

Strategija repozicioniranja: posljedica neuspjeha ili nastavak priče o uspjehu

A Repositioning Strategy: A failure or a success story

IVONA MIKULANDRA VOLIĆ
viša predavačica, Odjel za ekonomiju
Sveučilište u Zadru
Splitska 1, 23000 Zadar
Hrvatska
imvolic@unizd.hr

INA RELJA
Odjel za ekonomiju
Sveučilište u Zadru
Splitska 1, 23000 Zadar
Hrvatska
irelja@unizd.hr

MATE BRKOVIĆ
student preddiplomskog studija Menadžmenta Odjela za ekonomiju
Sveučilište u Zadru
Splitska 1, 23000 Zadar
Hrvatska
mate.brkovic@icloud.com

Pregledni rad
UDK: 658:330

Sažetak: Pitanje dezinvestiranja i izlaska poduzeća iz djelatnosti neovisno o uspješnosti njihova poslovanja od iznimne je važnosti za daljnje poslovanje poduzeća. Pažnju istraživača više zaokuplja kupčeva strana priče nego prodavateljeva s obzirom na to da akvizicija implicira rast koji se izjednačava s uspjehom, a prodaja se najčešće sagledava kao neuspjeh bez uočavanja mogućih pozitivnih posljedica za prodavatelja. Izlazak iz osnovne djelatnosti provedbom strategije repozicioniranja može donijeti značajnu stratešku promjenu za poduzeće te za poduzeće kao i za poduzetnika biti nastavak dotadašnjega uspješnog poslovanja. U ovome radu pomoću studije slučaja analiziraju se mogući uzroci i propituje opravdanost provedbe strategije repozicioniranja na tri odabrana hrvatska poduzeća (Adris Grupa d.d, Lura Grupa d.o.o i Jolly Jbs d.o.o) koja se u procesu spajanja i preuzimanja pojavljuju u ulozi prodavatelja i pri tome su napustili svoju osnovnu djelatnost uz pomoć koje su stekli visoku razinu prepoznatljivosti među

kupcima i poslovni ugled među konkurencijom i suradnicima. Istraživanje daje uvid u rijetko analiziranu primjenu strategije repozicioniranja hrvatskih poduzeća i pridonosi boljem razumijevanju dezinvestiranja i utjecaju strategije repozicioniranja na uspješnost poduzeća.

Ključne riječi: dezinvestiranje, strategija repozicioniranja, studija slučaja

Abstract: The issue of disinvesting and the exiting of a company from a business regardless of their performance is of a critical importance for its further activities. The attention of researchers is more focused on the buyer's side of the story than the seller since the acquisition implies a growth that is equated with success, and sales are usually perceived as a failure without noticing the potential positive consequences for the seller. Exiting the core business by implementing a repositioning strategy can bring a significant strategic change for the enterprise, as well as being a continuation for the enterprise as well as for the entrepreneur of the previous successful business. By presenting a case study this paper analyses the possible causes and questions the justification for the implementation of the repositioning strategy in three selected Croatian companies (*Adris Group d.d., Lura Group d.o.o. and Jolly Jbs d.o.o.*) that through the process of mergers and acquisitions appear in the role of sellers, and by doing that they exited their core business that helped them gain a high level of customer recognition and business reputation among competitors and associates. The analysis provides insight into a seldom-analyzed application of the repositioning strategy of Croatian companies and it contributes to a better understanding of disinvestment and the impact of the repositioning strategy on the company's performance.

Key words: disinvestment, repositioning strategy, case studies

1 Uvod

Poduzeća su prisiljena koristiti se različitim strategijama kako bi zadržala povoljan tržišni položaj u odnosu na konkurenciju, očuvale tržišni udio i povećale profit. Uz strategije razvoja i rasta strategije redukcije, povlačenja i dezinvestiranja često se primjenjuju strategije preoblikovanja poduzeća, jačanja osnovne djelatnosti i ulaganja u nove proizvode. U odnosu na strategije spajanja i preuzimanja strategije dezinvestiranja u manjoj su mjeri privukle pažnju istraživača (Buchholtz i dr., 1999). Ovaj nedostatak interesa za istraživanje je razumljiv zbog mišljenja da akvizicije znače rast poduzeća (Wood, 2009), dok dezinvestiranje podrazumijeva smanjenje njegove veličine. Za razliku od toga stajališta novija istraživanja (Sewing, 2010; Decker i Mellewigt, 2012) pokazuju da i strategija dezinvestiranja može biti strateški put za dugoročni rast poduzeća te da prodaja dijela imovine, podružnice ili poslovne linije može povećati profitabilnost ostatka poduzeća ili osigurati sredstva za ulaganje u neko drugo poduzeće

koje trenutačno bolje odgovara strategiji poduzeća. Broj dezinvestiranja poslovnih jedinica diljem svijeta u stalnom je porastu. U 2015. godini izvršena je 12 701 aktivnost dezinvestiranja,¹ dezinvestiranje je činilo 39 % svih spajanja i preuzimanja u svijetu (Thompson Financial Divestiture M&A news, 2015), a strateški kupci predstavljali su 64 % od svih kupaca u 2015. godini.

Tri su najčešće spominjana razloga u literaturi zbog koje se poduzeća odlučuju na dragovoljni izlazak, na primjer buduće neodrživo smanjenje profitabilnosti, spajanje s drugim poduzećem ili stjecanje drugog poduzeća te stečaj zbog nemogućnosti poduzeća da podmiri svoje financijske obveze (Balcaen i dr., 2009; Leroy i dr., 2015). Decker i Mellewigt (2007, 9) navode da su čimbenici koji utječu na odluku o provođenju izlazne strategije izvedba, strategija, okruženje i korporativno upravljanje. Ovi čimbenici vidljivi su u lošim rezultatima poslovanja, nedostatku strateškog fokusa, nedostatku sredstava, prekomjernoj diversifikaciji, prijetnjama za preuzimanje i nepovoljnim promjenama okruženja poduzeća, kao što su uvjeti u industriji, neizvjesnost i institucionalni okvir. Autori naglašavaju da se posljedice izlaska ogledaju u promjeni strategije i izvedbi poduzeća te da utječe i na zaposlenike, menadžment i vlasničku strukturu. Vodeći se rezultatima ovoga istraživanja sagledat će se koji su od navedenih čimbenika bili zastupljeni kod izlaska iz djelatnosti koja su provela odabrana poduzeća. Sagledavanjem okolnosti koje su dovele do napuštanja i prodaje osnovne djelatnosti kao što su značajne promjene u industrijskom i konkurentskom okruženju te činjenici da poduzeća i dalje uspješno posluju, a poduzetnici i dalje u svojem portfelju imaju uspješna poduzeća može se preispitati sagledavanje dezinvestiranja i provođenja strategije repozicioniranja kroz prizmu neuspjeha poduzeća i/ili poduzetnika. Uzimajući u obzir izneseno istražiti će se opravdanost primjene strategije repozicioniranja činjenice na primjeru odabrana tri poduzeća.

2 Pregled literature

2.1 Dezinvestiranje radi izlaska iz temeljne djelatnosti

Unatoč usredotočenosti na strategije rasta i razvoja poduzeća, strategije povlačenja ili dezinvestiranja sve je više u središtu znanstvenih istraživanja (Bacalen i dr., 2009; Dranikoff i dr., 2002; Decker i Mellewight, 2012; Wennberg i dr., 2010; DeTienne, 2010; Decker i dr., 2010; Leroy i Meuleman, 2009; Hessels i dr., 2010). Strategija dezinvestiranja poslovne djelatnosti poduzeća znači smanjivanje opsega poslovne djelatnosti poduzeća kroz prodaju poduzeća ili određenih poslovnih područja, kao npr. pogona ili podružnica. Dezinvestiranje je prirodan aspekt razvoja i promjena u organizacijama. Zbog promjena u rastu postojećih industrija te pojave i napredovanja novih industrija pomiče se i fokus poduzeća u smislu proizvoda i tržišta ili mijenja kroz spajanja i akvizicije ili prodaju (Sheppard i Chowdhury, 2005, 240). Dezinvestiranje ne

¹ Akšamović (2008, 1052) navodi da se u pravu tržišnog natjecanja pod dezinvestiranja (*divestiture*) „podrazumijevaju slučajevi kada neki poduzetnik restrukturira svoju djelatnost da proda ili se na koji drugi način, lišava dijela svoje djelatnosti (npr. nekog pogona ili jednog od društava kćeri)“.

treba promatrati samo kao neuspjeh i slabost poduzeća jer za dezinvestiranje mogu postojati drugi taktički i strateški razlozi, kao što je oslobađanje i preusmjerenje resursa za korištenje na drugim tržištima, s većim dugoročnim potencijalom (Alexander i Quinn, 2002, 105). Tradicionalno su autori dezinvestiranje promatrali samo kao strategiju smanjenja troškova poduzeća i nisu sagledavali činjenicu da diversificiranje može biti i strategija proaktivne preraspodjele sredstava: „Promjena korporativne strategije, alternativne mogućnosti i promjena u dostupnosti resursa određuju oblik i zemljopisni položaj aktivnosti te utječe na procese investiranja i dezinvestiranja“ (Burt i dr., 2004, 65). Vođenje strategije dezinvestiranja poduzeća prati različite strateške ciljeve poduzeća, kao npr. povećanje likvidnosti, oslobađanje od nekompatibilnoga poslovnog područja i vraćanje svojem središnjem poslovnom području. Dezinvestiranje postaje sve važnija strategija korporativnog upravljanja zbog aktualnih trendova kao što su sve dinamičnija tržišta, sve veći pritisak tržišta kapitala i jaki novi konkurenti. Benito (2005, 15) navodi da su čimbenici koji utječu na odluku o dezinvestiranju „percepcija menadžmenta o stabilnosti i predvidljivosti okruženja, ekonomski i strateški učinak u unaprijed određenom vremenskom okviru, strateška usklađenost s osnovnom djelatnošću, kapacitet menadžmenta poduzeća i pitanje upravljanja“.

Palmer (2004, 1079-1080) ima malo drukčiji pristup jer promatra dezinvestiranje kao širi kontekst organizacijskog restrukturiranja. Iz ove perspektive dezinvestiranje može nastati iz: financijskog restrukturiranja, koje se odnosi na promjene u upravljačkoj strukturi i očekivanjima dionika; restrukturiranja portfelja, koja proizlaze iz spajanja i akvizicija aktivnosti te saveza ili zajedničkih pothvata; organizacijskog restrukturiranja, koje odražava promjene u strukturi procesima i upravljanju tvrtke; prostornog restrukturiranja, koje uključuje promjene u zemljopisnom opsegu i razmjeru aktivnosti. Proces dezinvestiranja uključuje pitanja izbora načina izlaska, izbora vremena izlaska, izbora između punog i djelomičnog izlaska te procjenu vrijednosti izlaska (Soloma, 2014, 1399).

Utjecaj dezinvestiranja na strategiju poduzeća za koju koriste izraz izlazak (*business exit*) istraživali su Decker i dr. (2010, 4-5) i ističu da izlazak poduzeća utječe na korporativnu strategiju, a razlikuju dvije vrste izlaska: one koje uključuje stratešku promjenu i one koje zadržavaju postojeće stanje. U svojem istraživanju pod strateškim izlaskom poduzeća podrazumijevaju „dezinvestiranje prodajne jedinice koje uključuje stratešku promjenu u obliku refokusiranja ili repozicioniranja“. Autori navode da je izlazak koji uključuje refokusiranje i repozicioniranje riskantna i sveobuhvatna strategije te ne začuđuje da većina izlazaka ne uključuje velike promjene. Izlazak koji nije povezan sa strateškom promjenom već rezultira samo s smanjenjem veličine poduzeća mogu su sagledavati kao defenzivne strategije.

Na izbor strategije dezinvestiranja utječe kombinacija unutarnjih i vanjskih čimbenika. Slabiji financijski rezultati poduzeća i veća razina diverzifikacije poduzeća u pravilu rezultiraju većom vjerojatnosti strateškog dezinvestiranja (Decker i Mellewigt, 2007, 27). Najčešći razlog tvrtke za dezinvestiranje je zadobivanje ili zadržavanje konkurentnosti povećanjem resursa i/ili smanjenje viška kapaciteta (Villalonga, 2004).

Dezinvestiranje oslobađa resurse koji se mogu koristiti za otplatu duga i poboljšanje financijske pozicije tvrtke ili uložiti u nove prilike za rast tvrtke (Vidal i Mitchell, 2014, 5). Sun (2012), provedenim istraživanjem na uzorku tajvanskih poduzeća koja su provela dezinvestiranje prodajom imovine, putem financijskih pokazatelja dokazuje da dezinvestiranje kao strategija poduzeća ima pozitivan učinak na povećanje uspješnosti poduzeća i njegovu tržišnu vrijednost.

Byerly i dr. (2003) razlikuju refokusiranje i repozicioniranje kao strateške ciljeve dezinvestiranja. Refokusiranje se odnosi na eliminaciju perifernih aktivnosti koje nisu povezane s primarnim poslovanjem tvrtke s ciljem jačanja glavne djelatnosti. Prodaja Rovera od BMW-a primjer je provođenja strategije dezinvestiranja s ciljem refokusiranja, jer je prodala Rover² i usredotočila se ponovno na svoj prvotni posao – izgradnju luksuznih automobila (Bailey i Ruyter, 2012). Prodaja djelatnosti koju poduzeće ne vidi kao svoju osnovnu djelatnost u Hrvatskoj vidljiva je iz primjera Plive koja je 2001. godine prodala Cedevitu kompaniji Hopen, povezanom društvu hrvatske kompanije Atlantic Trade s ciljem fokusiranja na matično poslovanje – farmaceutiku. Prodaja Studenca također predstavlja primjer je strategije dezinvestiranja s ciljem jačanja osnovne djelatnosti. Podravka je krajem 2016. godine prodala svoje ovisno društvo Studenac d.o.o. poduzeću Radenska d.o.o. uglednom proizvođaču bezalkoholnih pića i vode u regiji iz grupe Kofola³. Nakon dezinvestiranja biznisa pića Podravka d.d. nastavlja s razvojem portfelja hrane i lijekova usmjeravajući dodatne resurse za internacionalizaciju svojih ključnih brandova u skladu sa strategijom poduzeća. Godinu prije, 2015. godine Podravka je preuzela ljubljansko Žito čime je proširila svoje poslovanje u području prehrambene industrije. Kako navode u priopćenju za medije⁴ „proširenjem poslovanja u komplementarnim grupama proizvoda stvara se mogućnost proizvodnih i prodajno-marketinških sinergija, čime se poboljšava efikasnost poslovanja te konkurentnost kompanije”.

Za razliku od refokusiranja, cilj repozicioniranja je novi strateški put tvrtke, izlazak iz temeljne djelatnosti. Byerly i dr. (2003, 536) ističu da je repozicioniranje manje učestalo od refokusiranja te navode da se ono „ogleđa u redefiniranju i ponovnom stvaranju temeljne djelatnosti te rekonfiguraciji imovine oko iznova definirane jezgre“. Isti autori nadalje navode (539) da „tipične aktivnosti repozicioniranja mogu uključivati serije dezinvestiranja praćene akvizicijama, kao i unutarnjom ekspanzijom novo uspostavljene temeljne jedinice“.

Brojni primjeri repozicioniranja odnosno izlaska iz osnovne djelatnosti poduzeća zainteresirali su istraživače diljem svijeta (Byerly i dr., 2003, 536). Bulgerman (1996) iznosi primjer Intela koji sredinom 80-ih godina napušta proizvodnju dinamičkih radnih memorija (DRAM) što je kroz 70-te godine bila njegova osnovna djelatnost, prodaje tvornicu za proizvodnju DRAM-a i ulazi u proizvodnju više isplativih mikroprocesora čime postaje jedini takav dobavljač na tržištu i svjetski uspješan proizvođač

² Bailey i Ruyter (2012) kupnju Rovera od strane BMW nazivaju korporativnom pogreškom (*corporate failure*), a odluku da BMW proda Rover strateškom pogreškom (*strategic failure*).

³ <http://cdn.podravka.net/repository/files/7/4/746426d332fad01198080f5f8ac940fb.pdf>

⁴ Priopćenje za medije od 21. travnja 2015., <http://cdn.podravka.net/repository/files/4/3/4340c59f262f38454ccf322e98241250.pdf>

mikroprocesora. Primjer izlaska iz osnovne djelatnosti daju i Dittmann i dr. (2004) na primjeru njemačke tvrtke Preussag koja je prodala većinu svojih do tada glavnih djelatnosti kao što su rudarstvo, naftna industrija i proizvodnja metala te ulazi u djelatnost turizma i logistike i postaje vodeće turističko poduzeće u Europi. Salvato i dr. (2010) u svojem istraživanju prate Falck Grupu kao najvećeg proizvođača čelika u Italiji, koji zbog gubitaka tijekom godina krize u sektoru čelika, promjena u industriji i zamjene starih tehnologija novima izlazi iz proizvodnje čelika i ulazi u proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora nakon čega postaje jedan od vodećih proizvođača energije iz obnovljivih izvora u Europskoj uniji. Kester (2009) je na primjeru sto devedeset farmaceutskih poduzeća utvrdio da prodaja osnovne djelatnosti može povećati novčani tijek poduzeća u kratkom roku, ali i preusmjeriti sredstva za povećanje inovacija u dugom roku. Uz povećanje novčanog tijeka „nestrateski razlozi za dezinvestiranje“ su smanjenje duga i restrukturiranje portfelja imovine (Markides, 1992. prema Mao, 2014, 40).

Strategije dezinvestiranja na primjeru hrvatskih poduzeća nisu naišle na interes znanstvenika za razliku od restrukturiranja i utjecaj strategija spajanja i preuzimanja na uspješnost poduzeća (Pervan, 2015). Filipović (2004) u svojem radu obrađuje sedam poduzeća, od toga tri hrvatska: Končar, Luru i Podravku, te istražuje procese restrukturiranja tih poduzeća do kojih je došlo zbog promjena okruženja od 1991. do 2003. godine. Vretenar (2011) u svojem radu prikazuje rezultate istraživanja o učinku procesa spajanja i preuzimanja na hrvatska poduzeća. Analizirajući poslovanje četrdeset poduzeća kroz sedam godina upućuje na pozitivan utjecaj spajanja i preuzimanja na promjene imovine, kapitala, prihoda i produktivnosti rada preuzetih poduzeća. Lahovnik je (2004) na primjeru izabranih hrvatskih i slovenskih poduzeća ispitaio utjecaj različitih strategija: strategije razvoja tržišta, srodne i nesrodne diversifikacije i prodaje na uspješnost poduzeća. Usporedbom različitih korporativnih strategija zaključeno je da između strategija diverzifikacije i uspješnosti poduzeća (mjereno ROA, ROE, ROS i dodanoj vrijednosti po zaposleniku) nema statistički značajne veze, dok je strategija dezinvestiranja nadmašila druge strategije po sva četiri promatrana kriterija uspješnosti.

Ovo istraživanje usmjereno je na slučajeve izlaska iz osnovne djelatnosti hrvatskih poduzeća i utjecaj strategije repozicioniranja na profitabilnost poduzeća. U istraživanje su uključena tri hrvatska poduzeća, dva velika (Adris Grupa d.d i Lura Grupa d.o.o) i jedno srednje poduzeće (Jolly Jbs d.o.o). Istraživanje je provedeno metodom sekundarnog istraživanja, a pregledom dostupne literature pronađene su tri studije slučaja: strategija Adris Grupe d.d. obrađena je u studiji slučaja „Strategija diversifikacije na primjeru Adris grupe d.d.“ autora Marli Gonan Božac, Morene Paulišić i Denis Teletovića, objavljene 2014. godine; strategija Lura Grupe d.o.o obrađena je u sklopu disertacije „Strategic Change Management of Medium-Size Companies: Insights from Slovenia and Croatia“ koju je na Vrije Universiteit Amsterdam izradio Nenad Filipović 2004. godine. Studiju slučaja pod nazivom „Planiranje kao funkcija menadžmenta na primjeru poduzeća Jolly Jbs d.o.o“ 2016. godine izradila je studentica Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Splitu Ivana Bačić pod mentorstvom dr. sc. Anite Talaja. Zbog potrebe ažuriranja podataka korišteni su i noviji

izvori dobiveni preko interneta gdje su kao ključne riječi korišteni nazivi analiziranih tvrtki.

2.2 Aktivnosti repozicioniranja

Sva tri odabrana poduzeća provela su tipične aktivnosti repozicioniranja: dezinvestiranje praćeno akvizicijama i unutarnju ekspanziju novo uspostavljene temeljne jedinice.

Adris grupa d.d. izašla je iz duhanske djelatnosti 2015. godine. U međuizvještaju posloводства od 31. prosinca 2015. navodi se da je ovom transakcijom Adris „završio stratešku transformaciju svog portfelja“ te da „danas ima tri održiva posla: turizam, proizvodnju zdrave hrane i osiguranje“. Grupa je 2005. godine diversificirala u djelatnost hotelijerstva osnivanjem Maistre d.d. koja je danas jedno od najznačajnijih hotelijerskih poduzeća u Hrvatskoj. Objedinjavanjem nekoliko manjih domaćih tvrtki za uzgoj i preradu ribe u novu tvrtku Cromaris, Adris grupa d.d. je 2009. diversificirala na područje marikulture i uzgoja plemenite bijele ribe. Cromaris je danas vodeći hrvatski i deseti proizvođač brancina i orade u svijetu, ostvaruje prosječni godišnji rast od 40 %, a više od 70 % svojih prihoda realizira na tržištima Europske unije. U posljednjih šest godina prodaja se povećala gotovo šest puta, a proizvodnja gotovo osam puta. Početkom 2014. godine Adris grupa je postala vlasnikom najstarije hrvatske osiguravajuće kuće – Croatia osiguranja, čime Adris postaje i regionalni lider na tržištu osiguranja⁵. Strateška poslovna jedinica Duhan koju je Adris grupa d.d. 2015. godine prodala BAT-u bila je vertikalno ustrojen sustav čiju je okosnicu činila Tvornica duhana Rovinj d.o.o. uz poduzeće Hrvatski duhani d.d., Istragrafiku d.d. te Adistu d.d. Prema financijskim izvještajima Adris grupe d.d. iz 2012. i 2013. godine vidi se da je najveći poslovni prihod ostvaren od proizvodnje i prodaje duhanskih proizvoda, zatim od turizma, maloprodaje te ostalih segmenata.

Lura je 2007. prodala Dukat d.d. čime je izašla iz djelatnosti mljekara i proizvođača sira. Grupa je većinski vlasnik Dukata, tada lokalne zagrebačke mljekare, postala 1993. godine. Kontinuiranim ulaganjem i inovacijama, Dukat je proširio svoje poslovanje na cijelu Hrvatsku te se sa Sirelom, Mljekarom Zadar i Lurom spaja u jedinstvenu pravnu osobu pod nazivom Lura. Lura je diversificirala u djelatnost proizvodnje bezalkoholnih pića i napitaka te u konditorsku i pekarsku industrije. Početkom 2005. godine poslovanje se restrukturiralo te se Lura strateški opredijelila i stavila u fokus mljekarstvo i prodaju sira. U idućem razdoblju iz svojeg vlasništva izdvojila je tvrtke u ostalim sektorima. Početkom 2007. godine, Lura iz portfolija izdvaja mljekarsku industriju Dukat, koju prodaje svjetskoj mljekarskoj industriji Lactalis, a Lura nastavlja poslovanje pod nazivom Lura ulaganja.

Poduzeće Jolly-JBS d.o.o. osnovano je 1989. kad je ušlo u djelatnost trgovine na malo, a 1993. počelo je s razvojem veleprodaje. Od 1999. potpuno se okreće otvaranju

⁵ <http://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/>

maloprodajnih objekata diljem Šibensko-kninske županije. JOLLY-JBS d.o.o. 2001. godine sudjeluje u osnivanju grupacije CBA koja je bila skup deset velikih trgovačkih kuća. Ulaskom u tu udrugu promet poduzeća se gotovo utrostručio. Diversifikacija u djelatnost otkupa ambalaže započela je dobivanjem koncesije za prikupljanje primarnog otpada za Šibensko-kninsku i Splitsko-dalmatinsku županiju 2006. godine. U 2015. godini osnovana je tvrtka Jolly eko d.o.o registrirana za djelatnost sakupljanja neopasnog otpada. Diversifikacija u hotelijerstvo započela je 2005. godine kupnjom hotela Olympia u Vodicama od Hrvatskog fonda za privatizaciju. Izlazak iz djelatnosti trgovine prodaje na malo dogodio se 2008. godine kada su sve maloprodajne trgovine prodane Konzumu d.d. Tvrtku Jolly Auto line d.o.o. osniva 2012. godine te kupuje prodajno servisni centar Mercedes-Benz u Zadru i Dugopolju, čime ulazi u djelatnost trgovine automobilima i motornim vozilima lake kategorije i postaje glavni distributer Mercedesa za Dalmaciju. Poduzeće posjeduje i Life wellness centar i autopraonicu, Miers Karoserije te robnu kuću City Life.

2.3 Izlazak iz djelatnosti radi daljnjeg ulaganja

Poduzetnički izlazak ne znači nužno kraj poduzetničkog djelovanja pojedinaca. DeTienne i Cardon (2012) koriste se i izrazom poduzetničko recikliranje (*entrepreneurial recycling*) te objašnjavaju da navedeni izraz opisuje proces u kojem se poduzetnici koji su izašli koriste svojim novostečenim bogatstvom i poduzetničkim iskustvom kako bi stvorili nova poduzeća, uložili u druge start-upove i sudjelovali u možda čak i filantropskim pothvatima te time pozitivno utječu na nacionalno gospodarstvo. Autorice navode i da je jasno da prijenos i redistribucija bogatstva putem poduzetničkog izlaza ima značajan gospodarski utjecaj.

Ante Vlahović iznosi sljedeće objašnjenje prodaje TDR-a: „Sredstvima ostvarenim od transakcije omogućujemo Adrisu daljnja ulaganja, čime na jedinstven način dovršavamo transformaciju tvrtke. Jedan posao kojemu više nismo mogli dodavati vrijednost ugradili smo, i financijski i vrijednosno, u nove održive poslove u kojima već ostvarujemo zapažene rezultate⁶.“ Luka Rajić izjavio je da je „siguran da će se Dukat bolje razvijati s Lactalisom nego s njim“, što se zapravo može tumačiti glavnim razlogom zbog kojeg se odlučio na prodaju, a sredstva dobivenih od prodaje Dukata d.d. investirao je u gradnju tvornice generičkih lijekova⁷ i 2009. godine osnovao je start-up tvrtku PharmaS za proizvodnju i promet generičkim lijekovima. Lura Grupa d.d. nastavlja s novim ulagačkim projektima u farmaceutskom i logističkom sektoru kao i s ulaganjima u razvoj tvrtki RALU logistika, Favarger i LURA Investments.

O razlozima prodaje maloprodajne mreže pretragom interneta nailazi se na izjavu vlasnika Josipa Stojanovića da je odluci o prodaji pridonijela činjenica da je sedam ostalih partnera iz grupacije CBA odustalo od najavljivanoga kapitalnog povezivanja. „Premda u portfelju i dalje namjerava zadržati velike trgovačke centre, Stojanović iznosi

⁶ <http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/vijesti/dionicari-dali-suglasnost-za-prodaju-tdr-a-sredstva-ostvarena-transakcijom-upotrijebit-ce-se-za-daljnje-jacanje-adris-grupe>

⁷ <http://dnevnik.hr/vijesti/gospodarstvo/ovo-je-moja-domovina-i-zelim-tu-i-dalje-investirati.html>

kako će budući biznis primarno temeljiti na razvoju turističkih sadržaja, ambalažnom otpadu te rentanju objekata, a ne misli odustati ni od investiranja u sport.“⁸

2.4 Uspješnost provođenja strategije repozicioniranja gledana kroz način izlaska poduzetnika

Sva tri odabrana poduzeća u većinskom su vlasništvu jednog poduzetnika: Adris Grupa d.d. u 2013. godine bila je u većinskom vlasništvu Ante Vlahovića (59,79 %, taj udio je potom smanjen na 20,39 %), većinski vlasnik Lura Grupa d.o.o je Luka Rajić, a Jolly Jbs d.o.o. Josip Stojanović. Navedena činjenica upućuje na potrebu sagledavanja provođenja strategije repozicioniranja s aspekta karakteristika i motiva poduzetnika. Razmatrajući karakteristike i motive osnivača poduzeća, obilježja poduzeća i odluke prilikom osnivanja poduzeća DeTienne i dr. (2015) razvili su tipologiju poduzetničkih izlaznih strategija koja se sastoji od tri izlazne strategije više razine:

- 1) strategije financijske žetve (*financial harvest*) kao što su inicijalna javna ponuda ili prodaja drugom poduzeću što rezultira značajnim priljevom vrijednosti za poduzetnika
- 2) upraviteljske strategije (*stewardship strategies*) kao što su obiteljska sukcesija, ili prodaja pojedincu što rezultira prosocijalnim i proorganizacijskim ponašanjem koje osnivaču poduzeća omogućuje da i dalje imaju utjecaj na budućnost i dugoročnu održivost poduzeća
- 3) strategije dragovoljnog prestanka djelovanja (*voluntary cessation strategies*) kao što su likvidacija i diskontinuitet koje omogućuju osnivačima da napuste poduzeća kada primarna aktivnost završava ili se mijenja ili kada je tvrtka ispunila svrhu zbog koje je osnovana.

Zajedničko Adris Grupi d.d., Lura Grupi d.o.o. i Jolly Jbsu d.o.o. je i činjenica da su osnovne djelatnosti prodane strateškom kupcu. Martos-Vila i dr. (2014, 3) navode da se temeljna razlika između strateškog i financijskog kupca ogleda u tome da strateški kupac ima gotov projekt ili projekte koje razmatra spojiti s ciljanim poduzećem, dok financijski sponzori procjenjuju ciljanu metu kao samostalan projekt te da financijski kupci imaju različitu strukturu korporativnog upravljanja (mehanizam nadzora) od strateških kupaca. Adris Grupa d.d. stratešku poslovnu jedinicu Duhan prodala je poduzeću British American Tobacco (BAT) koja je drugi po veličini proizvođač cigareta na svijetu, Lura Grupa d.o.o prodala je mljekarsku industriju Dukat d.d. francuskoj grupaciji Lactalis, jednom od najvećih prerađivača mlijeka u svijetu,⁹ dok je Jolly Jbs d.o.o. svoju maloprodajnu mrežu Konzumu d.d. vodećem trgovačkom lancu u Hrvatskoj¹⁰.

⁸ <http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/poduzetnik-josip-stojanovic-ipak-prodao-lanac-jolly-66354>

⁹ <http://hcpm.agr.hr/aktualno/dukat.pdf>

¹⁰ Pravni slijednik u segmentu djelatnosti trgovine na veliko i na malo mješovitom robom Jolly-Jbs d.o.o je Lokica d.o.o. Jolly Jbs bio je član član CBA hrvatskoga nacionalnog trgovačkog lanca CBA, udruženja osam trgovačkih kuća s područja cijele Hrvatske. Odlučivši se na izlazak iz CBA-a i prodaju vanjskome kupcu – nakon što je udjel prvo ponudio članicama lanca – vlasnik Jolly-JBS-a prvo je obavio podjelu postojeće tvrtke tako da je u tvrtku Lokica prebacio sve prodavaonice u samostojećim objektima kao i djelatnost veleprodaje – otprilike trećinu poduzeća. <http://www.poslovni.hr/hrvatska/todoricev-konzum-u-završnici-preuzimanja-jollyjeve-lokice-74232>

Važno je razumjeti odabrani način izlaska jer je „način izlaza proaktivna strateška odluka koju donose poduzetnici“ (DeTienne i Cardon, 2008, 9). DeTienne i Cardon (2012, 355) ističu da je način izlaza bitan zato što su različiti tipovi poduzetničkog izlaza povezani s različitim stupnjevima rizika (i potencijalnim povratom), složenošću kao i s razinom potencijalnog poduzetničkog angažmana nakon izlaza. Wennberg i dr. (2010) razlikuju prodaju uspješnih poduzeća (*harvest sale*) i prodaju neuspješnih poduzeća (*distress sale*) te likvidaciju uspješnih poduzeća (*harvest liquidation*) i likvidaciju neuspješnih poduzeća (*distress liquidation*).

2.5 Iskorištavanje drugih poslovnih prilika i odabir vremena

Pitanje koje se također nameće je i kako bi se na uspješnost poslovanja poduzeća i poduzetnika odrazila činjenica da nisu proveli dezinvestiranje, tj. da su propustili izaći na vrijeme. Baixauli i Mónica-Milo (2010, 62) navode da bi definicija neuspjeha mogla uključiti i propuštanje da se izađe¹¹. Istražujući odgađanje odluke o izlasku Bragger i dr. (2003) navode da već više od dvadeset godina znanstvenike intrigira fenomen koji socijalni psiholozi nazivaju učinak potopljenih odnosno izgubljenih troškova (*sunk cost*) koje sagledavaju kao negativan novčani tijek do kojeg dolazi zbog očekivanja kompenzirajućega pozitivnog novčanog tijeka u budućnosti, ekonomisti histerezom, tj. da učinci nekoga djelovanja kasne u odnosu na to djelovanje, a organizacijski psiholozi kao eskalaciju obveza ili tendenciju donositelja odluka da ustrajavaju u pogrešnom smjeru djelovanja.

Na pitanja vezana uz opravdanosti izlaska iz temeljne djelatnosti može se odgovoriti pomoću analize industrijskoga i konkurentskoga okruženja tih industrija. Božac i dr. (2014, 430) navode da problem za tržišta na kojem je TDR d.o.o djelovao jest kontinuirano povećanje trošarina i posljedično maloprodajne cijene što dovodi do pada potražnje. Krajnović i dr. analizirajući duhansku industriju u Hrvatskoj (2016, 66) navode da je „okolina je vrlo složena za 'stigmatiziranu' duhansku industriju te se očekuje da će se situacija u okolini značajno zaoštavati“ te da provedena „PEST analiza govori da je broj prilika značajno smanjen, dok se broj i težina prijetnji povećava“. Autori o Tvornici duhana Rovinj zaključuju da „razlog zbog kojega nije moguće ponoviti raniji uspjeh upravo je okolina, koja se nepovratno mijenja u poslovanju“ (71).

Konkurentska pozicija Dukata d.d. na hrvatskom tržištu i nakon prodaje Dukata Lactalisu ostala je iznimno povoljna. Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (2010, 2) u svojem izvještaju navodi da na tržištu otkupa sirovog mlijeka i tržišta pet skupina mliječnih proizvoda dominiraju dva najjača takmaca, Dukat i Vindija koji se uglavnom izmjenjuju na vodećim pozicijama na pojedinačnim tržištima. Dukat ima najveći tržišni udio na tržištu otkupa kravljeg mlijeka te u tri od pet kategorija mliječnih proizvoda, a kapitalna povezanost s Kim Karlovcem dodatno je pojačavala njegovu dominaciju na pojedinim tržištima. No na proizvodnju i otkupnu cijenu mlijeka snažno je utjecala

¹¹ Uz diskontinuitet vlasništva (promjene vlasništva) i diskontinuitet poduzeća (poduzeće prestaje postojati).

politika EU-a (Šakić Bobić i dr., 2009) i postojanje tržišnih viškova te su se priključivanjem Hrvatske EU-u očekivale značajne promjene.

Obadić i Glavan (2014, 285) navode da je njihova analiza pokazala kako je ukupan realni promet u maloprodaji u nezaustavljenom trendu pada od srpnja 2008. te je potkraj 2013. pao na razine nezabilježene još od 2003. godine. Prema analizi Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja: „Trend rasta koncentriranosti tržišta trgovine na malo zabilježen i u prethodnim godinama, nastavio se i u 2010. Osam od deset vodećih trgovaca u Hrvatskoj u toj je godini povećalo svoje tržišne udjele, a osim organskog rasta kroz povećanje broja prodajnih kvadrata, utjecaj na lagano smanjenje konkurencije na tržištu koje se očituje kroz sve manji broj poduzetnika koji sudjeluju na njemu, imao je i nastavak procesa okrupnjavanja i konsolidacije. Ipak, tržište trgovine na malo na kojem zajednički tržišni udjel deset trgovaca iznosi 77 posto još uvijek ima obilježja umjereno koncentriranog tržišta“ (2010b, 2).

Osim pitanja opravdanosti odluke o izlasku iz temeljne djelatnosti, potrebno je analizirati opravdanost odluka o diversificiranju u druge djelatnosti. Drugim riječima: Je li prodaja temeljne djelatnosti s aspekta namicanja sredstava za ulazak u novu djelatnost, bilo kupovinom već postojećeg poduzeća ili osnivanjem novog i je li mogućnost diversifikacije bila prilika koju je trebalo iskoristiti? Short i dr. (2010, 40) navode da „bez prilike nema ni poduzetništva“ te da „potencijalni poduzetnik može biti neizmjerljivo kreativan i marljiv, ali bez prilike za usmjeravanje ovih karakteristika, ne može se odvijati poduzetnička aktivnost“. Poduzetnik priliku treba prepoznati i upravo se prepoznavanje prilike dugo vremena u poduzetništvu sagledavalo kao „ključni korak u poduzetničkom procesu – onom iza kojeg, u puno slučajeva, slijede svi ostali“ (Baron, 2006, 104). Odluka da se prilika iskoristi kao i odabir pravog vremena od krucijalne su važnosti za uspješnost poduzetnika i poduzeća (Choi i Shepherd, 2004; Suarez i dr., 2015; Gotsopoulos, 2010).

Adris grupa kao i Jolly Jbs nakon prodaje temeljne djelatnosti osnaživali su već postojeće djelatnosti u koje su ranije diversificirali. Dakle, razvijali su prilike koje su već ranije prepoznali i iskoristili, a iz aktivnosti koje su provodili sigurno i ocijenili kao bolje prilike za ostvarivanje održive konkurentne prednosti od prilike koju im je pružio ostatak u temeljnoj djelatnosti. Jolly Jbs diversificirao je u djelatnost trgovine automobilima i motornim vozilima lake kategorije, ali s odmakom od četiri godine nakon prodaje trgovina na malo.

Lura je za ulazak u farmaceutsku industriju iskoristila priliku koja se ukazala nakon što je Pliva, do tada vodeća farmaceutska tvrtka oslabila. Dvije domaće tvrtke, Pliva i Belupo, držale su oko jedne trećine tržišta. Pliva je 2006. godine smanjila svoj tržišni udio na hrvatskom tržištu s 50 % od prije nekoliko godina na samo 20 % zbog povećane konkurencije novih poduzeća koja su ušla na tržište kao i strateške orijentacije prema izvozu (Afenliev, 2007). Plivu je 2006. godine preuzela američka tvrtka Bar Pharmaceuticals (Tipurić i dr., 2008), a u prosincu 2008. izraelska farmaceutska tvrtka provela je akviziciju Barra. Teva se zatim usmjerila na rezanje troškova, među ostalim

i troškova zaposlenih pa je došlo do otpuštanja velikog broja zaposlenih. Prema izjavi najvišeg posloводства poduzeća od 9. veljače 2009. godine planirali su otpustiti 790 ljudi¹². Iste godine osnovana je PharmaS u kojoj se zaposlio velik broj bivših zaposlenika Plive.

3 Zaključak

Iz iznesenih primjera odabranih triju poduzeća proizlazi da se pri ocjeni opravdanosti provedbe strategije repozicioniranja trebaju sagledati sve okolnosti zbog kojih poduzeće napušta svoju do tada uspješnu temeljnu djelatnost. Također je važno da se utvrde svi čimbenici koji su doveli do odluke vlasnika na tu značajnu stratešku promjenu i sagledati je li motivacija vlasnika prevladavala nad izvedbom poduzeća kao mogućim razlogom izlaska iz djelatnosti i diversificiranja na nove ili osnaživanja preostalih postojećih strategija. Poduzetnici uočavaju i iskorištavaju poslovne prilike, a ako pritom napuštaju postojeća poduzeća ili prodaju udio u njima, to ne upućuje na činjenicu da su poduzeća i poduzetnici neuspješni. Na nositeljima gospodarskog sustava jedne zemlje je da radi osiguranja kontinuiteta postojanja i poslovne aktivnosti poduzeća osiguraju sustav potpore za prijenos poslovanja između poduzetnika. Ovo je ponajprije važno radi što lakšeg prijenosa vlasništva između poduzetnika koji osnivaju poduzeće i onih koji postaju poduzetnici kupnjom postojećeg poduzeća.

Ograničenje ovoga rada ogleda se u korištenju dostupnih sekundarnih podataka. Podatci dobiveni izravno od vlasnika poduzeća i menadžera uključenih u provedbu strategije repozicioniranja rezultirali bi iscrpnijim zaključcima. U ovome radu nije istraženo postoji li razlika u uspješnosti poduzeća prije i nakon provođenja strategije repozicioniranja. Takvo istraživanje potrebno je provesti na većem uzorku i s većim vremenskim odmakom.

Literatura:

Akšamović, D. (2008). Pravni režim za koncentracije poduzetnika u pravu tržišnog natjecanja EZ i Hrvatske s posebnim osvrtom na mjere restrukturiranja koncentracija i mjere praćenja ponašanja sudionika koncentracije. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 29 (2), 1033-1066.

Alexander, N., Quinn, B. (2002). International Retail Divestment, *International Journal of Retail and Distribution Management*, 30 (2), 112-125.

Balcaen S., Buyze, J., Ooghe, H. (2009). Financial distress and firm exit: determinations of involuntary exit, voluntary likvidations and restructuring exits, Working paper, Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde

¹² <http://www.poslovni.hr/hrvatska/u-plivi-790-otkaza-otpremne-i-do-2-mil-kuna-108115>

Bailey, D., de Ruyter, A. (2012). Re-examining the BMW-Rover affair: a case study of corporate, strategic and government failure?, *International journal of automotive technology and management*, 12 (2), 117-136.

Baron, R. A. (2006). Opportunity recognition as pattern recognition: How entrepreneurs „connect the dots“ to identify new business opportunities, *The Academy of Management Perspectives*, 20 (1), 104-119.

Benito, G. R. G. (2005). Divestment and international business strategy, *Journal of Economic Geography*, 5, 235-251.

Biaxauli, J. S., Mónica-Milo, A. (2010), The bias of unhealthy SMEs in bankruptcy prediction models, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 17 (1), 60-77.

Bragger, J. D., Hantula, D. A., Bragger, D., Kirnan, J., Kutcher, E. (2003). When success breeds failure: history, hysteresis, and delayed exit decisions. *Journal of Applied Psychology*, 88 (1), 6.

Buchholtz, A. K., Lubatkin, M., O'Neill, H. M. (1999). Seller responsiveness to the need to divest, *Journal of Management*.

Bulgerman, A. (1996). A Process Model of Strategic Business Exit: Implications for an Evolutionary Perspective on Strategy, *Strategic Management Journal*, 17, 193-214.

Burt, S., Dawson, J., Sparks, L. (2004). The International Divestment Activities of European Grocery Retailers, *European Management Journal*, 22 (5), 483-492.

Byerly, R.T., Ruyter, A. (2012). Globalisation as a driver of employment precariousness? The labour market status of UK auto workers four years after plant closure, *Work Organisation, Labour & Globalisation*, 6 (2), 153-167.

Byerly, R. T., Lamont, B. T., Keasler, T. (2003). Business portfolio restructuring, prior diversification posture and investor reactions, *Managerial and Decision Economics*, 535-548.

Choi, Y. R., Shepherd, D. A. (2004). Entrepreneurs' decisions to exploit opportunities. *Journal of management*, 30 (3), 377-395.

Decker, C., Mellewigt, T. (2007). Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit? Decker, C., Mellewigt, T. (2007). *The drivers and implications of business divestiture: an application and extension of prior findings*, 2007, 054, SFB 649 discussion paper.

Decker, C., Bresser, R. K. F., Mellewigt, T. (2010). Strategic or status quo-preserving business exit: (how) do CEO turnover and succession matter?, *School of Business & Economics Discussion Paper: Economics*, 25.

Decker, C., Mellewigt, T. (2012). Business Exit and Strategic Change: Sticking to the Knitting or Striking a New Path? *British Journal of Management*, 23, 165-178.

DeTienne, D. R. (2010). Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development, *Jurnal of Business Venturing*, 25, 203-215.

DeTienne, D. R., Cardon, M. S. (2008). The Impact of New Venture Design on Entrepreneurial Exit, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 28 (1), 2.

DeTienne, D. R. Cardon, M. S. (2012). Impact of founder experience on exit intentions, *Small Business Economics*, 38, 351-374.

Dittmann, I., Maug, E. G., Schneider, C. (2004). How Preussag Became Tui: Kissing Too Many Toads Can Make You a Toad, *Financial Management*, 37 (3), 571-598.

Dranikoff, L., Koller, T., Schneider, A. (2002). Divestiture: Strategy's Missing Link (Digest Summary), *Harvard business review*, 80 (5), 75-83.

Filipović, N. (2004). *Strategic change management of medium-size companies: Insights from Slovenia and Croatia* (Doctoral dissertation, Bled).

Gotsopoulos, A. (2010). Fools Enter Late? Contagious Entry and Firm Survival in Emerging Industries., Boston University School of Management.

Hessels, J., Grilo, I., Thurik, R., Zwan, P. (2011). Entrepreneurial exit and entrepreneurial engagement, *Journal of Evolutionary Economics*, 21 (3), 447-471.

Kester, S. (2009). *Divestitures and their impact on the innovative capacity of firms* (Doctoral dissertation, Erasmus University).

Krajnović, A., Bučević, I., Bosna, J. (2006). Croatian Tobacco Industry Analysis with Special Emphasis on TDR Ltd., *Oeconomicus* 1 (3).

Lahovnik, M. (2004). The cornerstones of corporate strategies in Slovenia and Croatia (Research Note), *Journal for East European Management Studies*, 313-327.

Leroy, H., Meuleman, M. (2007). Drivers of exit processes: Differentiating between intentions and actions.

Leroy, H., Manigart, S., Meuleman, M., Collewaert, V. (2015). Understanding the continuation of firm activities when entrepreneurs exit their firms: Using Theory of Planned Behavior, *Journal of Small Business Management*, 53(2), 400-415.

Mao, R. (2014). The effects of core business divestments on innovations within the pharmaceutical industry: A public policy analysis (Doctoral dissertation, George Mason University).

Martos-Vila, M., Rhodes-Kropf, M., Harford, J. (2014). Financial vs. Strategic Buyers Working Paper 12-098, April 9, Harvard Business School.

Obadić, A., Globan, T. (2014). Determinante i potencijali trgovine na malo u malom otvorenom gospodarstvu – primjer Hrvatske, *EFZG Occasional Publications (Department of Macroeconomics)*, 1, 269-287.

Palmer, M. (2004). International Retail Restructuring and Divestment: The Experience of Tesco, *Journal of Marketing Management*, 20, 1075-1105.

Pervan, M., Višić, J., Barnjak, K. (2015). The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia, *Procedia Economics and Finance*, 23, 1451-1456.

Salvato, C., Chirico, F., Sharma, P. (2010). A farewell to the business: Championing exit and continuity in entrepreneurial family firms, *Entrepreneurship & Regional Development, An International Journal*, 22 (3-4).

Sewing, J. H. (2010). Corporate Divestiture Management, Organizational Techniques for Proactive Divestiture Decision-Making, Gabler, 1st Edition.

Sheppard, J. P., Chowdhury, S. D. (2005). Riding the wrong wave: Organizational failure as a turnaround, *Long Range Planning*, 38, 239-260.

Short, J. C., Ketchen Jr., D. J., Shook, C. L., Ireland, R. D. (2010). The concept of „opportunity“ in entrepreneurship research: Past accomplishments and future challenges, *Journal of Management*, 36 (1), 40-65.

Soloma, A. (2014). Exit strategies for private equity portfolio companies in the markets of Central and Eastern Europe. The case of Poland, In *Conference Proceedings of the 8th International Days of Statistics and Economics, Prague*.

Suarez, F. F., Grodal, S., Gotsopoulos, A. (2015). Perfect timing? Dominant category, dominant design, and the window of opportunity for firm entry, *Strategic Management Journal*, 36 (3), 437-448.

Sun, M. (2012). Impact of Divestiture Activities on Corporate Performance: Evidence from Listed Firms in Taiwan, *The International Journal of Business and Finance Research*, 6 (2).

Šakić Bobić, B., Grgić, Z., Njavro, M. (2009). Djelovanje politike EU-a na mljekarstvo u Republici Hrvatskoj, *Mljekarstvo*, 59 (2), 125-132.

Tipurić, D., Hruka, D., Mein, M. (2008). Market for corporate control, an external mechanism of corporate governance case study of Pliva's takeover, *International journal of management cases*, 10 (2), 43-51.

Vidal, E., Mitchell, W. (2015) Out with the Old, In with the New?: The Impact of Divestitures on Firm Performance, *Academy of Management Proceedings*, 2015 (1), 13082-13082.

Villalonga, B. (2004). Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series, *The Journal of Finance*, 59 (2), 479-506.

Vretenar, N. (2011). M&As in Croatia – Operating Performance Of Publicly Listed Firms Following Takeover.

Wennberg, K. Wiklund, J., DeTienne, D. R., Cardon, M. S. (2010). Reconceptualizing entrepreneurial exit: divergent exit routes and their drivers, *Jurnal of Business Venturing* 25, 361-375.

Wood, A. (2009). Capacity Rationalization and Exit Strategies, *Strategic Management Journal*, 30 (1), 25-44.

Internetski izvori:

Adris Grupa d.d., Konsolidirani financijski izvještaji 31. prosinca 2015. godine s izvještajem ovlaštenog revizora, www.adris.hr/file/503

Afenliev, V. (2007). Prezentacija s konferencije „Challenges in the European and Global Environment for the Generic Medicines Industry“ 13th EGA Annual Conference European Generic Medicine Association, Istanbul, 15th June 2007., http://www.ieis.org.tr/ieis/assets/media/images/toplanti/13yil/sunumlar/V_Afenliev.pdf

Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja Prikaz stanja na tržištu mlijeka i mliječnih proizvoda u Republici Hrvatskoj u 2010., http://www.aztn.hr/uploads/documents/istrazivanje_trzista

Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja. Prikaz stanja na tržištu distributivne trgovine mješovitim robom, pretežno hranom, pićima i higijenskim proizvodima za domaćinstvo u Republici Hrvatskoj u 2010. https://www.aztn.hr/ea/wp-content/uploads/2016/10/istrazivanje_trzista_2010.pdf

Thompson Financial Divestiture M&A news, 2015, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xa/Documents/corporate-finance/us-dcf-divestiture-m-and-a-trends.pdf>