poulenc i Rorer. Taj val spajanja i preuzimanja karakterizira težnja za dugoročnim povećanjem tržišnog udjela, u čemu te kompanije uglavnom nisu uspjele.

Drugi val spajanja preuzimanja trajao je od 1993. do 1997. godine. Godine 1995. spojili su se Pharmacia i Upjohn, Glaxo i BurroughsWellcome te Hoechst i Marion Roussel. Godine 1996. spajanjem Ciba-Geigy i Sandoza nastao

je farmaceutski div Novartis. Motivi u ovom valu spajanja i preuzimanja uglavnom su bili smanjenje troškova i osvajanje novih tržišta.

Treći val trajao je od 1998. do 2001. godine. To je vrijeme najvećih spajanja i preuzimanja u povijesti farmaceutske industrije. Godine 1998. spojili su se Hoechst Marion Roussel RhonePoulencRorer i nastao je Aventis. Godine 1999. spojile su se Astra i Zeneca, te Sanofi i Synthelabo. Godina 2000. ostat će posebno zapamćena po najvećem preuzimanju u povijesti farmaceutske industrije, kada je Pfizer za rekordnih 87 milijarda USD kupio Warner-Lambert. Te godine dogodilo se još jedno mega-spajanje: Glaco Wellcome i SmithKline Beecham spojili su se u Glaxo SmithKline. Te je godine također Monsanto preuzeo kompaniju Pharmacia&Upjohn, a novonastala kompanija dobila je naziv Pharmacia.

U četvrtom valu spajanja i preuzimanja, od 2002. do 2005. nastavila se konsolidacija farmaceutske industrije započeta u prethodnom valu. Tako je Pfizer, često aktivan u velikim spajanjima i preuzimanjima, 2003. godine preuzeo globalnog diva kompaniju Pharmacia, a 2004. godine spojile su se kompanije Sanofi-Synthelabo i Aventis u jednu od najvećih svjetskih farmaceutskih kompanija, Sanofi-Aventis. U to vrijeme događaju se i prva velika preuzimanja i konsolidacije u biofarmaceutskoj i generičkoj industriji. Biofarmaceutsko poduzeće Biogen je 2002. godine preuzelo Idec, dok je Amgen preuzimanjem Imunnexa postao najveća biofarmaceutska kompanija na svijetu. Teva je 2005. godine, nakon preuzimanja Ivaxa, postala globalni lider u generičkoj farmaceutskoj industriji.

Peti val započeo je 2008. godine, a tri velika spajanja i preuzimanja dovršena su 2009. godine. Merck je preuzeo Schering-Plough, Roche je preuzeo vrlo uspješnu biofarmaceutsku kompaniju Genentech. Prvo mjesto po veličini preuzimanja ponovno pripada Pfizeru, koji je preuzeo Wyeth, također jednu od najuspješnijih svjetskih farmaceutskih kompanija.

U proteklom desetljeću najveći problem velikih farmaceutskih poduzeća postaje istraživanje i razvoj, novih lijekova sve je manje pa je potrebno uložiti sve više sredstava da bi se došlo do kvalitetnog proizvoda. S druge strane, potreba za otkrivanjem novih proizvoda nikad nije bila veća, jer najprodavanijim *brandovima* istječu patentne zaštite. Velika poduzeća imaju problem s *'pipelineom'*, tj. iz njihova istraživanja i razvoja izlazi manje novih proizvoda nego što je starih proizvoda kojima istječe patentna zaštita.

Najčešći motiv za spajanje i preuzimanje u farmaceutskoj industriji na početku 21. stoljeća postao je *outsourcing* istraživanja i razvoja.¹ *Outsourcing* istraživanja i razvoja putem spajanja i istraživanja postao je ozbiljna alternativa

¹ Danzon, P. M., Epstein, A. i Nicholson, S. (2007) Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries. *Managerial and Decision Economics* [online], 28. Dostupno na: http://hc.wharton.upenn.edu/danzon/PDF%20Files/Mergers&AcquisitionsInPharma&Biotech.Danzon&Epstein&Nicholson_May04.pdf [8. veljače 2010.]

vlastitom razvoju, a prema nekim autorima (Higgins i Rodriguez,² Rothaermel,³ Ceccagnoli, Graham, Higgins i Lee⁴) i uspješnija strategija.

Rad se sastoji od četiri dijela. Nakon uvodnog dijela, u drugom se dijelu analizira uloga akvizicijskog iskustva za uspješnost međunarodnih spajanja i preuzimanja. Četvrti dio rada opisuje uzorak podataka i fokusira se na analizu utjecaja akvizicijskog iskustva na uspješnosti spajanja i preuzimanja farmaceutskih poduzeća s pomoću dostupnih podataka. Zadnji dio rada odnosi se na zaključni dio u kojem se analiziraju rezultati provedenog istraživanja.

2. AKVIZICIJSKO ISKUSTVO I USPJEŠNOST MEĐUNARODNOG SPAJANJA I PREUZIMANJA

Akvizicijsko iskustvo ima utjecaja na uspješnost spajanja i preuzimanja, iako ne uvijek pozitivno. Različiti autori dolaze do različitih i ponekad kontradiktornih rezultata, ali uglavnom se slažu da vrlo iskusni i uspješni akviziteri dobro prolaze u spajanjima i preuzimanjima, dok uspjeh manje iskusnih i srednje iskusnih akvizitera ovisi o okolnostima (npr. je li novo spajanje i preuzimanje slično prethodnome ili nije). Također, akviziteri s većim iskustvom češće će se upuštati u nova spajanja i preuzimanja. Autori koji proučavaju serije spajanja i preuzimanja uglavnom se slažu da su nova preuzimanja manje profitabilna od prethodnih, što tumače na različite načine. Drugi pak autori proučavaju apsorpciju znanja koju omogućavaju spajanja i preuzimanja. Svakim novim preuzimanjem poduzeće prenosi znanja i iskustva na preuzimano poduzeće, ali isto tako stječe nova znanja koja omogućavaju veću vjerojatnost uspjeha svakog idućeg spajanja i preuzimanja.

Haleblian i Finkelstein⁵ su na uzorku 449 velikih spajanja i preuzimanja između 1980. i 1992. godine proučavali utjecaj akvizicijskog iskustva na uspješnost spajanja i preuzimanja. Dolaze do zaključka da akvizicijsko iskustvo ima pozitivan, ali i negativan utjecaj na uspješnost spajanja i preuzimanja. Kod akvizicija koje su bile bitno različite od prijašnjih akvizicija, rezultati su bili negativni i to za akvizitere s manjim ili srednjim akvizicijskim iskustvom. Najbolje rezultate pokazali su akviziteri bez iskustva i oni s visokim

² Higgins, M. J. i Rodriguez, D. (2005). The outsourcing of R&D through acquisitions in the pharmaceutical industry [online]. Dostupno na: http://tiger.gatech.edu/files/gt_tiger_outsourcing.pdf [7. veljače 2010.]

³ Rothaermel, F. T. (2001) Incumbent's advantage through exploiting complementary assets via interfirm cooperation. *Strategic Management Journal* [online], 22. Dostupno na: <http://mgt.gatech.edu/directory/faculty/rothaermel/pubs/01SMJ.pdf> [8. veljače 2010.]

⁴ Ceccagnoli, M. et al. (2009) Productivity and the Role of Complementary Assets in Firms' Demand for Technology Innovations [online]. Georgia Institute of Technology. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1309262 [8. veljače 2010.]

⁵ Haleblian, J. i Finkelstein S. (1999) The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly* [online], 44. Dostupno na: http://findarticles.com/p/articles/mi_m4035/is_1_44/ai_54482492/ [7. veljače 2010.]

akvizicijskim iskustvom (krivulja U oblika). Autori takve rezultate objašnjavaju činjenicom da neiskusni akviziteri nisu napravili pogrešno generaliziranje, kao niti vrlo iskusni akviziteri. Autori također zaključuju da su rezultati pozitivni u slučaju kada je spajanje ili preuzimanje slično prethodnome.

Phelan i Alder⁶ smatraju da veliko teoretsko znanje samo po sebi ne pridonosi uspjehu u spajanju i preuzimanju, kao što ni akvizicijsko iskustvo ne znači samo po sebi da će iduće spajanje i preuzimanje biti uspješno. No, napredno znanje kombinirano s iskustvom u spajanju i preuzimanju pridonosi iznadprosječnim rezultatima u spajanju i preuzimanju.

Phelan i Mantecon⁷ su na uzorku većem od 10.000 spajanja i preuzimanja između 1991. i 2002. godine proučavali ovisnost rezultata spajanja i preuzimanja o prijašnjoj uspješnoj akviziciji te zaključili da su povrti veći u slučaju spajanja i preuzimanja privatnih ili poluprivatnih poduzeća, dok u slučaju spajanja i preuzimanja javnih poduzeća povrti nakon prijašnje uspješne akvizicije nisu povećani. Također zaključuju da uspjehnost spajanja i preuzimanja nije povezana s brojem prethodnih akvizicija.

Hayward⁸ je na uzorku od 214 spajanja i preuzimanja (120 akvizitera iz šest industrija) od 1990. do 1995. godine proučavao utjecaj akvizicijskog iskustva na donošenje kvalitetnih odluka o daljnjem spajanju i preuzimanju. Zaključuje da su rezultati novih spajanja i preuzimanja pozitivni ako prethodno spajanje ili preuzimanje nije bilo nedavno ili pak jako davno, ako nije izrazito slično ili izrazito različito, ili ako nije rezultiralo manjim gubitcima.

Aktas, De Bod i Roll⁹ smatraju da povrti akvizitera koji često preuzimaju postaju s vremenom sve niži, pa pokušavaju objasniti zašto je to tako, pogotovo ako se uzme u obzir da bi veće iskustvo trebalo unaprijediti rezultate. Prema njihovu mišljenju, racionalni menadžeri koji imaju iskustva u spajanju i preuzimanju mnogo češće i agresivnije ulaze u poslove, koje plate i više kako bi što prije uspjeli završiti posao i otkloniti konkurenciju. Na taj način dio vrijednosti prepuštaju dioničarima preuzimanog poduzeća. Uspješni akviziteri dakle ostvaruju manje povrtate u spajanju i preuzimanju, ali zato preuzimaju često i s manje rizika (smanjeni rizik dovodi i do manjih zarada).

⁶ Phelan, S. E. i Alder, G. S. (2006) The effects of personality and experience on resource acquisition performance: an experimental study. *Journal of Entrepreneurship Education* [online]. Dostupno na: http://findarticles.com/p/articles/mi_6945/is_9/ai_n28443309/ [8. veljače 2010.]

⁷ Phelan, S. E. i Mantecon, T. (2005) Acquisition performance: experience or competence? *Journal of Academy of Business and Economics* [online]. Dostupno na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [8. veljače 2010.]

⁸ Hayward, M. L. A. (2002) When do Firms Learn from their Acquisition Experience: Evidence from 1990 – 1995. *Strategic Management Journal* [online], 23. Dostupno na: <http://www.jstor.org/pss/3094272> [8. veljače 2010.]

⁹ Aktas, N., de Bodt, E. i Roll, R. (2009) Learning, hubris and corporate serial acquisitions. *Journal of Corporate Finance* [online]. Dostupno na: http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=721882 [8. veljače 2010.]

Ahern¹⁰ proučava poduzeća koja su više puta ulazila u spajanja i preuzimanja, i to na uzorku 12.942 spajanja i preuzimanja (4.879 akvizitera) u razdoblju od 1981. do 2004. godine, te također zaključuje kako povrati akvizitera koji često ulaze u spajanja i preuzimanja padaju. To objašnjava tako što akviziteri ulaze u veća spajanja i preuzimanja, što dovodi apsolutno do većih zarada, ali uz smanjenu profitabilnost. Također, zaključuje da je preuzimanje javnih poduzeća manje profitabilno nego preuzimanje privatnih poduzeća, a kako akviziteri rastu, češće preuzimaju javna poduzeća što također utječe na pad profitabilnosti.

Collins, Holcomb, Certo, Hitt, i Lester¹¹ proučavali su na uzorku od 19.072 spajanja i preuzimanja utječu li prijašnja domaća i međunarodna preuzimanja na nove odluke o međunarodnim spajanjima i preuzimanjima. Zaključili su da prethodno spajanje i preuzimanje u stranoj zemlji povećavaju vjerojatnost da će poduzeće ponovno ući u međunarodno spajanje i preuzimanje, i to ponajprije u zemlji gdje je već provelo spajanja i preuzimanja. Također, prethodno domaće akvizicijsko iskustvo pozitivno utječe na odluku o međunarodnom spajanju i preuzimanju, iako u manjem intenzitetu nego prethodno međunarodno spajanje i preuzimanje.

Haleblian i Rajagopalan¹² proučavali su 2.523 spajanja i preuzimanja banaka (579 akvizitera) u SAD-u, u razdoblju od 1988. do 2001. godine. Dolaze do zaključka da će akviziteri češće ulaziti u spajanja i preuzimanja kako postaju iskusniji u spajanju i preuzimanju. Osim tog zaključka navode da akviziteri iz uzorka ostvaruju veće povrate kako postaju iskusniji u spajanju i preuzimanju.

Croci i Petmezas¹³ su proučavali serijske akvizicije na uzorku od 591 poduzeća iz SAD-a, koja su u razdoblju od 1990. do 2002. godine poduzela barem pet spajanja i preuzimanja, te uzorak sadrži 4.285 spajanja i preuzimanja. Istraživanje pokazuje da povrati serijskih akvizicija nisu različiti od prosjeka, ali da su prvi puta uspješni akviziteri u prosjeku ostali uspješni, dok su prvi puta neuspješni akviziteri u prosjeku ostali neuspješni. Ipak, akviziteri koji su bili neuspješni četiri puta za redom, pet puta u prosjeku uspijevaju biti uspješni (samo 11 akvizitera od 29 koji su četiri puta za redom bili neuspješni, nisu pet puta uspjeli), te to pokazuje da iskustvo i upornost pozitivno utječu na uspješnost spajanja i preuzimanja, čak i kod učestalo neuspješnih poduzeća.

¹⁰ Ahern, K. R. (2009) The returns to repeat acquirers [online]. Dostupno na: <http://webuser.bus.umich.edu/kenahern/Ahern.RRA.pdf> [8. veljače 2010.]

¹¹ Collins, J. D. et al. (2008) Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research* [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1321082 [8. veljače 2010.]

¹² Haleblian, J., Kim, J. i Rajagopalan, N. (2006) The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry. *Academy of Management Journal* [online], 49 (2). Dostupno na: http://faculty.fuqua.duke.edu/~willm/Classes/PhD/PhD_2008_2009_LongStrat/Readings/Class07_Learning/haleblian&rajagopalan_acqexper_amj06.pdf [8. veljače 2010.]

¹³ Croci, E. i Petmezas, D. (2009) Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=727503 [8. veljače 2010.]

Zanimljivo je i istraživanje koje je proveo Bain, a rezultate interpretirali Harding i Rovit.¹⁴ Istraživanje proučava tvrtke s prihodima iznad 500 milijuna američkih dolara u 2000. godini, koje su funkcionirale kao poduzeća čijim se dionicama trguje na burzi od 1986. godine, a istražio je akvizicije ovih tvrtki koje su se dogodile u petnaestogodišnjem razdoblju između 1986. i 2001. godine. Prema tom istraživanju frekventni su kupci donijeli bolje rezultate u petnaestogodišnjem razdoblju od onih manje frekventnih kupaca i tvrtki koje su se sudržavale od transakcija. Nadalje, to istraživanje se osvrće i na utjecaj veličine poduzeća na uspješnost spajanja i preuzimanja pa se zaključuje da su najveće povrate uživala društva koja su sustavno kupovala manja društva u odnosu na kupce. Integracijom ova dva otkrića, o transakcijskoj frekventnosti i veličini posla, dolaze do zaključka da je najlošija strategija koju društvo može primijeniti da napravi jednu ili više velikih transakcija. Osim toga, zaključuju da su frekventni akviziteri uspješni kada nanižu male poslove, ali i kada se pojačavaju za veće poslove.

Vermeulen i Barkema¹⁵ proučavaju spajanja i preuzimanja te *greenfield* investicije 25 najvećih nefinancijskih poduzeća s Amsterdamske burze u razdoblju od 1966. do 1994. godine te dolaze do zaključka da poduzeća usmjerena samo na *greenfield* investicije postaju jednostavna i troma. Poduzeća aktivna u spajanjima i preuzimanjima šire bazu znanja, postaju brža i sposobnija te tako povećavaju vjerojatnost uspjeha svake iduće investicije, bilo da se radi o *greenfield* investiciji ili o spajanju i preuzimanju.

Leshchinskii i Zollo¹⁶ proučavaju dugoročne rezultate 47 banaka iz SAD-a koje su u razdoblju od 1986. do 1995. godine provele 320 spajanja i preuzimanja te ih uspoređuju s rezultatima konkurencije. Dolaze do zaključka da akvizicijsko iskustvo samo po sebi ne poboljšava rezultate spajanja i preuzimanja nego da rezultate znatno poboljšava akvizicijsko iskustvo koje je kvalitetno preneseno, kodificirano te ugrađeno u specifične protokole poduzeća. Prema ovim autorima visoka razina integracije nakon spajanja ili preuzimanja poboljšava dugoročne rezultate, dok ih promjena vrhovnog menadžmenta pogoršava. Dodatno, visoka razina integracije pozitivno utječe na proces kodifikacije akvizicijskog iskustva.

¹⁴ Harding, D., Rovit, S. (2004) *Preuzimanje i spajanje poduzeća*. Zagreb: Poslovni dnevnik, Masmedia.

¹⁵ Vermeulen, F., Barkema, H. (2001) Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal* [online]. 44, 457—476. Dostupno na: http://www.business.uiuc.edu/ghoetker/teaching/ba547papers_files/vermeulen_barkema_2001.pdf [8. kolovoz 2010.]

¹⁶ Leshchinskii, D., Zollo M. (2004) Can Firms Learn to Acquire? The Impact of Post-Acquisition Decisions and Learning on Long-Term Abnormal Returns [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=590704 [7. kolovoz 2010.]

Very i Schweiger¹⁷ identificirali su "proces akumulacije iskustva" koji poduzeća aktivna u spajanjima i preuzimanjima koriste kako bi unaprijedila upravljanje budućim spajanjima i preuzimanjima što podupire pretpostavku da akvizicijsko iskustvo ima pozitivan utjecaj na uspješnost spajanja i preuzimanja.

Husted, Gammelgaard i Michailova¹⁸ proučavaju razloge neuspjeha mnogih spajanja i preuzimanja te ih promatraju u kontekstu problema koji nastaju dijeljenjem znanja i iskustva nakon provedenog spajanja i preuzimanja. Ovi autori smatraju da problemi u prijenosu znanja, a i mnogi drugi problemi vezani uz spajanje i preuzimanje, nastaju zbog otpora pojedinaca prema prijenosu važnih iskustava i znanja, ali isto tako i otporu prema primanju novih znanja i iskustava.

Lane i Lubatkin¹⁹ također proučavaju sposobnost dijeljenja iskustva i znanja među poduzećima nakon integracije. U istraživanju koriste uzorak farmaceutsko-biotehnoloških strateških saveza. Dolaze do zaključka da sličnost osnovnih znanja u poduzećima partnerima, niža razina formalizacije menadžmenta, centralizacija istraživanja, istraživačke zajednice te kompenzacijska praksa pozitivno utječu na među-organizacijski prijenos znanja.

Al-Laham, Schweizer i Amburgey²⁰ proučavaju biotehnološke kompanije iz SAD-a u razdoblju od 1973. do 2000. godine te dolaze do zaključka da općenito akvizicijsko iskustvo te prethodno poznavanje preuzimanog poduzeća povećavaju poslijeakvizicijske rezultate. Biotehnološku industriju karakterizira ubrzana inovativnost, tehnološka složenost i potreba za visoko specijaliziranim vještinama i znanjima zbog čega biotehnološke kompanije moraju konstantno unapređivati razinu znanja u kompaniji. Kako biotehnološka i farmaceutska industrija imaju mnoge sličnosti, posebno što se tiče složenosti i potrebe za visokom razinom specifičnih znanja, tako je istraživanje ovih autora u kontekstu našeg rada posebno zanimljivo.

¹⁷ Very, P., Schweiger, D. M. (2001) The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business* [online]. 36, 11—31. Dostupno na: <http://www.accessmylibrary.com/article-1G1-73000532/acquisition-process-learning-process.html> [8. kolovoz 2010.]

¹⁸ Husted, K., Gammelgaard, J., Michailova, S. (2005) Knowledge-sharing behavior and post-acquisition integration failure [online]. Dostupno na: <http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7319/ckg-wp202004-0620knowledge-sharing20behavior20and20post-acquisition20integration20failure.pdf?sequence=1> [8. kolovoz 2010.]

¹⁹ Lane, P. J., Lubatkin, M. (1998) Relative absorptive capacity and interorganizational learning. *Strategic Management Journal* [online]. 19, 461—477. Dostupno na: <http://www.jstor.org/pss/3094223> [8. kolovoz 2010.]

²⁰ Al-Laham, A., Schweizer, L., Amburgey T. L. (2010) Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the "M&A as R&D" type of acquisition. *Scandinavian Journal of Management* [online]. 26, 25—37. Dostupno na: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6VFS-4Y1WK1N-1&_user=10&_coverDate=03%2F31%2F2010&_rdoc=4&_fmt=high&_orig=browse&_srch=doc-info%28%23toc%236018%232010%23999739998%231723105%23FLA%23display%23Volume%29&_cdi=6018&_sort=d&_docanchor=&view=c&_ct=15&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=2ef9e1ae9907663decdb0b03d5db46c [7. kolovoz 2010.]

3. AKVIZICIJSKO ISKUSTVO I USPJEŠNOST SPAJANJA I PREUZIMANJA U FARMACEUTSKOJ INDUSTRIJI

3.1. Opis uzorka

Podaci o spajanjima i preuzimanjima u farmaceutskoj industriji prikupljeni su za razdoblje od 2003. do 2009. godine. Glavni su izvor podataka su godišnja izvješća o spajanjima i preuzimanjima u farmaceutskoj industriji iz Pharma Marketlettera, i to za 2003.²¹, 2004.²², 2005.²³, 2006.²⁴, 2007.²⁵ i 2008.²⁶ Podaci za 2009. godinu dobiveni su iz baze "Dynamic Healthcare M&A Database"²⁷. Podaci o kretanju cijena dionica, dividenda te tržišne kapitalizacije poduzeća iz uzorka dobiveni su iz Bloombergove baze podataka²⁸ i s internetskih stranica promatranih poduzeća. Dio istraživanja je proveden u sklopu izrade specijalističkog poslijediplomskog rada²⁹.

Istraživanje proučava poslovanje 263 farmaceutska poduzeća u razdoblju od 1. 1. 2003. do 31. 12. 2009. U spajanju i preuzimanju nisu bilo aktivna 63 poduzeća iz uzorka, dok je preostalih 200 poduzeća obavilo 433 spajanja ili preuzimanja.

Najviše spajanja i preuzimanja iz uzorka proveli su kupci iz Sjeverne Amerike, njih 246, kupci iz Europe proveli su 144 spajanja i preuzimanja, dok su kupci iz Azije i Australije proveli 43 spajanja i preuzimanja. U uzorku nisu kupci iz Južne Amerike i Afrike. Kupci u spajanjima i preuzimanjima iz uzorka su iz 22 zemlje, a najveći dio, 53,58% tj. 232 spajanja ili preuzimanja, obavila su

²¹ Pharma Marketletter (2004) *Highlights of pharmaceutical mergers and acquisitions during 2003* [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: http://www.p-d-r.com/ranking/jan_MuS2003.pdf [4. veljače 2010.]

²² Pharma Marketletter (2005) *Highlights of pharmaceutical/biotech mergers and acquisitions during 2004* [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: <http://www.p-d-r.com/ranking/MKL-M&A2004.pdf> [4. veljače 2010.]

²³ Pharma Marketletter (2006) *Pharmaceutical Mergers 2005* [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: <http://www.thepharmaletter.com/file/929b62e8e8abb235d9a9c4805459f5c8/pharmabiotech-mergers-and-acquisitions-during-2005.html> [4. veljače 2010.]

²⁴ Pharma Marketletter (2007) *Pharma M&A activity continues a pace through 2006, but no mega deals* [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: http://www.p-d-r.com/ranking/m_a_2006.pdf [7. veljače 2010.]

²⁵ Pharma Marketletter (2008) *Newcomers on the pharma M&A scene in 2007 include several Japanese buys in USA* [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: http://www.p-d-r.com/ranking/M_AS_2007.pdf [7. veljače 2010.]

²⁶ Pharma Marketletter (2009) *M&A continues in pharma/biotech, but are mega acquisitions thing of the past?* [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: <http://www.p-d-r.com/ranking/M&A2008.pdf> [7. veljače 2010.]

²⁷ *Dynamic Healthcare M&A Database - Deals by Quarter* [online]. Dostupno na: http://www.waldenmed.com/quarterly/ma_db_quarters.htm [7. veljače 2010.]

²⁸ *Market Data* [online]. Dostupno na: http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers_index_spx.html [4. veljače 2010.]

²⁹ Vidi: Bači, V. (2010) *Međunarodna spajanja i preuzimanja kao komparativna prednost u farmaceutskoj industriji*. Specijalistički poslijediplomski rad. Ekonomski fakultet Zagreb

poduzeća iz SAD-a. Slijede poduzeća iz Velike Britanije s 36 te poduzeća iz Švicarske s 35 spajanja ili preuzimanja.

Preuzimana poduzeća iz uzorka su iz 40 zemalja, a najviše su preuzimana bila poduzeća iz SAD-a, 61,89%, tj. 268 poduzeća, iz Velike Britanije ih je 28, iz Njemačke 15, Kanade 12, Kine 11, Francuske 8, Švicarske, Italije i Japana po 7, Izraela i Švedske po 6 te 58 iz ostalih zemalja. Prosječna tržišna kapitalizacija kupca iz uzorka prije spajanja i preuzimanja iznosi 33,3 milijardi \$ USD. Prosječna vrijednost spajanja i preuzimanja iznosi 1,6 milijardi \$ USD.

3.2. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja

U praksi se koriste tri grupe metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere:

- prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica
- na temelju računovodstvenih i financijskih podataka
- izračunom ekonomske dodane vrijednosti.

Jednostavna je i raširena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja prinos (povrat, rendita) dioničara, odnosi se na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijene dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju. Točnost ove metode ovisi o tome odražavaju li cijene dionica stvarnu vrijednost poduzeća, tj. vlastitog kapitala koji iza toga stoji, tj. jesu li financijska tržišta učinkovita ili nisu.

Prednost je metoda koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere na temelju računovodstvenih i financijskih podataka u tome što one mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i preuzimanja usredotočene su na rezultate poduzeća. Operativni rezultati poduzeća trebali bi biti točan pokazatelj uspješnosti, bez obzira na kretanje cijene dionica, tj. psihologiju tržišta. Osim špekulanata, čiji interes i nije obuhvaćen ovim istraživanjem, investitori dugoročno ulažu u dionice te volatilitnost dionica ne utječe previše na njihovu percepciju uspješnosti poduzeća, pogotovo ako imaju znatniji udio u vlasništvu.

Uobičajena je metoda uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka računanje operativnog novčanog toka prije poreza.³⁰ Taj je tok zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza i jednak je operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju (EBITDA). Prednost je korištenja operativnog novčanog toka prije poreza u odnosu na druge računovodstvene i financijske podatke (na primjer neto

³⁰ Martynova, M., Oosting, S. i Renneboog, L. (2006) The long-term operating performance of European mergers and acquisitions [online]. ECGI Working Paper Series in Finance. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407 [7. veljače 2010.]

dobit) što na njega ne utječe računovodstveni tretman amortizacije ili neoperativne aktivnosti (kamate i porezi).

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih podataka također se može kritizirati jer takav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara. Naime, takav pristup ignorira trošak kapitala, tj. ne uključuje oportunitetni trošak. Iako poduzeće može imati solidne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor ne bi mogao bolje proći ulažući u neke druge, jednako rizične investicije. Osim toga, računovodstvenim podacima se može manipulirati, te im se ne može vjerovati sa 100%-tnom sigurnošću.

Zato neki autori kao alternativnu metodu³¹ predlažu mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti (engl. *economic value added* - EVA). Ta metoda, koja ima sličnosti s metodom mjerenja neto sadašnje vrijednosti, u posljednje je vrijeme privukla pozornost i praktičara i teoretičara. Ekonomska dodana vrijednost je zapravo procijenjena realna dobit za promatranu godinu i obično se znatno razlikuje od računovodstvene dobiti. Ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženg kapitala. Računovodstvena neto dobit je precijenjena jer ne oduzima trošak kapitala prilikom izračuna neto dobiti. Ekonomska dodana vrijednost ispravlja taj nedostatak.

Kao metoda mjerenja uspješnosti promatranih farmaceutskih poduzeća u ovom radu korištena je metoda prinosa dioničara, i to prema prosječnoj godišnjoj stopi rasta – CAGR (engl. *compound annual growth rate*). Praćenje uspješnosti poslovanja poduzeća kretanjem cijene dionica i dividenda ima svoje nedostatke (pad i rast cijena zbog pogrešne procjene tržišta), ali velika je prednost što kretanje cijene dionica i dividenda predstavlja realnu, opipljivu dobit za investitora. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka te mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti nisu korištene iz dva razloga. Prvi je razlog što računovodstveni podaci o poslovanju poduzeća znatno ovise o računovodstvenoj politici koja može biti potpuno različita za različita poduzeća, iz čega proizlazi da takvi podaci nisu potpuno objektivni, nego se trebaju uzimati sa zadržkom. Drugi je razlog teža dostupnost računovodstvenih podataka u odnosu na cijene dionica i dividende.

Zbog korištenja mjerenja uspješnosti poslovanja poduzeća putem metode prinosa dioničara sva spajanja i preuzimanja poduzeća koje su obavila privatna poduzeća (čijim se dionicama ne trguje na javnim burzama) nisu bila uzeta u konačni uzorak u ovom istraživanju. Prosječna godišnja stopa rasta prinosa dioničara (CAGR) mjerena je prema formuli:

³¹ Yook, K. C. (2004) The measurement of post-acquisition performance using EVA. *Quarterly Journal of Business and Economics* [online]. Dostupno na: http://goliath.ecnext.com/coms2/gi_0199-3890462/The-measurement-of-post-acquisition.html [7. veljače 2010.]

$$CAGR = \left[\frac{P_{a,t} - P_{a,t-n} + D_{a,t}}{P_{a,t-n}} \right]^{(1/N)} - 1$$

$P_{a,t}$ – cijena dionice u trenutku t , $P_{a,t-n}$ – cijena dionice u trenutku $t-n$, $D_{a,t}$ – isplata dobitka u razdoblju t i N = broj godina u promatranom razdoblju.

3.3. Rezultati istraživanja

Prosječna godišnja stopa rasta prinosa dioničara za farmaceutska poduzeća iz uzorka aktivna u spajanju i preuzimanju u razdoblju od 2003. do 2009. godine iznosila je 6,04%. Poduzeća koja u promatranom razdoblju nisu bila aktivna u spajanjima i preuzimanjima ostvarila su prosječan godišnji pad prinosa dioničara od 5,67%.

Za usporedbu, prosječna godišnja stopa rasta prinosa dioničara za poduzeća obuhvaćena S&P 500 indeksom u istom razdoblju iznosila je 3,47%, NASDAQ indeksom 8,55%, Dow Jones Industrial indeksom 3,29% a DRG indeksom (u čijem sastavu se nalazi 20 najveći farmaceutskih poduzeća) iznosila je 1,68%.

U razdoblju od 2003. do 2009. godine farmaceutska poduzeća iz uzorka koja su bila aktivna u spajanju i preuzimanju ostvarila su više povrate za dioničare od poduzeća iz S&P 500 indeksa, Dow Jones Industrial indeksa te DRG indeksa, a niže od poduzeća iz NASDAQ indeksa.

Najuspješniji su kupci iz uzorka farmaceutska poduzeća iz Azije i Australije, koja su ostvarila prosječnu godišnju stopu rasta prinosa dioničara od 13,19%, slijede kupci iz Europe s 9,20%, dok su kupci iz Sjeverne Amerike ostvarili najslabije rezultate; godišnja stopa rasta prinosa dioničara iznosila je 2,94%. Tablica 1 prikazuje uspješnost farmaceutskih poduzeća aktivnih u spajanju i preuzimanju prema zemljama. Iz tablice 1 vidi se da su preuzimatelji iz SAD-a prema povratima za dioničare ispod prosjeka (3,78% prema 6,04% povrata cijelog uzorka). Postoji znatan broj poduzeća iz Sjedinjenih Američkih Država koja su doslovce propala u razdoblju nakon preuzimanja, dok je to rijedak slučaj za poduzeća preuzimatelje iz Švicarske. Najbolje povrate za dioničare među zemljama s više od 10 transakcija poduzeća preuzimatelja u promatranom razdoblju ostvarila su nizozemska poduzeća (CAGR = 23,35%), a slijede ih indijska poduzeća (CAGR = 17,08%).

Tablica 1.

Uspješnost preuzimatelja iz uzorka prema zemljama

Zemlja	Broj transakcija	Prosjek CAGR-a
Francuska	15	10,66%
Indija	12	17,08%
Japan	15	3,40%
Kanada	14	-11,14%
Nizozemska	11	23,35%
Njemačka	16	3,85%
SAD	232	3,78%
Švicarska	35	11,55%
Velika Britanija	36	8,97%

Izvor: izračun autora

Konkurencija je u farmaceutskoj industriji vrlo intenzivna, pogotovo u posljednjih 20 godina. Domaća tržišta su zasićena te je jedna od mogućih strategija pokušaj izlaska na strano tržište. Spajanje i preuzimanje poduzeća jedna je od često korištenih metoda izlaska na strano tržište. Kako su lijekovi iznadprosječno profitabilni proizvodi, povećanje prodaje, uz zadržavanje visokih bruto marža, rezultat će poboljšanjem rezultata poslovanja što obično dovodi i to povećanih prinosa za dioničare. Međunarodno preuzimanje zbog kasnijeg mogućeg rasta dovodi u prosjeku do viših prihoda nego slično domaće preuzimanje.

Provedeno je istraživanje pokazalo kako su međunarodna spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji isplativija od domaćih preuzimanja. Od promatranih 433 spajanja i preuzimanja iz uzorka, njih 207 odnosi se na domaća preuzimanja, dok se 226 odnosi na međunarodna spajanja i preuzimanja. Međunarodna spajanja i preuzimanja farmaceutskih poduzeća iz uzorka ostvaruju 1,63%-tna boda viši prosječni godišnji rast povrata za dioničare od domaćih spajanja i preuzimanja. Pozitivni efekti koje donose međunarodna spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji veći su od negativnih (problemi zbog kulturnih razlika, pravne barijere itd.).

Specifičnosti prema državama moguće je analizirati za SAD, dok je uzorak za ostale zemlje premalen. Zanimljivo je da poduzeća iz SAD-a koja su bila aktivna u međunarodnim spajanjima i preuzimanjima ostvaruju nizak povrata za dioničare (CAGR = 0,61%), dok su u domaćim preuzimanjima bila uspješnija (CAGR = 4,94%). Kada su poduzeća iz drugih zemalja bila aktivna u spajanju i preuzimanju poduzeća iz SAD-a, ostvarivala su iznadprosječne povrate za dioničare (CAGR = 6,95%). Razlog iznadprosječne isplativosti proboja na američko tržište treba tražiti u činjenici da je američko farmaceutsko tržište najveće na svijetu te tako pruža i najbolje prilike za zaradu. S druge strane, američka se poduzeća slabije snalaze u međunarodnim spajanjima i preuzimanjima, a jedan od razloga može biti nesnalazhenje na manje razvijenim tržištima.

Poduzeća s iskustvom imaju znatnu prednost u odnosu na poduzeća bez iskustva jer mogu ranije stećena znanja i spoznaje upotrijebiti u novim poslovima. S druge strane, iskustvo u spajanju i preuzimanju može dovesti do pogrešnog

generaliziranja jer je svako spajanje i preuzimanje posebno pa mu treba tako i pristupiti. Farmaceutsku industriju karakterizira inovativnost, tehnološka složenost te potreba za visoko specijaliziranim vještinama i znanjima, što pridonosi složenosti spajanja i preuzimanja. Akvizicijsko iskustvo i njegovo pravilno korištenje u ovoj je industriji posebno važno.

Prema tablici 2 bolje rezultate u spajanju i preuzimanju postižu farmaceutska poduzeća koja imaju veće prethodno iskustvu u spajanju i preuzimanju. Farmaceutska poduzeća sa znatnijom aktivnosti u spajanju i preuzimanju postižu veće povrate za dioničare nego poduzeća koja nisu spajala i preuzimala druga poduzeća ili su rijetko spajala i preuzimala druga poduzeća. Poduzeća koja su vrlo često preuzimala druga poduzeća (više od 10 puta u razdoblju od 2003. do 2009. godine) postižu nešto slabije povrate za dioničare, jer zbog velikog iskustva pristupaju poslovima u kojima je rizik manji, stabilnost veća, a dobiti samim time manji. Neaktivnost u spajanju i preuzimanju u farmaceutskoj industriji pokazuje se kao inferiorna strategija. Organski rast na farmaceutskom tržištu nije lako postići, jer je konkurencija izrazito jaka, pa su spajanja i preuzimanja gotovo nužna za postizanje određenih prednosti nad konkurentima.

Tablica 2.
Akvizicijsko iskustvo i uspješnost spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji

Broj transakcija po poduzeću	Broj transakcija	Prosjek CAGR-a
a) 1	111	-2,82%
b) 2 – 3	143	8,21%
c) 4 – 6	46	14,64%
d) 7 – 10	50	11,13%
e) >10	83	6,31%
Ukupno	433	6,04%

Izvor: izračun autora

Ako se uspoređuje odnos međunarodnog i domaćeg spajanja i preuzimanja te akvizicijskog iskustva, logično je da poduzeća neiskusna u spajanju i preuzimanju najprije ulaze u jednostavnije poslove, a kasnije u kompliciranije. Poduzeća koja su iskusna u spajanju i preuzimanju imat će manje problema u složenim međunarodnim poslovima koji nose i veće koristi ako se pravilno provedu.

Prema tablici 3 farmaceutska poduzeća s manjim iskustvom u spajanju i preuzimanju postižu više povrate u domaćim spajanjima i preuzimanjima, a farmaceutska poduzeća s većim iskustvom u spajanju i preuzimanju postižu više povrate u međunarodnim spajanjima i preuzimanjima.

Farmaceutska poduzeća koja su u razdoblju od 2003. do 2009. godine bila aktivna u tri ili manje spajanja i preuzimanja postižu približno podjednake rezultate u domaćim i međunarodnim preuzimanjima. Može se reći da su rizici koji proizlaze iz međunarodnih spajanja i preuzimanja za ova poduzeća približno jednaki učincima pozitivnih sinergija međunarodnih spajanja i preuzimanja. Poduzeća s više od šest transakcija u istom vremenskom razdoblju postižu u prosjeku bolje rezultate u međunarodnim preuzimanjima. Njihovo iskustvo neutralizira moguće probleme koji

proizlaze iz međunarodnih transakcija pa je učinak pozitivnih sinergija kojima rezultiraju međunarodna spajanja i preuzimanja više izražen.

Tablica 3.

Akvizijsko iskustvo farmaceutskih poduzeća u domaćim i međunarodnim spajanjima i preuzimanjima

Broj transakcija po poduzeću	Broj transakcija	Prosjek CAGR-a
a) 1	111	-2,82%
Domaće preuzimanje	63	-3,21%
Međunarodno preuzimanje	48	-2,30%
b) 2 – 3	143	8,21%
Domaće preuzimanje	62	8,29%
Međunarodno preuzimanje	81	8,14%
c) 4 – 6	46	14,64%
Domaće preuzimanje	24	17,20%
Međunarodno preuzimanje	22	11,84%
d) 7 – 10	50	11,13%
Domaće preuzimanje	26	7,69%
Međunarodno preuzimanje	24	14,85%
e) >10	83	6,31%
Domaće preuzimanje	32	4,66%
Međunarodno preuzimanje	51	7,35%
Ukupno	433	6,04%

Izvor: izračun autora

S obzirom da su uzorkom obuhvaćena spajanja i preuzimanja poduzeća s različitih kontinenata, zanimljivo je uočiti da poduzeća kupci s različitih kontinenata postižu i različite povrate ovisno o iskustvu u spajanju i preuzimanju. Prema tablici 4 farmaceutska poduzeća iz Sjeverne Amerike koja su obavile samo jedno spajanje i preuzimanje u promatranom razdoblju postižu znatno slabije rezultate (CAGR = -7,99%) nego farmaceutska poduzeća koja su iskusnija u spajanju i preuzimanju. U tako lošem rezultatu farmaceutskih poduzeća neiskusnih u spajanju i preuzimanju treba tražiti i glavni uzrok lošijem ukupnom rezultatu poduzeća iz Sjeverne Amerike od ostalih poduzeća u ovom uzorku. Za razliku od američkih, farmaceutska poduzeća iz Europe neiskusna u spajanju i preuzimanju postižu rezultate na razini poduzeća s većim akvizicijskim iskustvom. Farmaceutska poduzeća iz Azije i Australije iskusna u spajanju i preuzimanju postižu znatno bolje rezultate nego poduzeća s manjim akvizicijskim iskustvom. Očito je da farmaceutska poduzeća iz Azije i Australije posjeduju i veliki potencijal jer niti jedno nije poduzelo više od šest transakcija u razdoblju od 2003. do 2009. godine.

Tablica 4.

Akvizicijsko iskustvo farmaceutskih poduzeća po kontinentima

Broj transakcija po poduzeću	Broj transakcija	Prosjek CAGR-a
a) 1	111	-2,82%
Azija i Australija	12	3,48%
Europa	22	11,84%
Sjeverna Amerika	77	-7,99%
b) 2 – 3	143	8,21%
Azija i Australija	21	10,13%
Europa	45	7,31%
Sjeverna Amerika	77	8,21%
c) 4 – 6	46	14,64%
Azija i Australija	10	31,27%
Europa	12	3,65%
Sjeverna Amerika	24	13,20%
d) 7 – 10	50	11,13%
Europa	25	14,08%
Sjeverna Amerika	25	8,17%
e) >10	83	6,31%
Europa	40	8,48%
Sjeverna Amerika	43	4,29%
Ukupno	433	6,04%

Izvor: izračun autora

Tražeci razloge lošijih rezultata farmaceutskih poduzeća koje su samo jednom bila aktivna u spajanju i preuzimanju u razdoblju od 2003. do 2009. godine, zanimljivo je analizirati rezultate ovih poduzeća ovisno o tome radi li se o domaćem ili međunarodnom spajanju i preuzimanju te kakav je odnos u veličini kupca i prodavača. Iz tablice 5 vidljivo je da farmaceutska poduzeća koja su jednom bila aktivna u spajanju i preuzimanju, ali su preuzimala mnogo manja poduzeća od sebe (udio vrijednosti transakcije u tržišnoj kapitalizaciji kupca manji od 5%) ostvaruju pozitivne povrate za dioničare. S druge strane, poduzeća koja su se odlučivala za mnogo veća, a samim time i riskantnija spajanja i preuzimanja ostvarivala su drastično lošije povrate za dioničare. Posebno su loše povrate ostvarila poduzeća koja su poduzela jedno veliko međunarodno spajanje ili preuzimanje.

Tablica 5.

Akvizicijsko iskustvo farmaceutskih poduzeća iz Sjeverne Amerike

Broj transakcija po poduzeću/udio vrijednosti transakcije u tržišnoj kapitalizaciji kupca	Broj transakcija	Prosjek CAGR-a
a) 1	77	-7,99%
Sjeverna Amerika	77	-7,99%
Domaće preuzimanje	54	-4,01%
A <5%	13	3,98%
B) 5 – 20%	19	-0,77%
C) 20 – 50%	14	-14,20%
D) 50 – 100%	6	3,32%
E) >100%	2	-37,52%
Međunarodno preuzimanje	23	-17,33%
A <5%	8	4,49%
B) 5 – 20%	5	-36,85%
C) 20 – 50%	4	1,46%
D) 50 – 100%	5	-40,94%
E) >100%	1	-51,44%
Ukupno	77	-7,99%

Izvor: izračun autora

U teoriji je prihvaćeno da jedna veliko spajanje i preuzimanje bez prethodnog iskustva može biti vrlo riskantno. S druge strane, strategija koja smanjuje rizik je postizanje stabilnog rasta, najprije kroz manje akvizicije, a kasnije, kada poduzeće prikupi dovoljno akvizicijskog iskustva, moguće je poduzeti i koje veće spajanje i preuzimanje. U farmaceutskoj industriji ovakva strategija također bi se trebala pokazati ispravnom.

Prema tablici 6 farmaceutska poduzeća koja imaju manje iskustvo u spajanju i preuzimanju postižu više povrate u spajanjima i akvizicijama kada je velika relativna razlika u veličini poduzeća, dok su farmaceutska poduzeća koja imaju veće iskustvo u spajanjima i preuzimanjima uspješna i u relativno malim i relativno velikim spajanjima i preuzimanjima.

Iako farmaceutska poduzeća, koja su u razdoblju od 2003. do 2009. godine bila aktivna u samo jednom spajanju i preuzimanju, u prosjeku ostvaruju negativan prosječni godišnji rast povrata za dioničare (CAGR = -2,82%), dodatna analiza pokazuje da nisu sva poduzeća ostvarila negativan rezultat. Iz tablice 4 vidljivo je da farmaceutska poduzeća (uzorak od 30 poduzeća) koja su provela samo jednu transakciju, ali su spajala i preuzimala mnogo manja poduzeća od sebe, postižu pozitivne rezultate (CAGR = 5,23%). S druge strane, kada takva farmaceutska poduzeća ulaze u veće poslove, njihovi su rezultati mnogo lošiji, što je posebno izraženo kod poduzeća koja su preuzimala poduzeća veća od sebe (CAGR = -42,16%, uzorak od tri poduzeća).

S druge strane, poduzeća iskusna u spajanju i preuzimanju sposobna su i za relativno velika preuzimanja, koja mogu donijeti i veće koristi u obliku različitih sinergija.

Tablica 6.

Akvizijsko iskustvo i veličina farmaceutskih poduzeća

Broj transakcija po poduzeću/udio vrijednosti transakcije u tržišnoj kapitalizaciji kupca	Broj transakcija	Prosjek CAGR-a
a) 1	111	-2,82%
A <5%	30	5,23%
B) 5 – 20%	37	-3,16%
C) 20 – 50%	24	-4,26%
D) 50 – 100%	17	-7,31%
E) >100%	3	-42,16%
b) 2-3	143	8,21%
A <5%	62	12,96%
B) 5 – 20%	42	3,85%
C) 20 – 50%	25	5,44%
D) 50 – 100%	11	3,84%
E) >100%	3	10,02%
c) 4-6	46	14,64%
A <5%	30	15,22%
B) 5 – 20%	10	15,07%
C) 20 – 50%	6	11,02%
d) 7-10	50	11,13%
A <5%	39	11,24%
B) 5 – 20%	6	12,02%
C) 20 – 50%	2	11,64%
D) 50 – 100%	2	1,06%
E) >100%	1	20,43%
e) >10	83	6,31%
A <5%	71	6,52%
B) 5 – 20%	9	5,77%
C) 20 – 50%	2	5,21%
D) 50 – 100%	1	-1,56%
Ukupno	433	6,04%

Izvor: izračun autora

4. ZAKLJUČAK

Osnovni cilj provedenog istraživanja bio je istražiti utjecaj iskustva na uspješnost u spajanju i preuzimanju u farmaceutskoj industriji. Istraživanje je provedeno na uzorku od 263 farmaceutska poduzeća od kojih je njih 200 bilo aktivno u spajanju i preuzimanju te provelo 433 transakcija u razdoblju od 1. 1.

2003. do 31. 12. 2009., dok 63 poduzeća nije bilo aktivno u spajanjima i preuzimanjima.

Rezultati provedenog istraživanja pokazuju da je spajanje i preuzimanje poduzeća u prosjeku isplativa strategija u farmaceutskoj industriji. Prosječna godišnja stopa rasta povrata za dioničare za farmaceutska poduzeća iz uzorka koja su bila aktivna u spajanju i preuzimanju iznosi 6,04%, dok su farmaceutska poduzeća neaktivna u spajanju i preuzimanju bila mnogo manje uspješna te ostvarila negativan rezultat (CAGR= -5,67%). Međunarodno je spajanje i preuzimanje u prosjeku isplativije (CAGR = 6,82%) od domaćeg spajanja i preuzimanja (CAGR = 5,18 %) u farmaceutskoj industriji.

Prema provedenom istraživanju, farmaceutska poduzeća s većim akvizicijskim iskustvom postižu bolje rezultate u spajanju i preuzimanju od onih s manjim iskustvom. 111 farmaceutskih poduzeća iz uzorka koja su u promatranom razdoblju provela samo jedno spajanje ili preuzimanje ostvarila su u prosjeku negativan rezultat (CAGR= -2,82%), dok poduzeća s dva ili više spajanja i preuzimanja ostvaruju pozitivan rezultat (tablica 2).

Manjak akvizicijskog iskustva ne dovodi uvijek do loših rezultata u spajanju i preuzimanju. Farmaceutska poduzeća s manje akvizicijskog iskustva (jedno spajanje i preuzimanje u promatranom razdoblju) uspješna su u spajanjima i preuzimanjima relativno malih poduzeća, tj. kada je tržišna kapitalizacija preuzimatelja više nego 20 puta veća od vrijednosti transakcije (CAGR = 5,23%), kao što prikazuje tablica 6. Što je razlika u veličini između preuzimatelja i preuzimanog poduzeća manja, poduzeća s malo akvizicijskog iskustva postižu lošije rezultate.

Farmaceutska poduzeća manje iskusna u spajanjima i preuzimanjima postižu podjednake rezultate u domaćim i inozemnim spajanjima i preuzimanjima, dok farmaceutska poduzeća koja su iskusnija u spajanjima i preuzimanjima postižu bolje rezultate u međunarodnim spajanjima i preuzimanjima. Akvizicijsko iskustvo posebno je važno za farmaceutska poduzeća preuzimatelje iz Sjeverne Amerike i Azije, dok farmaceutska poduzeća iz Europe postižu podjednake rezultate bez obzira na razinu akvizicijskog iskustva (tablica 4).

Iz provedenog istraživanja može se zaključiti da su farmaceutska poduzeća neiskusna u spajanju i preuzimanju uspješnija u relativnom malim spajanjima i preuzimanjima, dok su farmaceutska poduzeća s većim iskustvom u spajanjima i preuzimanjima uspješna i u većim spajanjima i preuzimanja te u međunarodnim spajanjima i preuzimanjima.

Rezultati istraživanja u skladu su sa zaključcima Al-Lahama, Schweizera i Amburgeya koji su proučavali spajanja i preuzimanje biotehnoških kompanija te dolaze do zaključka kako akvizicijsko iskustvo povećava poslijeakvizicijske rezultate. Farmaceutsku industriju kao i

biotehnošku industriju karakterizira ubrzana inovativnost, tehnološka složenost i potreba za visoko specijaliziranim vještinama i znanjima zbog čega farmaceutske i biotehnoške kompanije moraju neprestano unapređivati razinu znanja u kompaniji pa tako i akvizicijsko znanje i iskustvo.

LITERATURA

Ahern, K. R. (2009) The returns to repeat acquirers [online]. Dostupno na: <http://webuser.bus.umich.edu/kenahern/Ahern.RRA.pdf> [8. veljače 2010.]

Aktas, N., de Bodt, E. i Roll, R. (2009) Learning, hubris and corporate serial acquisitions. *Journal of Corporate Finance* [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=721882 [8. veljače 2010.]

Al-Laham, A., Schweizer, L., Amburgey T. L. (2010) Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the “M&A as R&D” type of acquisition. *Scandinavian Journal of Management* [online]. 26, 25—37. Dostupno na: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6VFS-4Y1WK1N-1&_user=10&_coverDate=03%2F31%2F2010&_rdoc=4&_fmt=high&_orig=brose&_srch=doc-info%28%23toc%236018%232010%23999739998%231723105%23FLA%23display%23Volume%29&_cdi=6018&_sort=d&_docanchor=&view=c&_ct=15&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=2ef9e1ae9907663decdb0b03d5db46c [7. kolovoz 2010.]

Bači, V. (2010) *Međunarodna spajanja i preuzimanja kao komparativna prednost u farmaceutskoj industriji*. Specijalistički poslijediplomski rad. Ekonomski fakultet Zagreb

Ceccagnoli, M. et al. (2009) Productivity and the Role of Complementary Assets in Firms’ Demand for Technology Innovations [online]. Georgia Institute of Technology. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1309262 [8. veljače 2010.]

Collins, J. D. et al. (2008) Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research* [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1321082 [8. veljače 2010.]

Croci, E. i Petmezas, D. (2009) Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=727503 [8. veljače 2010.]

Damodaran, A. (2006) Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence [online]. Stern School of Business. Dostupno na:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> [7. veljače 2010.]

Danzon, P. M., Epstein, A. i Nicholson, S. (2007) Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries. *Managerial and Decision Economics* [online], 28. Dostupno na:

http://hc.wharton.upenn.edu/danzon/PDF%20Files/Mergers&AquisitionsInPharma&Biotech.Danzon&Epstein&Nicholson_May04.pdf [8. veljače 2010.]

Dynamic Healthcare M&A Database - Deals by Quarter [online]. Dostupno na: http://www.waldenmed.com/quarterly/ma_db_quarters.htm [7. veljače 2010.]

Haleblian, J. i Finkelstein S. (1999) The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly* [online], 44. Dostupno na: http://findarticles.com/p/articles_m4035/is_1_44/ai_54482492/ [7. veljače 2010.]

Haleblian, J., Kim, J. i Rajagopalan, N. (2006) The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry. *Academy of Management Journal* [online], 49 (2). Dostupno na:

http://faculty.fuqua.duke.edu/~willm/Classes/PhD/PhD_2008_2009_LongStrat/Readings/Class07_Learning/haleblian&rajagopalan_acqexper_amj06.pdf [8. veljače 2010.]

Harding, D., Rovit, S. (2004) *Preuzimanje i spajanje poduzeća*. Zagreb: Poslovni dnevnik, Masmedia.

Hayward, M. L. A. (2002) When do Firms Learn from their Acquisition Experience: Evidence from 1990 – 1995. *Strategic Management Journal* [online], 23. Dostupno na: <http://www.jstor.org/pss/3094272> [8. veljače 2010.]

Higgins, M. J. i Rodriguez, D. (2005). The outsourcing of R&D through acquisitions in the pharmaceutical industry [online]. Dostupno na: http://tiger.gatech.edu/files/gt_tiger_outsourcing.pdf [7. veljače 2010]

Husted, K., Gammelgaard, J., Michailova, S. (2005) Knowledge-sharing behavior and post-acquisition integration failure [online]. Dostupno na: <http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7319/ckg-wp202004-0620knowledge-sharing20behavior20and20post-acquisition20integration20failure.pdf?sequence=1> [8. kolovoz 2010.]

Lane, P. J., Lubatkin, M. (1998) Relative absorptive capacity and interorganizational learning. *Strategic Management Journal* [online]. 19, 461—477. Dostupno na: <http://www.jstor.org/pss/3094223> [8. kolovoz 2010.]

Leshchinskii, D., Zollo M. (2004) Can Firms Learn to Acquire? The Impact of Post-Acquisition Decisions and Learning on Long-Term Abnormal Returns [online]. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=590704 [7. kolovoz 2010.]

Martynova, M., Oosting, S. i Renneboog, L. (2006) *The long-term operating performance of European mergers and acquisitions* [online]. ECGI Working Paper Series in Finance. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407 [7. veljače 2010.]

Pharma Marketletter (2004) Highlights of pharmaceutical mergers and acquisitions during 2003 [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: http://www.p-d-r.com/ranking/jan_MuS2003.pdf [4. veljače 2010.]

Pharma Marketletter (2005) Highlights of pharmaceutical/biotech mergers and acquisitions during 2004 [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: <http://www.p-d-r.com/ranking/MKL-M&A2004.pdf> [4. veljače 2010.]

Pharma Marketletter (2006) Pharmaceutical Mergers 2005 [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: <http://www.thepharmaletter.com/file/929b62e8e8abb235d9a9c4805459f5c8/pharmabiotech-mergers-and-acquisitions-during-2005.html> [4. veljače 2010.]

Pharma Marketletter (2007) Pharma M&A activity continues a pace through 2006, but no mega deals [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: http://www.p-d-r.com/ranking/m_a_2006.pdf [7. veljače 2010.]

Pharma Marketletter (2008) Newcomers on the pharma M&A scene in 2007 include several Japanese buys in USA [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: http://www.p-d-r.com/ranking/M_AS_2007.pdf [7. veljače 2010.]

Pharma Marketletter (2009) M&A continues in pharma/biotech, but are mega acquisitions thing of the past? [online]. Marketletter (Publications) Ltd. Dostupno na: <http://www.p-d-r.com/ranking/M&A2008.pdf> [7. veljače 2010.]

Phelan, S. E. i Alder, G. S. (2006) The effects of personality and experience on resource acquisition performance: an experimental study. *Journal of Entrepreneurship Education* [online]. Dostupno na: http://findarticles.com/p/articles/mi_6945/is_9/ai_n28443309/ [8. veljače 2010.]

Phelan, S. E. i Mantecon, T. (2005) Acquisition performance: experience or competence? *Journal of Academy of Business and Economics* [online]. Dostupno na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [8. veljače 2010.]

Rothaermel, F. T. (2001) Incumbent's advantage through exploiting complementary assets via interfirm cooperation. *Strategic Management Journal* [online], 22. Dostupno na:

<http://mgt.gatech.edu/directory/faculty/rothaermel/pubs/01SMJ.pdf> (8. veljače 2010.)

Vermeulen, F., Barkema, H. (2001). Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal* [online]. 44, 457—476. Dostupno na: http://www.business.uiuc.edu/ghoetker/teaching/ba547papers_files/vermeulen_barkema_2001.pdf [8. kolovoz 2010.]

Very, P., Schweiger, D. M. (2001) The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business* [online]. 36, 11—31. Dostupno na: <http://www.accessmylibrary.com/article-1G1-73000532/acquisition-process-learning-process.html> [8. kolovoz 2010.]

Yook, K. C. (2004) The measurement of post-acquisition performance using EVA. *Quarterly Journal of Business and Economics* [online]. Dostupno na: http://goliath.ecnext.com/coms2/gi_0199-3890462/The-measurement-of-post-acquisition.html [7. veljače 2010.]

Ziegenbein, K. (2008) *Kontroling*. Zagreb: RRiF-plus

Vlatka Bilas, Ph. D.

Faculty of Economics and Business, University of Zagreb
E-mail: vbilas@efzg.hr

Vedran Bači, univ. spec. oec.

Belupo Pharmaceuticals and Cosmetics, Koprivnica
E-mail: vedran.baci@belupo.hr

THE INFLUENCE OF THE ACQUISITION EXPERIENCE ON THE SUCCESSFULNESS OF INTERNATIONAL MERGERS AND ACQUISITIONS IN PHARMACEUTICAL INDUSTRY 2003-2009

Abstract

This paper analyses the influence of the acquisition experience on the successfulness of international mergers and acquisitions in pharmaceutical industry. The main hypothesis is that inexperience in mergers and acquisitions additionally increases the risk in the process of mergers and acquisitions; therefore, the inexperienced companies have lower returns for the shareholders. The research was conducted on the sample of 263 pharmaceutical companies for the period January 1, 2003 to December 31, .2009.

Key words: acquisition experience, mergers and acquisitions, pharmaceutical industry

JEL classification: L65

