

ZAJEDNIČKO VLASNIŠTVO I HORIZONTALNO DIONIČARSTVO KROZ PRIZMU POLJOPRIVREDNOG I PREHRAMBENOG LANCA VRIJEDNOSTI

Sokolic, Danijela

Source / Izvornik: **Poljoprivreda u perspektivi održivosti, 2025, 99 - 122**

Book chapter / Poglavlje u knjizi

Publication status / Verzija rada: **Published version / Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:192:610428>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International](#)/[Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-12**



Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of
Economics and Business - FECRI Repository](#)



ZAJEDNIČKO VLASNIŠTVO I HORIZONTALNO DIONIČARSTVO KROZ PRIZMU POLJOPRIVREDNOG I PREHRAMBENOG LANCA VRIJEDNOSTI



Danijela Sokolić *

SAŽETAK

Suvremena poljoprivredna i prehrambena industrija karakterizirana je visokim stupnjem konsolidacije i koncentracije vlasništva. Uz vertikalna udruživanja s prethodnicima ili sljedbenicima u vrijednosnom lancu radi osiguranja inputa, tržišta ili ključnih resursa, česte su horizontalne integracije, bilo izravne kroz spajanja poduzeća, ili one koje imaju za cilj okrupnjavanja unutar velikih multinacionalnih korporacija (MNC). Sve je više prisutan oblik horizontalne koncentracije vlasništva posredstvom ulaganja treće nepovezane strane, institucionalnog investitora u više poduzeća u istoj industriji (horizontalno dioničarstvo, engl. *horizontal shareholding*). Ulaganje trećih strana u konkurentska poduzeća koja se nadmeću u istoj industriji, odnosno tzv. zajedničko vlasništvo (engl. *common ownership*), značajno je potaknuto investicijskim aktivnostima velikih kompanija za upravljanje imovinom i globalnih investicijskih fondova. Istraživačko pitanje usmjereno je na motive i implikacije takvih vlasničkih struktura na strateško ponašanje poduzeća. Istraženi su trendovi i tržišne dinamike, održivost i efekti zajedničkog vlasništva na ekonomiju i društvo. Efekti horizontalnog dioničarstva i zajedničkog vlasništva istraženi su na industrijama duž poljoprivrednog i prehrambenog vrijednosnog lanca. Rezultati istraživanja ukazuju na to da postoje ekonomski interesi velikih investicijskih fondova za sektor poljoprivrede i prehrambenu industriju. Interes institucionalnih investitora dovodi do opsežne konsolidacije i tržišne moći u rukama nekoliko velikih korporacija, što posljedično donosi cijeli niz negativnih posljedica za ekonomiju i društvo, od rasta cijena, povećanja nejednakosti do antimonopolskih praksi.

Ključne riječi: *horizontalno dioničarstvo, zajedničko vlasništvo, investicijski fondovi, poljoprivredna i prehrambena industrija, korporativno upravljanje*

UVOD

Teorijski koncept moderne korporacije zagovara kontinuitet poslovanja korporacije neovisno o promjenama o vlasništvu. Ta teza ne podrazumijeva razvojni kontinuitet u smislu poslovnih ciljeva s obzirom na to da će različiti tipovi vlasnika imati različite interese. Nadalje, razvojem moderne korporacije odvojilo se vlasništvo od upravljanja, a upravljanje od kontrole (Berle and Means 1932). To je s jedne strane omogućilo angažiranje profesionalnog menadžmenta koji je često daleko bolje informiran o zbivanjima u industriji i upućen u trendove u industriji, ekonomiji i

* danijela.sokolic@efri.uniri.hr, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet

Sokolić, D. (2025). Zajedničko vlasništvo i horizontalno dioničarstvo kroz prizmu poljoprivrednog i prehrambenog lanca vrijednosti, u Katunar, J., Vrenetar, N., Jardas Antonić, J. (ur.), Poljoprivreda u perspektivi održivosti, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, Rijeka.

poslovanju. S druge strane, to je omogućilo vlasnicima (dioničarima) izbor razine involviranosti u poslovanje korporacije, kao i razine informiranosti, odnosno stupnja angažiranosti vezanog uz upravljanje imovinom u svom vlasništvu. Interesi vlasnika i menadžera u modernim korporacijama najčešće divergiraju, što može dovesti do sukoba interesa u odlukama vezanima uza stratešku orijentaciju poduzeća (Jensen and Meckling 1976). Interesi vlasnika određuju stupanj i intenzitet njihove uključenosti u poslovanje korporacije. Stupanj i intenzitet uključenosti vlasnika u poslovanje korporacije bit će odraženi u strateškom smjeru razvoja korporacije.

Kategorije vlasnika udjela u korporacijama variraju od fizičkih do pravnih osoba, od privatnog do javnoga kapitala, od pojedinačnih investitora do institucionalnih investitora itd., a s kategorijom variraju i njihovi interesi. Ovisno o tijekovima slobodnog novca, snaga pojedinih kategorija vlasnika mjerena njihovim utjecajem na tržištu kapitala neprekidno se mijenja.

S obzirom na izvore novca, odnosno potrebe različitih kategorija ulagača, tržišta kapitala također su u neprekidnom razvoju. Globalizacija i koncentracija vlasništva u posljednjih nekoliko desetljeća praćeni su intenzivnim naporima na području regulacije tržišta i zaštite tržišnog natjecanja. Povećanjem angažmana institucionalnih investitora na tržištima kapitala, otvorile su se nove situacije u praksi i nova područja promišljanja koja zahtijevaju pozornost akademske zajednice i regulatora. Korporativno upravljanje počelo se razvijati upravo na inzistiranje velikih institucijskih ulagača koji su zahtijevali transparentno upravljanje korporacijama radi zaštite vlastitih interesa i interesa svojih komitenata, poticanja tržišne konkurencije i smanjenja rizika ulaganja. Međutim, ako isti investitori ulažu u konkurentna poduzeća, ekonomska logika tih investitora mijenja se vezano uz važnost tržišnog nadmetanja poduzeća u kojima imaju vlasništvo. Cilj je ovog rada analizirati trendove u dinamici vlasništva i tijekove kapitala na primjeru poljoprivredne i prehrambene industriji te otvoriti raspravu o motivima institucionalnih investitora pri ulaganju u konkurentna poduzeća, kao i mogućim implikacijama koje će određena ulagačka logika i ponašanje vlasnika imati na kretanja i odnose u industriji.

Rad se sastoji od tri ključna dijela. U sljedećem dijelu rada definirat će se pojmovi zajedničkog vlasništva i horizontalnog dioničarstva te će se odrediti polje njihova preklapanja pod pretpostavkom da će takvo zajedničko vlasništvo u konkurentskim poduzećima imati efekte na ponašanje njihovih dioničara i menadžera, odnosno strateško djelovanje tih poduzeća na tržištu. U nastavku će se analizirati trendovi u poljoprivrednoj i prehrambenoj industriji s aspekta vlasništva i strukture odnosa kao posljedice dinamika vezanih uz vlasništvo. U posljednjem dijelu rada povest će se rasprava o implikacijama, ponajprije u smislu ekonomske teorije i prakse, koje bi trendovi u vlasničkim povezivanjima u poljoprivrednoj i prehrambenoj industriji mogli imati na tržište, kao i o potrebi intervencije u smislu regulacije tržišta i zaštite potrošača.

TEORIJSKE ODREDNICE ZAJEDNIČKOG VLASNIŠTVA I HORIZONTALNOG DIONIČARSTVA

Zajedničko vlasništvo (engl. *common ownership*) može se definirati na više načina. U određenom je smislu zajedničko vlasništvo oblik vlasništva više pravnih ili fizičkih osoba nad nekom organizacijom (ili općenito nekom imovinom), pri čemu su udjeli u vlasništvu određivi, ali u pravilu nedjeljivi (tzv. idealni, odnosno u udjelima). Nadalje, u širem smislu ono predstavlja držanje imovine (osobe, organizacije ili zajednice) nedjeljivom umjesto na ime pojedinačnih članova ili grupa članova. Također, u ekonomskoj teoriji zajedničko vlasništvo predstavlja situaciju u kojoj je više korporacija, odnosno općenito organizacija, u vlasništvu jedne osobe ili jedne organizacije.

Nadalje, prema suvremenoj teoriji portfelja kao financijskom pristupu usmjerenom na minimiziranje rizika ulaganja i maksimiziranje povrata na ulaganje kroz kombiniranje imovine i različitih rizika u diverzificirani portfelj, zajedničko vlasništvo odnosi se na strategije ulaganja prema kojima je oportuno diferzificirati portfelj kroz ulaganje u kapital različitih korporacija, uključujući u poduzeća koja konkuriraju unutar iste industrije (Dallas 2018).

Zajedničko dioničarstvo (engl. *common shareholding*) postoji kad se vodeći dioničari u više korporacija preklapaju. Dodatno, kad su korporacije u zajedničkom vlasništvu ujedno konkurenti na istom tržištu proizvoda (u tzv. horizontalnoj poziciji u vrijednosnom lancu jedna naspram druge), takvo zajedničko vlasništvo između (horizontalnih) konkurenata poznato je kao horizontalno dioničarstvo (engl. *horizontal shareholding*).

Zajedničko vlasništvo i horizontalno dioničarstvo mogu imati različite modalitete. Ako zajedničko vlasništvo kontroliraju obje konkurentske tvrtke, takvo horizontalno vlasništvo tretira se kao klasično spajanje (engl. *merger*) (Vretenar i suradnici 2017). Takvo vlasništvo razlikovat će se po motivima i implikacijama za poduzeće i tržište od unakrsnog vlasništva (engl. *cross-ownership*) u kojem poduzeće izravno ulaže u jedno ili više poduzeća s kojima posluje, odnosno s kojima ima povezane interese ili poslovne ciljeve. Kad neka korporacija ima vlasništvo u dvjema tvrtkama koje se međusobno natječu na istom tržištu, tada se zajedničko vlasništvo nad poduzećima u industriji naziva i horizontalnim dioničarstvom (engl. *horizontal shareholding*). Za razliku od unakrsnog vlasništva i spajanja u kojima uključeni vlasnici imaju velik utjecaj na upravljanje i poslovne strategije u poduzećima čije dionice posjeduju, horizontalno dioničarstvo u kontekstu diverzifikacije ulagačkog portfelja može uključivati razine utjecaja koje su ispod apsolutne kontrole. Dakle, točni učinci zajedničkog dioničarstva varirat će ovisno o tome koje interese i koliki utjecaj zajednički dioničari imaju na korporacije.

Poddomenu zajedničkog vlasništva čine i pojmovi međuindustrijsko i unutarindustrijsko zajedničko vlasništvo. Unutarindustrijsko vlasništvo podudarno je pojmu horizontalnog vlasništva i označava vlasništvo nad horizontalno pozicioniranim poduzećima u industriji. Međuindustrijsko vlasništvo može se podudarati s ostalim pojmovima u domeni zajedničkog vlasništva, kao što je

unakrsno vlasništvo, ovisno o motivima vlasnika i implikacijama za poduzeće u vlasništvu.

Vlasnici kapitala mogu pomoći u poboljšanju uspješnosti poduzeća. Vlasnici mogu upravljati aktivnim uključivanjem u donošenje odluka, pružanjem boljih smjernica i/ili specijaliziranog znanja o sektoru u kojem poduzeće posluje, povezivanjem i širenjem mreže kontakata, usmjeravanjem poduzeća prema novim menadžerskim tehnikama i olakšavanjem pristupa dodatnim sredstvima (Hirschman 1980; Hansen i Hill 1991; McCahery i suradnici 2016; Vretenar i suradnici 2024).

Zajedničko (horizontalno) vlasništvo ubrzano se razvija s porastom institucionalnih investitora (Dallas 2018). Poslovni model institucionalnih vlasnika razlikuje se od modela korporativnih ili pojedinačnih ulagača u dva glavna područja: vremenski horizont ulaganja i stil ulaganja.

Vremenski horizont ulaganja dioničara može utjecati na strateška opredjeljenja kompanije, uključujući ulaganja u razvoj i inovacije. Dugoročno orijentirani vlasnici mogli bi više podržati ulaganja u inovativne aktivnosti i projekte koji zahtijevaju ljudski kapital, za čije je dobrobiti potrebno vrijeme da se materijaliziraju. U prosjeku je obrt portfelja obično veći za institucionalne vlasnike nego za korporativne vlasnike, stoga bi porast institucionalnih ulagača s kraćim vremenom ulaganja mogao dovesti do manjeg fokusa na dugoročne rezultate (Mace 2023.).

Sve veće oslanjanje na pasivne stilove ulaganja, a time i preuzimanje manjeg obujma upravljačke odgovornosti, ima efekta na produktivnost poduzeća. Drugim riječima, pasivno ulaganje može biti povezano s nižim nadzorom i time potencijalno povećanjem agencijskih troškova (Bebchuk i suradnici 2017). Važno je da je pasivni stil ulaganja često rezultat sklonosti institucionalnih ulagača diverzificiranom portfelju. Dok relativno manji dionički udio u mnogim poduzećima može smanjiti kapacitet i spremnost ulagača da se uključe u upravljačke odluke poduzeća i/ili povećati njihovo oslanjanje na glasovanje putem opunomoćenika (McNulty i Nordberg 2016), prisutnost u više kompanija može nadomjestiti manjak moći koja proizlazi iz relativno malih tržišnih udjela. Naime, veliki i diverzificirani ulagači mogu imati snažan utjecaj i ključnu ulogu u odlukama tvrtki zbog njihove umreženosti, piramidalnih odnosa i relevantnosti za tržište (Bebchuk i Hirst 2022).

Ekonomska teorija prepoznaje dileme kod zajedničkog dioničarstva te osobito horizontalnog dioničarstva. Horizontalno dioničarstvo (engl. *horizontal shareholding*) kao strategija sukladno kojoj treće poduzeće iz nekoga drugog sektora (najčešće institucionalni ulagači) investira u više od jedne tvrtke koja se natječu u istom sektoru (Elhauge i suradnici 2021) može promijeniti jednostrane poticaje tvrtki da se međusobno natječu i/ili potaknuti razmjenu informacija koja pogoršava ili olakšava oligopolističku koordinaciju među njima.

Naime, bez obzira na to kolik je utjecaj dioničara na korporativno ponašanje, vlasništvo u više od jedne korporacije prouzročit će istovremeno uzimanje u obzir interesa svih zajedničkih korporacija. Isto tako, pojedinačno korporacije prilagođavat će svoje strateško ponašanje drugim vlasnički povezanim korporacijama više nego što bi to učinile da je vlasništvo potpuno odvojeno. To se

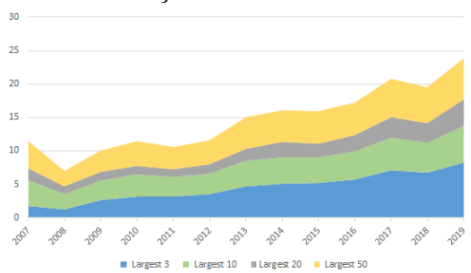
razlikuje od tradicionalnoga ekonomskog modela u kojem je cilj svake korporacije maksimiziranje vlastite dobiti. Kod zajedničkog vlasništva maksimiziranje profita pojedinačne korporacije može biti ugroženo činjenicom da je korporacija pod utjecajem zajedničkih dioničara koji su također zainteresirani za profite drugih korporacija u istom portfelju (Elhauge 2017). Kad su korporacije u zajedničkom vlasništvu horizontalni konkurenti na istom tržištu proizvoda, ovo povećano zanimanje za profite konkurenata prirodno će smanjiti interese ulagača za pritiske na upravljačke strukture pruživši menadžmentu tih kompanija platformu za zadržavanje udobnih pozicija i smanjivanje konkurentskih tenzija (Azar i suradnici 2018; Bebchuk i Hirst 2019).

Institucionalnim ulagačima, odnosno investicijskim fondovima, osiguranjima, mirovinskim fondovima i fondovima za upravljanje imovinom (koji su ujedno vlasnici imovine i upravitelji imovinom), ulaganje u konkurentska poduzeća omogućava diversifikaciju investicijskih pozicija i smanjenje rizika ulaganja povezanih s određenom kompanijom (smanjuje tzv. *company-specific unsystematic risk*). Međutim, takva praksa može imati i negativne implikacije na tržište i tržišno natjecanje.

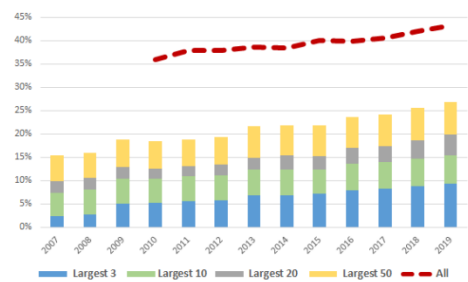
EFEKTI TRENDOVA NA TRŽIŠTU KAPITALA NA STRUKTURU GLOBALNOGA POLJOPRIVREDNOG I PREHRAMBENOG LANCA VRIJEDNOSTI

Financijska tržišta prošla su kroz značajne transformacije u posljednjih nekoliko desetljeća. Važnost institucionalnih ulagača neprestano se povećavala tijekom vremena, kako u smislu vrijednosti imovine kojom upravljaju tako i udjela tržišne kapitalizacije dionica koju drže. Prema nedavnoj analizi OECD-a (Medina i suradnici 2022), globalna imovina kojom upravlja 50 najvećih institucionalnih investitora dosegla je 24 trilijuna USD-a u 2019., što je dvostruko povećanje u usporedbi s 2007. (Grafikon 1A, lijevo), a tržišna kapitalizacija tih ulagača povećala se za oko 70 % u istom razdoblju (Grafikon 1B, desno).

A) Imovina pod upravljanjem institucijskih investitora (trilijuni USD-a 2020)



B) Udio institucionalnih investitora u tržišnoj kapitalizaciji

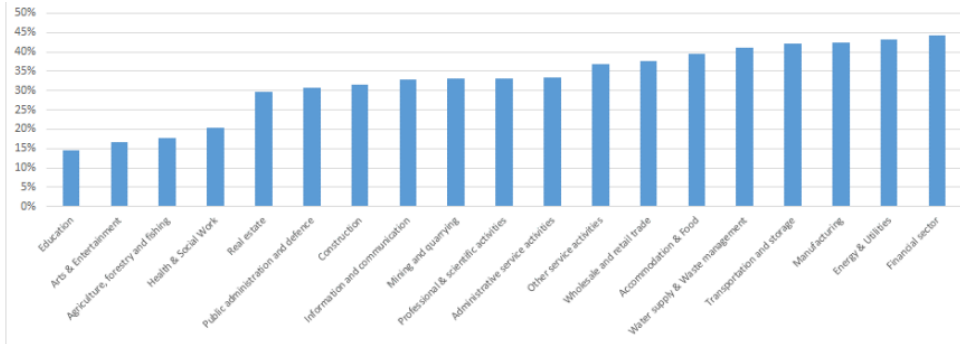


Grafikon 1. Imovina pod upravljanjem institucijskih investitora

Izvor: 5. Medina, A.; De La Cruz, A. and Tang, Y. (2022). „Corporate ownership and concentration”. OECD Corporate Governance Working Papers. Dostupno na https://www.oecd.org/en/publications/corporate-ownership-and-concentration_bc3adca3-en.html#f (posjećeno 15.7.2024.)

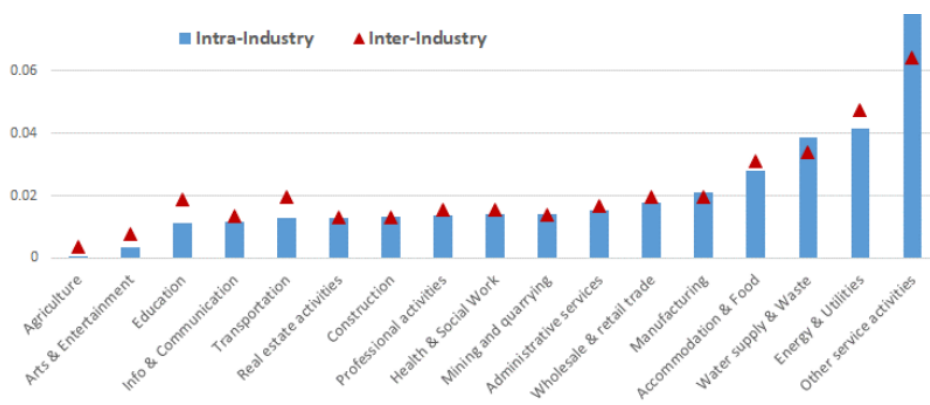
Sveukupno su institucionalni vlasnici činili približno 43 % globalne tržišne kapitalizacije 2019. (Slika 1B, isprekidana linija), što je relevantan postotak u usporedbi s 11 % koliko drže korporacije, 10 % javni sektor, 9 % strateški pojedinci i 27 % razni drugi subjekti u 2020. (npr. izravni mali ulagači, institucionalni udjeli koji su ispod pragova za objavljivanje itd.) (Bas i suradnici 2023).

Dominacija institucionalnih ulagača na tržištima kapitala za sobom nosi promjene u strateškom ponašanju poduzeća. Institucijski investitori, osobito indeksirani fondovi, koriste se strategijama pasivnog upravljanja portfeljem, odnosno umjesto aktivnog angažmana u upravljanju korporacijama minimalne troškove ulaganja postižu ulaganjem na temelju tržišnih indeksa kao što su S&P 500 ili MSCI Global Indeks. Kako bi izbjegli rizik specifičan za određeno poduzeće, istovremeno ulažu u više poduzeća u industriji (tzv. strategija ulaganja u industriju), pri čemu povećavaju udio zajedničkog dioničarstva među konkurentskim tvrtkama, odnosno pridonose povećanju horizontalnog dioničarstva. Prema Bass i suradnicima (2023), pomak prema pasivnom upravljanju dogodio se iz triju glavnih razloga. Prvo, mirovinska imovina značajno je porasla na tržištima, povećavajući potražnju za raznolikim i dugoročno orijentiranim portfeljima koji ne zahtijevaju vrlo aktivno upravljanje. Drugo, uvođenje indeksnih fondova, kao i fondova kojima se trguje na burzi (ETF-ovi), pružilo je praktične opcije za ulagače koji žele po niskoj cijeni smanjiti izloženost riziku specifičnom za određeno poduzeće. Treće, prisutne su debate u akademskom svijetu o sposobnosti aktivnog upravljanja fondom za nadmašivanje odgovarajućega pasivnog referentnog sredstva ulaganja (Fama i French 2010; Jurek i Stafford 2011). Zbog navedenih razloga ulaganje je sve više privlačno za institucionalne ulagače. Prema Izvješću Investment Company Institutea (2021), iznos imovine kojom se upravlja putem pasivnih indeksnih fondova i ETF-ova dosegao je oko 48 % ukupnih vlasničkih ulaganja putem fondova u 2020.



Grafikon 2. Udio institucijskih investitora u vlasništvu prema tržišnoj kapitalizaciji prema sektoru (prosjeak 2010. – 2019.)

Izvor: Bas, M.; Demmou, L.; Franco, G. and Garcia-Bernardo, J. (2023). Institutional Shareholding, Common Ownership And Productivity: A Cross-Country Analysis. Economics Department Working Papers No. 1769. ECO/WKP(2023)23. OECD. prema OECD kalkulacijama na temelju Orbis® podataka [S povećanjem pasivnih \(ili općenito, indeksnih\) ulaganja povezan je porast opsega zajedničkog vlasništva, tj. tendencija institucionalnih ulagača da posjeduju značajne udjele u brojnim različitim tvrtkama, bilo unutar industrije \(unutarindustrijsko zajedničko vlasništvo\) ili među industrijama \(međuindustrijsko zajedničko vlasništvo\). Visoke vrijednosti prosječnih kombiniranih udjela najvećih institucionalnih ulagača na razini poduzeća prvi su pokazatelj ovog trenda. Grafikon 2 pokazuje prisutnost institucionalnih ulagača po sektorima. Visok udio institucionalnih investitora u vlasništvu korporacija prisutan je kroz veći dio vrijednosnog lanca u prehrambenoj industriji. Iako grafikon prikazuje udjele po sektorima, pri čemu je udio u vlasništvu korporacija u sektoru Smještaja i hrane izrazito visok i iznosi oko 39 % mjereno ukupnom tržišnom kapitalizacijom \(prosjeak 2010. do 2019. godine\), i u ostalim sektorima u poljoprivrednom i prehrambenom lancu vrijednosti udjela investicijskih fondova u vlasništvu nad korporacijama značajni: Energija i usluge 43%, Transport i skladištenje 42 %, Voda i otpad 41 %, Veleprodaja i maloprodaja 37 % pa do Poljoprivrede, šumarstva i ribarstva 17 %.](https://one.oecd.org/document/ECO/WKP(2023)23/en/pdf posjećeno 20.9.2024.</p>
</div>
<div data-bbox=)



Grafikon 3. Prosječni udio zajedničkog vlasništva tri najveća investicijska fonda prema industrijama od 2010. do 2019. (BlackRock, Vanguard i State Street)

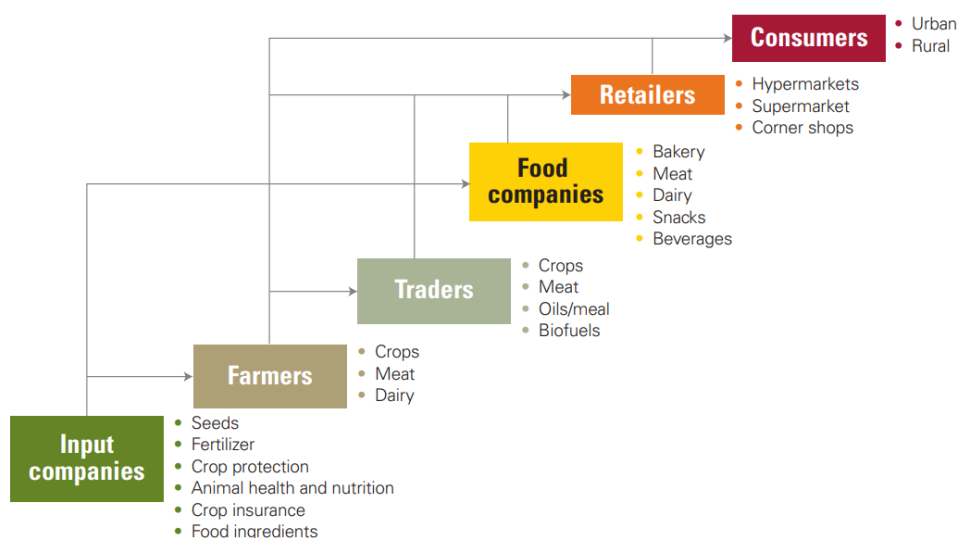
Izvor: Bas, M.; Demmou, L.; Franco, G. and Garcia-Bernardo, J. (2023). Institutional Shareholding, Common Ownership And Productivity: A Cross-Country Analysis. Economics Department Working Papers No. 1769. ECO/WKP(2023)23. OECD, prema OECD kalkulacijama na temelju Orbis® podataka. Dostupno na:

[https://one.oecd.org/document/ECO/WKP\(2023\)23/en/pdf posjećeno 20.9.2024.](https://one.oecd.org/document/ECO/WKP(2023)23/en/pdf_posjećeno%2020.9.2024.)

Koncentracija kapitala u rukama investicijskih ulagača razlikuje se po regijama. Prednjače gospodarstva s razvijenim tržištima kapitala, poput Sjedinjenih Američkih Država i Velike Britanije. Najveći su institucionalni investitori američki investicijski fondovi BlackRock Inc, Vanguard Group i State Street Global Advisors, koji su odgovorni za upravljanje s prosječno 25 % glasačkih prava na američkom tržištu kapitala (Bebchuk i Hirst 2019), odnosno oko 23 % kotiranog kapitala u svakoj tvrtki na velikim tržištima kao što su Sjedinjene Države i Ujedinjeno Kraljevstvo (Medina i suradnici 2022) te imaju prisutnost u 88 % S&P 500 kompanija s kombiniranim zajedničkim ukupno najvećim vlasničkim udjelom u S&P 500 kompanijama (Fichtner i suradnici 2017). U prosjeku su između 2010. i 2019. ta tri fonda kontrolirala 9 % vlasništva unutar svake industrije (Bas i suradnici 2023), s tim da su ostvarili koncentraciju vlasništva od oko 3 % u konkurentskim korporacijama u sektoru Smještaja i hrane (unutarindustrijsko vlasništvo), te dodatnih 3,5 % u sektorima povezanim s navedenim sektorom (međuindustrijsko vlasništvo). Što se tiče unutarindustrijskoga zajedničkog dioničarstva, visoke udjele su ta tri fonda (engl. *Big 3*) ostvarila i u sektoru Ostalih usluga (8 %), sektoru Energije i usluga više od 4 %, sektoru Vode i otpada oko 4 %, te sektoru Veleprodaje i maloprodaje gotovo 2 % (Bas i suradnici 2023), a svi ti sektori sudjeluju u lancu vrijednosti korporacija u poljoprivrednoj i/ili prehrambenoj djelatnosti.

Trend rasta globalne populacije, općenito veće ekonomsko blagostanje te usto rast prosperiteta na tržištima u razvoju znači da će potražnja za hranom rasti u nadolazećim godinama, što predstavlja dobru osnovicu, kako za pronalaženje aktivne pozicije u poljoprivredno-prehrambenom lancu kroz ulaganje u širenje proizvodnje, razvoj proizvoda i pružanje usluga tako i za pasivne investicije institucionalnih investitora u rastuće industrije u domeni osnovnih ljudskih potreba.

Globalni poljoprivredni sektor procijenjen je na približno 5 trilijuna USD-a u 2018. godini (Van Nieuwkoop 2019). Procijenjena komponenta dodane vrijednosti u poljoprivredi iznosi oko 3,2 trilijuna USD-a (World Bank 2019), a prema procjenama, dodana vrijednost u prehrambenom sektoru (proizvodnja i usluge) multiplicira poljoprivrednu proizvodnju za dodatnih dva do pet puta, ovisno o razvijenosti gospodarstva.¹ Tako je u nedostatku podataka globalni prehrambeni sustav procijenjen na približno 8 trilijuna USD-a u 2018. godini (Van Nieuwkoop 2019), što je otprilike 10 % globalne ekonomije vrijedne oko 80 trilijuna dolara. Vrijednost poduzeća unutar globalnoga prehrambenog sustava procijenjena je na oko 14 trilijuna USD-a, što je ekvivalentno 16 – 20 % globalnog BDP-a (Planet Tracker 2023). Važno je napomenuti da je oko 400 000 tvrtki izravno povezano s proizvodnjom hrane, iako su točni podaci o malim poljoprivrednicima i ribarima oskudni (Planet Tracker 2023).



Grafikon 4. Poljoprivredni i prehrambeni lanac vrijednosti

Izvor: KPMG International, dostupno na

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2013/06/agricultural-and-food-value-chain-v2.pdf>, posjećeno 12.6.2024.

Tržište *inputa* izrazito je koncentrirano. Globalna tržišna koncentracija u agrokemikalijama i sjemenu iznosi iznad 65 %, odnosno 53 %. Tržištem agrokemikalija snažno dominira nekoliko velikih kompanija.

¹ Omjer vrijednosti primarne poljoprivredne proizvodnje u konačnom proizvodu ovisi o razvijenosti gospodarstva. Za svaki dolar koji američki potrošač potroši na hranu, samo 11 centi otpada na gospodarsku aktivnost na farmama, dok se ostatak distribuira na brojne aktivnosti povezane s transformacijom, dostavom ili pripremom hrane. Slično, u Velikoj Britaniji poljoprivreda čini samo deset posto vrijednosti poljoprivredno-prehrambenog sustava. Ovaj omjer vrijednosti nakon farme i farme u poljoprivredno-prehrambenom lancu mnogo je niži u zemljama u razvoju.

Tvrtka	Prodaja, 2018. (milijuni US)	% tržišni udio	Sjedište
ChemChina (uključuje Syngenta i Adama)	14 030	24,3	Kina
Bayer Crop Science (uključuje Monsanto)	10 617	18,4	Njemačka
BASF	6 916	12,0	Njemačka
Corteva Agriscience (bivši DowDuPont)	6 445	11,1	SAD
Top 4	38 008	65,8 %	
FMC	4 285	7,4	SAD
UPL	2 741	4,8	Indija
Top 6	45 034	78 %	
Total World	57 561		

Tablica 1. Tržište *inputa* – agrokemikalije (2018)

Izvor: Shand H. and Wetter, K.J. (2019). Plate-Tech-tonics: Mapping Corporate Power in Big Food - Corporate concentration by sector and industry rankings by 2018 revenue. ECT Group. Dostupno na https://www.ectgroup.org/files/files/etc_platetechnics_a4_nov2019_web.pdf, posjećeno 22.8.2024.

Tablica 1 prikazuje najveće tržišne igrače na tržištu agrokemikalija i njihove globalne tržišne udjele. ChemChina (koja uključuje Syngentu i Adamu) kontrolirala je 24,3 % tržišta u 2018. godini. Slijedi Bayer Crop Science (18,4 %), BASF (12,0 %) i Corteva Agriscience (11,1 %). Ove četiri najveće kompanije zajedno su činile 65,8 % tržišta.

Tvrtka	Prodaja, 2018. (milijuni US)	% tržišni udio
Bayer Crop Science (uključuje Monsanto)	9 338	22,4
Corteva Agriscience (bivši Dow and DuPont)	8 008	19,2
ChemChina /Syngenta	3 004	7,2
Top 3		48,8 %
Vilmorin & Cie /Limagrain21	1 834	4,4
Top 4	22 185	53,2 %
BASF	354	0,8
Total World	41 670	

Tablica 2. Tržište *inputa* – proizvodnja sjemena (2018.)

Izvor: Shand H. and Wetter, K.J. (2019). Plate-Tech-tonics: Mapping Corporate Power in Big Food - Corporate concentration by sector and industry rankings by 2018 revenue. ECT Group. Dostupno na https://www.ectgroup.org/files/files/etc_platetechnics_a4_nov2019_web.pdf, posjećeno 22.8.2024.

U industriji sjemena, kao predstavniku industrije *inputa*, Bayer Crop Science, uključujući Monsanto, držao je 22,4 % tržišnog udjela u 2018., dok su Corteva Agriscience i ChemChina/Syngenta imali 19,2 % i 7,2 %, redom. Tri najveće

kompanije zajedno su kontrolirale gotovo polovinu (48,8 %) globalnog tržišta sjemena, a s četvrtim najvećim igračem Vilmorin & Cieom sa sjedištem u Francuskoj prešli su ukupno 53 % globalnoga tržišnog udjela. Samo za ilustraciju, Corteva i Bayer držali su 71,6 % ukupne prodaje sjemena kukuruza u SAD-u i 65,9 % ukupne prodaje sjemena soje u SAD-u u procjenama za 2018. – 2020. Kod pamuka je maloprodajna vrijednost sjemena porasla sa 611 milijuna dolara godišnje od 2000. do 2003. na 966 milijuna dolara godišnje od 2018. do 2020. (USDA Details Market Shares of Biggest Seed Industry Players 2023.).

Institucionalni investitor	Vrijednost imovine pod upravljanjem (trilijuni US 2019)	Sjedište
BlackRock	6,0	SAD
Vanguard Group	5,3	SAD
State Street Corp	2,5	SAD
Fidelity (bivši FMR)	2,4	SAD
Capital Group	1,9	SAD
Ukupna imovina	18,1	

Tablica 3. Vlasnički udjeli institucionalnih investitora u djelatnosti uzgoja i proizvodnje sjemena (2018.)

Izvor: Shand H. and Wetter, K.J. (2019). Plate-Tech-tonics: Mapping Corporate Power in Big Food - Corporate concentration by sector and industry rankings by 2018 revenue. ECT Group. Dostupno na https://www.ectgroup.org/files/files/etc_platetechnics_a4_nov2019_web.pdf, posjećeno 22.8.2024.

Dodatno, u vlasničkoj strukturi dominantnih tržišnih igrača u proizvodnji sjemena pojavljuju se isti institucionalni investitori (tzv. univerzalni vlasnici, odnosno indeksni investicijski fondovi, ponajprije BlackRock, Vanguard i State Street). Krajem 2016., prije sljedećega kruga megaudruživanja, pet najvećih svjetskih institucionalnih investitora posjedovalo je dionice svih pet najvećih svjetskih sjemenskih kompanija – Syngente, DuPonta, Dowa, Bayera i Monsanto. Razina kolektivnog vlasništva pet najvećih tvrtki za upravljanje kretala se od 12,4 % (Syngenta) do 32,7 % (DuPont) (Torshizi and Clapp 2019).

Djelatnost	ChemChina	Bayer	Corteva	BASF SE
Agrokemikalije i poljoprivreda	x	x	x	x
Prerađivanje kemikalija	x			x
Petrokemija	x		/	x
Guma i proizvodi od gume	x			
Farmakologija	x	x		
Zdravstvo	x	x	x	x
Inženjerstvo i građevina	x			x
Energija i prirodni resursi	x	x		x

Zaštita okoliša i čiste tehnologije	x	x		x
Biotehnologija		x	x	
Znanost o materijalima		x		x
Digitalna poljoprivreda	x	x	x	x
Automobilska industrija				x
Ambalaža				x
Elektronika				x

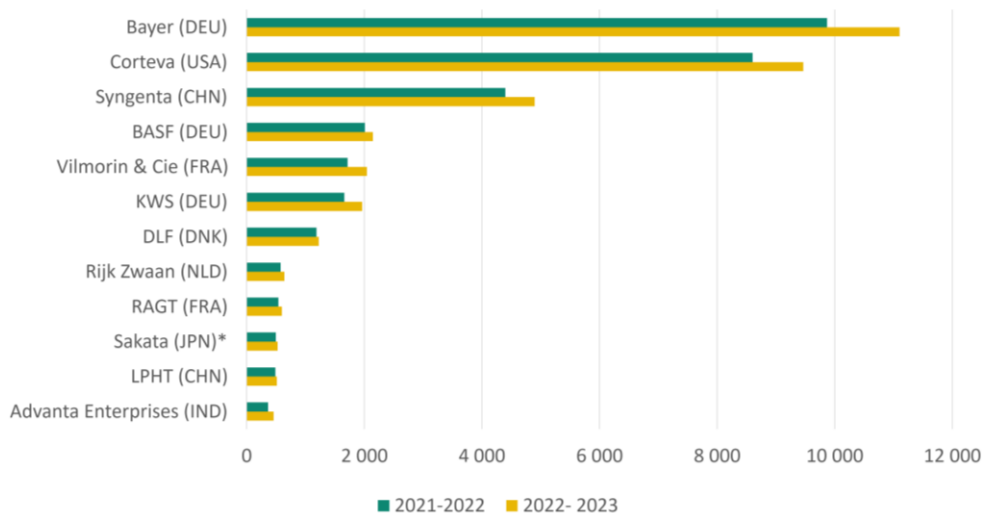
Tablica 4. Najveće korporacije na tržištu *inputa* – povezana i nepovezana diverzifikacija u druga tržišta

Izvor: vlastita obrada na temelju mrežnih izvora analiziranih kompanija

Razina vertikalne koncentracije također je visoka. Najveće kompanije u domeni proizvodnje *inputa* redom su aglomerati prisutni u mnogo povezanih industrija (Tablica 3). Diverzifikacija portfelja proizvoda omogućuje tehnološka prelijevanja i koordinaciju aktivnosti između industrija, kao izbjegavanje dupliranja marži i brže cikluse inovacija. Usto, trendovi ukazuju na to da tzv. Globalni jug (osobito Kina) ubrzano postaje pokretačka snaga u hiperkonsolidaciji diljem svijeta (npr. ChemChina, SinoChem, JBS, WH Group, COFCO, Mahindra, Wilmar). Osim toga, globalizacija je u svim sektorima, pa tako i duž poljoprivredno-prehrambenog lanca, intenzivirala razinu vlasničkih spajanja (Tablica 4). Vlasnička okrupnjavanja prisutna su u djelatnostima uzgoja i proizvodnje sjemena, agrokemikalija, sintetičkih gnojiva, strojeva za Big Ag, animalne farmacije, genetike stoke, veleprodaje, prerađivanja hrane, mesne industrije, maloprodaje mješovitom robom i AgTecha.

Ova razina koncentracije vlasništva, dodatno pojačana horizontalnim udjelima institucionalnih investitora, povezuje se sa značajnim povećanjem cijena. Procjenjuje se da je vlasništvo upravljačkih tvrtki nad konkurentima bilo odgovorno za približno 28 % povećanja cijena sjemena za soju, kukuruz i pamuk u SAD-u između 1997. i 2017. godine (Torshizi and Clapp 2021).

Zajedničko vlasništvo pridonosi koncentraciji informacija u velikim konglomeratima te potencijalno povećanju asimetrije informacija, a posljedično i neravnomjernom ekonomskom razvoju. Tvrtke se sve više okreću velikim podacima (osobito IoT) kako bi generirale nove izvore prihoda i povećale profit (u cijelomu prehrambenom lancu). Globalno tržište umjetne inteligencije isključivo za poljoprivredu iznosilo je 1544,6 milijuna USD-a 2022. i očekuje se da će dosegnuti vrijednost od 7887,6 milijuna USD-a do 2030., što je rast po prosječnoj godišnjoj stopi od 22,7 % (engl. *compound annual growth rate* – CAGR) između 2023. i 2030. (Zion Market Research 2018). Međusektorske tehnološke i ekonomske disrupcije uključuju ekspanzivne Big Data platforme, uređivanje genoma (tj. CRISPR Cas-9), implementaciju *blockchain* tehnologije i velik utjecaj institucionalnih investitora.



Grafikon 5. Najveće kompanije u proizvodnji sjemena (u milijunima USD-a)

Izvor: Uncovering the Top Seed Companies (2024), dostupno na

<https://www.doriane.com/blog/top-seed-companies>, posjećeno 11.5.2024.

Situacija u ostalim djelatnostima proizvodnje *inputa* slična je situaciji u industriji sjemena. Naime, u djelatnosti proizvodnje sintetičkih gnojiva globalno deset najvećih kompanija ostvaruje prodaju od 53,134 mil. USD-a u 2018. godini, odnosno drži više od 50 % tržišnog udjela (ukupna vrijednost tržišta procijenjena je na 104,900 mil. USD-a). U djelatnosti farmerske opreme globalno šest najvećih kompanija ostvaruje prodaju od 65,218 mil. USD-a u 2018. godini, odnosno drži oko 52 % tržišnog udjela (ukupna vrijednost tržišta procijenjena je na 126 mil. USD-a), dok u djelatnosti proizvodnje životinjskih farmakoproduzoda globalno četiri najveće kompanije ostvaruju prodaju od 19,554 mil. USD-a u 2018. godini, odnosno drži preko 58 % tržišnog udjela (ukupna vrijednost tržišta procijenjena je na 33,500 mil. USD-a). Potencijal za daljnji razvoj prepoznat je u domeni digitalnih tehnologija. Tablica 5 prezentira akvizicije uspješnih start up-ova koji razvijaju softverska rješenja za poljoprivredu, odnosno, u domeni proizvodnje *inputa*. Trend i sadržaj tih preuzimanja ukazuju na daljnji smjer razvoja industrije.

Preuzeto poduzeće	Sjedište preuzetog poduzeća	Preuzimatelj	Djelatnost	Godina	Vrijednost preuzimanja (mil \$)
Antelliq	France	Merck	Digitalno upravljanje životinjama	2018.	2400
The Climate Corporation	USA	Monsanto	Softver za upravljanje farmama	2013.	930
Agraquest	USA	Bayer	Biopesticidi	2012.	425
Blue River Technologies	USA	Deere and Company	Robotika i računalni vid	2017.	305
Granular	USA	DuPont	Softver za upravljanje farmama	2017.	300

Oxitec Ltd.	UK	Intrexon	Biopesticidi	2015.	160
Gavita Holland	Netherlands	Scott's Miracle Gro	Uzgoj u zatvorenom prostoru	2016.	136
Pasteuria Biosciences	USA	Syngenta	Biološki nematicicidi	2012.	113
Wolf Trax	USA	Compass Minerals	Mikroelementi gnojiva	2014.	85
Agribile. Inc.	USA	Nutrien Ltd.	Prediktivna analiza i softver za odlučivanje	2018.	63
640 Labs	USA	Climate Corporation	Analiza podataka i optimizacija	2014	N/A
Farmeron	Croatia	Virtue Nutrition	Softver za analizu performansi žive stoke	2016.	N/A
proPlant	Germany	Bayer	Softver za upravljanje farmama	2016.	N/A
Adapt-N	USA	Yara International	Softver za upravljanje dušikom	2017.	N/A
AgSolver	USA	EFC Systems	Planiranje i održivost u agronomiji	2017.	N/A
VitalFields	Estonia	Climate Corporation	Softver za upravljanje farmama	2017.	N/A
Geosys (Land O'Lakes)	USA	UrtheCast Corp	Analitika satelitskih snimaka	2018.	N/A
Mavrx	USA	Taranis	Analitika satelitskih snimaka	2018.	N/A
Strider	Argentina	Syngenta	Softver za nadzor poljoprivredne površine	2018.	N/A

Tablica 5. Tržište *inputa* – velike akvizicije multinacionalnih proizvođača *inputa* u poljoprivredi vezane uz razvoj digitalne tehnologije u razdoblju od 2012. do 2018.

Izvor: AgFunder (2019), <https://research.agfunder.com/2018/AgFunder-Agrifood-Tech-Investing-Report-2018.pdf>, posjećeno 28.9.2024.

Neke segmente prehrambenog sektora iznimno je zahtjevno analizirati zbog nedostatka podataka i isprepletenih međuindustrijskih odnosa. Stoga je smisao Tablice 6 i Tablice 7 dati uvid u koncentraciju vlasništva u sljedećim dvjema karikama prehrambenog lanca vrijednosti, odnosno u sektorima proizvodnje i prodaje. Najveća je kompanija u trgovini poljoprivrednih proizvodima američki Cargill, najveći svjetski kupac, prerađivač i distributer žitarica, uljarica i ostalih poljoprivrednih proizvoda, sa 155 000 zaposlenika u 70 zemalja, a po veličini slijedi državna kineska kompanija COFCO. Lider u mesnoj industriji, brazilski JBS, ukupno je na četvrto mjesto rangirana kompanija po veličini u sto najvećih kompanija u sektoru hrane (2018), s djelatnostima u povezanim i nepovezanim industrijama (industrija kože, medicinskih proizvoda, metalne ambalaže, biodizela, prijevoza itd.).

Trgovina poljoprivrednim proizvodima	Prerađivanje hrane i pića	Mesna industrija
1. Cargill (SAD) (\$114,700 mil.)	1. Nestlé (17,8 %) (Švicarska)	1. JBS S. A. (Brazil)
2. COFCO Group China National Cereals, Oils and Foodstuffs (Kina)	2. PepsiCo (14,3 %) (SAD)	2. Tyson Foods (SAD)
3. ADM / Archer Daniels Midland (SAD)	3. Anheuser-Busch InBev (Belgija)	3. Cargill (SAD)
4. Bunge (SAD)	4. JBS (Brazil)	4. Smithfield Foods / WH Group (Kina)
5. Wilmar International (Singapur)	5. Tyson Foods (SAD)	5. NH Foods (Japan)
6. Louis Dreyfus Company (Nizozemska)	6. ADM (SAD)	6. Danish Crown (Danska)
	7. Mars (SAD)	7. Hormel Foods Group (SAD)
	8. Cargill (7,2 %) (SAD)	8. BRF (biviši Brasil Foods) (Brazil)
	9. Coca-Cola (SAD)	9. Marfrig (Brazil)
	10. Kraft Heinz Company (SAD)	10. Vion (Nizozemska)
376 900	450 832	190 929

Tablica 6. Proizvodnja, prerađivanje i prodaja hrane i pića (ukupni prihodi najvećih korporacija; ako su podaci dostupni: pojedinačni prihodi, tržišni udio i sjedište; 2018., u mil USD-a)

Izvor: prema Shand H. and Wetter, K.J. (2019). Plate-Tech-tonics: Mapping Corporate Power in Big Food - Corporate concentration by sector and industry rankings by 2018 revenue. ECT Group. Dostupno na https://www.etcgroup.org/files/files/etc_platetechtonics_a4_nov2019_web.pdf, posjećeno 22.8.2024.

Koncentracija kapitala prisutna je i u maloprodaji hrane i pića. Deset globalno najvećih korporacija u maloprodajni hrane i pića drži oko 11 % ukupnoga tržišnog udjela (Tablica 7), a ujedno nude i neprehrambene proizvode u svojim asortimanima. Walmart je daleko najveći svjetski trgovački lanac s tržišnim udjelom od 27 %, mjereno ukupnim prihodima.

Informacije i nepristrane analize o gigantima u poljoprivredno-prehrambenom sektoru (engl. *Big Food companies*) nisu lako dostupne te su, ponekad namjerno, zamagljene kompleksnim odnosima i vlasničkim strukturama. Već na prvi pogled struktura tržišta ukazuje na konsolidaciju kapitala i koncentraciju korporativne moći u svim glavnim sektorima industrijskoga prehrambenog lanca. Iako je nezahvalno pokušati procijeniti vrijednosti u vrijednosnom lancu u cijelosti, prema procjenama Planet Trackera (2023.), čak oko 70 % prihoda duž lanca dolazi od 0,06 % svih tvrtki. Granice pojedinih djelatnosti zamagljene su jer se korporativni interesi poduzeća duž lanca preklapaju. Međusektorske strategije omogućavaju prelijevanje inovacija i tehnologije duž (vertikalna diverzifikacija) i kroz (horizontalno udruživanje, od strateških saveza do spajanja i preuzimanja – M&As) lanac (posebice u domeni velikih podataka i genomske tehnologije). Horizontalno vlasništvo velikih institucionalnih investitora stvara isprepletene oligopole koji djeluju duž cijelog lanca opskrbe poljoprivredno-prehrambenih proizvoda s mogućim protukonkurencijskim učincima na nekim tržištima (poput industrije sjemena, maloprodaje itd.) (Clapp 2018.).

	Prodaja, 2018. (mil US)	Tržišni udio (%)	Sjedište
Walmart	234 031	27,3	SAD
Schwarz Group	96 147	11,1	Njemačka
Kroger	91 808	10,6	SAD
Aldi	88 957	10,2	Njemačka
Carrefour	70 656	8,1	Francuska
Costco	62 336	7,2	SAD
Ahold Delhaize	59 864	6,9	Nizozemska
Tesco	57 563	6,6	Velika Britanija
Seven & I Holdings	54 322	6,3	Japan
Edeka	52 577	6,1	Njemačka
Top 10	868 261	10,9	
Ukupno svijet (hrana i piće)	7 932 000		

Tablica 7. Sektor maloprodaje hrane i pića

Izvor: Shand H. and Wetter, K.J. (2019). Plate-Tech-tonics: Mapping Corporate Power in Big Food - Corporate concentration by sector and industry rankings by 2018 revenue. ECT Group. Dostupno na https://www.ectgroup.org/files/files/etc_platetechnics_a4_nov2019_web.pdf, posjećeno 22.8.2024.

Vlasnički udjeli upravljačkih tvrtki unutar nekih industrija u poljoprivrednomu i prehrambenomu vrijednosnom lancu te istovremeno između vertikalno povezanih industrija ne mogu biti zanemareni pri analizi stvaranja i raspoređivanja vrijednosti u ovom lancu vrijednosti. Činjenica da pet najvećih investicijskih fondova zajednički posjeduje između 12,4 % i 32,7 % vlasništva u vodećim tvrtkama za proizvodnju sjemena, agrokemikalija, farmakoproduziva, AgTech proizvoda itd. (Bayera, Monsanto, DuPonta, Syngente i Dowa), ima dalekosežne posljedice na odnose u pojedinačnoj, kao i povezanim industrijama, u smislu dijeljenja informacija i koordinacije ponašanja poduzeća. To se može odraziti kroz financijske i operativne sinergije, uštede i ekonomske koristi za društvo, ali i zlorabiti za ostvarivanje tajnih sinergija. Odnosi u kompleksnim vlasničkim strukturama poput prikazane moguće značajno utječu na strateško ponašanje kompanija i donošenje odluka. Na temelju osnovne ekonomske logike razumno je pretpostaviti da bi se slijedom toga pozicioniranje ovih vodećih korporacija na njihovim tržištima, koja su ujedno izrazito koncentrirana, moglo približiti situaciji međusobno povezanih oligopola s velikim antikonkurentskim utjecajem duž cijelog agroprehrambenog lanca vrijednosti. Dodatni pritisak stvara gotovo potpuna kontrola *inputa* u vrijednosnom lancu koja za sada ostaje u rukama relativno malog broja kompanija.

IMPLIKACIJE ZAJEDNIČKOG VLASNIŠTVA I HORIZONTALNOG DIONIČARSTVA

Akademski rasprava o konceptu zajedničkog vlasništva, osobito dijela vezanog uz horizontalno dioničarstvo definirano kroz prisutnost investitora s udjelima u više konkurentskih korporacija, sugerira postojanje nekoliko potencijalnih rizika, odnosno izazova za tržište i regulatore.

Investicijske strategije koje za posljedicu imaju držanje raznolika portfelja korporativnih dionica mogu uključivati držanje pozicije u nekoliko tvrtki u istom sektoru. Jedan od razloga za takvo strateško ponašanje ulagača pokušaj je smanjenja nesustavnog rizika specifičnog za pojedinu korporaciju kroz ulaganje u industriju u cjelini, često definirano putem referentnih tržišnih indeksa. U takvim je slučajevima odabir pojedinačnih korporativnih dionica kao predmeta investiranja vođen indeksom industrije, a ne aktivnom izgradnjom portfelja od institucionalnih ulagača. Implikacije takva pasivnog pristupa investiranju mogu se sagledati kroz mikroekonomsku teoriju, kao i kroz zakonodavnu prizmu.

Mikroekonomski argument sugerira da poduzeća s istim vlasnikom imaju manji poticaj za međusobno nadmetanje jer je vlasniku (ulagaču) u interesu da su sve njegove korporacije uspješne, a ne samo jedna (iako će neke neizbježno imati bolje rezultate od drugih). Ova mikroekonomska teorija sugerira da će ulagači poticati, eksplicitno ili implicitno, antikonkurentske prakse koje idu u korist uključenim tvrtkama nauštrb potrošača i javnog dobra općenito (Elhauge i suradnici 2021). Dapače, moguće je da im u tom slučaju odgovara ograničeno konkuriranje, posebice smanjeno nadmetanje u domeni politika cijena. U konačnici, više cijene mogu značiti veće prihode iako količine koje tržište može apsorbirati nisu maksimalno iskorištene. To dovodi poduzeća s razmjerno velikim udjelom istih fondova u vlasništvu u poziciju sličnu monopolskoj, barem što se tiče cjenovnih pritisaka, iako regulacija tržišnog natjecanja to još nužno ne prepoznaje kao takvo. Naime, ako fond u vlasništvu ima razmjerno velike udjele u poduzećima A, B, C do n koji su tržišni lideri u nekoj industriji (dakle, postavljaju uvjete na tržištu, uključujući inovacije, određuju dinamiku tehnološkog napretka i cijene) i djeluju u uvjetima monopolističke konkurencije, iako koncentracija tržišta može i ne mora biti visoka, efekt koji će takva ulaganja u konačnici postići može se negativno odraziti na tržišno natjecanje. Naime, investicijskim ulagačima može biti oportuno putem predstavnika u korporativnim tijelima ili pak neaktivnošću u ulozi vlasnika slagati se sa pojedinačno suboptimalnim poslovnim potezima menadžera koje ne pritišću širenje, cjenovno konkuriranje ili pak ulaganje u razvoj. Međutim, zakonske regulative za suzbijanje negativnih efekata zajedničkog vlasništva nije lako definirati jer negativne posljedice zajedničkog vlasništva nemaju jasno uporište u ekonomskoj teoriji, a ni nedvojbene antikonkurentske dokaze u tržišnoj praksi (Dennis i suradnici 2021). S druge strane, ulaganje u konkurentska poduzeća investicijskim ulagačima omogućava izvrstan pregled nad industrijom i mogućnost utjecaja na regulatore i politike.

Torshizi i Clapp (2021) u svom radu o antikonkurentskim efektima zajedničkog vlasništva na temelju empirijskog istraživanja provedena na podacima u američkoj industriji sjemena zaključuju da je porast koncentracije zajedničkog vlasništva značajno pridonio povećanju cijena sjemena soje, kukuruza i pamuka od 1997. do 2017. godine.

Jedna je od mogućih posljedica povećane prisutnosti u industriji pregovaračka pozicija neproporcionalna tržišnim udjelima. Naime, viša razina prisutnosti i bolja mogućnost uvida u procese i pozicije u industriji mogu rezultirati boljom dostupnošću informacija i blizinom kanala regulacije. Regulatorno zarobljavanje (engl. *regulatory capture*) situacija je koja se događa kad regulatorna agencija koja je kreirana radi promicanja javnog interesa, poput poštene tržišne utakmice, zaštite prava potrošača, zaštite manjinskih vlasnika ili slabijih igrača na tržištu, daje prioritet interesima skupina ili industrija koje regulira. Stoga autori poput Elhauge i suradnika (2021) preporučuju da se regulacija tržišta fokusira na strukturu tržišta umjesto na mjere ponašanja poduzeća.

Prisutnost institucionalnih investitora s paralelnim udjelima u više konkurentskih tvrtki može suboptimizirati menadžersko donošenje odluka i doprinijeti smanjivanju poticaja za neovisno natjecanje s obzirom na to da se menadžerske kompenzacije vežu više uz performanse industrije nego performanse korporacije (Anton i suradnici 2016) te su menadžeri potaknuti na provođenje manje konkurentnih strategija (Azar 2016.). Menadžersko ponašanje ovisit će o stupnju kontrole vlasnika (Jensen i Meckling 1976), odnosno u slučaju institucijskih investitora – njihovu stilu ulaganja. Rast vrijednosti ulaganja investicijskih ulagača pasivnih u prakticanju vlastitih vlasničkih prava mogao bi još jednom u povijesti korporativnog upravljanja dovesti do marginalizacije ulagača i potkopavanja njihovih temeljnih vlasničkih prava, i to u vrijeme kad regulatori diljem svijeta vrše pritisak na poticanje ulagača na izvršavanje obveza vezanih uz upravljanje. Dodatno, ovakvo ponašanje vlasnika neće samo narušiti tržišno natjecanje kroz smanjivanje konkuriranja nego smanjuje poticaj za investiranje, povećava razinu plaća izvršnim menadžerima i dovodi do viših razina nejednakosti te stoga postoje motrišta prema kojima bi zajedničko vlasništvo moglo biti u suprotnosti s antimonopolskim zakonodavstvom (Elhauge 2019; Schmalz 2017).

Moguće je očekivati da će institucijski investitori, zainteresirani za financijske rezultate portfelja u koje ulažu, interese portfelja pretpostaviti interesima pojedinačne korporacije. Umrežavanjem, dijeljenjem informacija ili pak tajnim dogovaranjem, u slučaju horizontalnog dioničarstva, poduzeća povezana vlasništvom imaju veći pristup informacijama i time veću mogućnost koordinirana djelovanja uslijed smanjenja informacijske asimetrije. Povećanje razine zajedničkog vlasništva između poduzeća i njegovih konkurenata čini povećanje cijena proizvoda poduzeća mogućom strategijom, strategijom koja će donijeti dodatnu korist za ulagače jer se potencijalni gubici uslijed smanjenja tržišta (broja kupaca) mogu

kompenzirati preusmjeravanjem prodaje i/ili kroz povezanu dobit koju ostvaruju druge tvrtke u zajedničkom vlasništvu. Odnosno, takvo strateško ponašanje poduzeća može dovesti do viših cijena i ograničavanja ponude (Azar i suradnici 2018; Backus i suradnici 2020; Torshizi i Clapp 2021).

Prema Bas i suradnicima (2023), implikacija zajedničkog vlasništva kritično ovisi o tome događa li se istovremeno vlasništvo nad dionicama unutar ili među industrijama. Zajedničko vlasništvo među industrijama povezano je s većom produktivnosti na razini poduzeća, potencijalno zbog tehnoloških prelijevanja na lanac vrijednosti, smanjenja asimetrije informacija, strateške suradnje na inovacijama i jačih poslovnih odnosa među vertikalno integriranim tvrtkama (Azar i Vives 2022; Bas i suradnici 2023).

S druge strane, negativne posljedice zajedničkog vlasništva unutar industrije, odnosno horizontalnog dioničarstva u smislu ulagačke strategije u konkurentna poduzeća, proizlaze iz smanjenja poticaja za nadmetanje. Naime, tvrtke koje djeluju u istoj industriji i pripadaju portfelju istog investitora mogu se, u interesu svojih zajedničkih dioničara, manje intenzivno natjecati na tržištima proizvoda (npr. tajnim dogovaranjem), sa štetnim posljedicama za produktivnost. Kao rezultat toga, analiza koju su proveli Bas i suradnici (2023) daje uvid u dva potencijalna rizika i povezana područja politike: i) kratkoročnost ulagača i, stoga, ulogu politike u poticanju dugoročnih ulaganja; ii) moguće negativne implikacije zajedničkog vlasništva unutar industrije na tržišno natjecanje i, stoga, hipotetsku ulogu antimonopolskih politika.

Dodatni izazov koji je posljedica korporativnog vlasništva sve više koncentrirana u rukama institucionalnih investitora jesu investicijski menadžeri ovih institucionalnih investitora. Naime, otvara se sijaset agencijskih problema koje investicijski menadžeri imaju u odnosu na vlastite investitore. Bebchuk i suradnici (2017) u svom istraživanju nalaze da investicijski menadžeri uzajamnih fondova (engl. *mutual funds*, tj. indeksni fondovi i fondovi kojima se aktivno upravlja) imaju poticaje premalo trošiti na upravljanje i pretjerano se prikloniti menadžmentu korporacija. Ti su poticaji osobito značajni za menadžere indeksnih fondova pa stoga porast takvih fondova ima negativne posljedice za čitav sustav korporativnog upravljanja, dok aktivistički *hedge* fondovi imaju bitno bolje poticaje za svoje menadžere, ali ni njihove aktivnosti ne pružaju potpuno rješenje za agencijske probleme institucionalnih investitora.

Konačno, empirijska istraživanja usmjerena na efekte zajedničkog vlasništva i horizontalnog dioničarstva nisu jednoznačna. Dok jedna skupina autora tvrdi da se koristi prelijevaju investitorima i menadžerima, a potrošači i radnici, pa time i društvo u cjelini, obično ostaju zakinuti (Tzanaki 2022), druga skupina istraživača tvrdi da zajedničko vlasništvo koje pokriva cijelo gospodarstvo podrazumijeva niže marže za potrošače. Naime, njihov argument je da u općoj ravnoteži, kad se industrija širi, ona stvara pozitivne eksternalije za poduzeća u drugim industrijama (osobito u vertikalno povezanim industrijama), pa stoga međuindustrijsko

zajedničko vlasništvo povećava poticaj tvrtkama da se šire, smanjujući cijene u svojoj industriji u odnosu na razinu cijena (Azar i Vives 2021.). Azar i Vives (2021.) također tvrde da je učinak eksternalija jači od učinka unutar industrije koji stvara zajedničko vlasništvo tvrtki u istoj industriji pa je stoga ukupni efekt zajedničkog vlasništva zapravo smanjenje tržišnih marži proizvoda. Bas i suradnici (2023) debatiraju da bi intraindustrijsko zajedničko vlasništvo moglo imati pozitivan učinak na inovacije i produktivnost ako je koordinacija između tvrtki eksplicitna (npr. pridruživanje pothvatima ili strateškim savezima) i tvrtke surađuju u svojim naporima kroz dijeljenje znanja, istraživanje i razvoja. He i Huang (2017) potvrđuju tu tezu nalazima da tvrtke u zajedničkom vlasništvu pokazuju veći budući rast tržišnog udjela zahvaljujući većem broju patenata po dolaru utrošenom u istraživanje i razvoj te većim profitnim maržama.

Nedostatak spoznaja o implikacijama zajedničkog vlasništva na tržište i tržišne odnose nameće potrebu daljnjih empirijskih istraživanja, kao i spremnost regulatora na ažuriranja antimonopolske regulative u smislu reguliranja pitanja zajedničkog vlasništva, posebno u industrijama gdje je koncentracija tržišta proizvoda visoka, kao što je slučaj u mnogim karikama poljoprivrednog i prehrambenog lanca vrijednosti.

ZAKLJUČAK

Razvoj kapitalnih tržišta potaknuo je koncentraciju horizontalnog vlasništva među konkurentskim tvrtkama. Koristi takve ulagačke strategije upitne su za potrošače i društvo s obzirom na to da empirijski podaci ukazuju na činjenicu kako zajedničko vlasništvo u konkurentskim poduzećima može potaknuti antikonkurentsko ponašanje i suboptimalne ekonomske performanse poduzeća, osobito u visokokoncentriranim industrijama, u koje spadaju i mnoge industrije u poljoprivredno-prehrambenom lancu vrijednosti.

Rezultati analize trendova u ulaganjima u poljoprivrednu i prehrambenu industriju pokazuju konstantan trend povećanja ulaganja institucionalnih investitora u promatrane industrije. Također, povećava se udio koncentracije vlasništva kroz razne oblike zajedničkog vlasništva, pri čemu je u nekim dijelovima vrijednosnog lanca izraženo okrupnjivanje kapitala spajanjem i preuzimanjem (npr. maloprodaja i trgovački lanci), u nekima strateškim savezima (npr. zajednička ulaganja, dijeljenje patentnih prava), a u nekima kroz horizontalno dioničarstvo (npr. industrija sjemena itd.).

Različiti motivi za ulaganja rezultiraju različitim strateškim ponašanjem poduzeća, odnosno dioničara i menadžera, te različitim implikacijama za organizacije, tržište i potrošače. Svaka logika ulaganja u osnovi stremi maksimizaciji povrata. Ovisno o vremenskom horizontu ulaganja i stilovima ulaganja (odnosno troškovima upravljanja imovinom), vlasnici će biti u većoj ili manjoj mjeri zainteresirani za aktivno upravljanje vlastitom imovinom te, sukladno tomu, angažirani u upravljanju. S druge strane, razina angažiranosti vlasnika odredit će ponašanje menadžera,

odnosno omogućit će strateško upravljanje poduzećem u većoj ili manjoj mjeri podređeno njihovim osobnim interesima.

U tom kontekstu debate o horizontalnom dioničarstvu naglašavaju moguće izazove vezane uz regulaciju antikonkurentskog ponašanja. Naime, izbjegavanje nadmetanja između konkurenata može se dogoditi iz interesa. U ovom radu analizira se situacija u kojoj postoji zajedničko vlasništvo neke treće strane nad konkurentskim poduzećima. U analizi provedenoj u ovom radu treća je strana institucionalni investitor za kojega može biti oportuno ne vršiti pritisak na menadžment korporacija čije udjele drži u portfelju. Naime, vlasnik – institucionalni investitor – može ostvariti povećani povrat na ulaganje zbog usklađivanja poslovnih politika više vlasnički povezanih poduzeća, i to nauštrb optimizacije poslovanja pojedinačnog poduzeća. U tom slučaju nečinjenjem (pasivnom ulogom vlasnika u upravljanju) ili koordinacijom aktivnosti konkurentskih poduzeća u portfelju (što bi se moglo interpretirati kao nedopušteno ponašanje, ali granicu u djelovanju nije jednostavno odrediti) primarni dionici (vlasnici i menadžeri) mogu ostvariti povećanu dobit.

Zaključno, nejasno je, dakle i moguće, da zajedničko vlasništvo mijenja korporativno ponašanje u poduzećima sa zajedničkim dioničarima te da ima antikonkurentске učinke na koncentriranim tržištima. Naime, institucionalni investitori s horizontalnim udjelima imaju interes utjecati na korporacije na načine koji povećavaju vrijednost portfelja. Suprotno logici slobodnog tržišta, to mogu učiniti smanjenjem konkuriranja. Strategije smanjenja konkuriranja, poput strategije izbjegavanja cjenovnoga konkuriranja (koje znače više cijene za kupce), kao i strategije ograničavanja ponude i ograničenog (odnosno, ograničavanja) ulaska na tržište, djelovale bi štetno na konkurentnost, odnosno ekonomiju i društvo u cjelini. Relativno mali udjeli u vlasništvu nad imovinom većeg broja poduzeća u istom sektoru mogu rezultirati koncentracijom moći u rukama određenih ulagača te neproporcionalnim utjecajem na regulaciju u industriji.

Horizontalna koncentracija vlasništva u poljoprivrednim i prehrambenim sektorima, potaknuta institucionalnim investitorima, predstavlja i prilike i izazove. Dok ove vlasničke strukture mogu dovesti do učinkovitosti i inovacija, one također postavljaju značajne rizike za održivost, sigurnost hrane i pravedan ekonomski razvoj. Rješavanje ovih izazova zahtijeva sveobuhvatne politike i strategije koje promiču uravnoteženiji i održiviji prehrambeni sustav, osiguravajući da se koristi moderne poljoprivrede i proizvodnje hrane široko dijele.

Napomena: Ovaj rad financiralo je Sveučilište u Rijeci projektom ZIP-UNIRI-2023-16.

LITERATURA

1. Anton, M., Ederer, F., Gine, M., Schmalz, M.C. (2016). Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives. Cowles Foundation Discussion Paper, Yale University, discussion paper no. 2046. <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/2022-08/d2046.pdf>

2. Azar, J., Vives, X. (2022). Revisiting the Anticompetitive Effects of Common Ownership. Finance Working Paper N° 827/2022, ECGI.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3805047
3. Azar, J., Schmalz, M. C., Tecu, I. (2018). Anticompetitive Effects of Common Ownership. *Journal of Finance*, 73(4), dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2427345> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2427345>
4. Backus, M., Conlon, C., Sinkinson, M. (2020). Theory and Measurement of Common Ownership. *AEA Papers and Proceedings*, 110: 557–60.
<https://doi.org/10.1257/pandp.20201025>.
5. Bas, M., Demmou, L., Franco, G., Garcia-Bernardo, J. (2023). Institutional Shareholding, Common Ownership And Productivity: A Cross-Country Analysis. *Economics Department Working Papers No. 1769. ECO/WKP(2023)23. OECD*.
[https://one.oecd.org/document/ECO/WKP\(2023\)23/en/pdf_dostupno](https://one.oecd.org/document/ECO/WKP(2023)23/en/pdf_dostupno) 20.09.2024.
6. Bebchuk, L. A., Hirst, S. (2019). The specter of the Giant Three. *Boston University Law Review*, 99:721-741.
https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4318&context=faculty_scholarship.
7. Bebchuk, L. A., Hirst, S. (2022). Big Three Power, and Why it Matters. *Boston University Law Review*, 102:1547-1600, dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4300447>.
8. Bebchuk, L.A., Cohen, A., Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3): 89–112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>.
9. Berle, A. A., Means, G. C. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, dostupno 20.05.2024. na linku:
<https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5/mode/2up?view=theater>.
10. Clapp, J. (2017). *Bigger is Not Always Better: The Drivers and Implications of the Recent Agribusiness Megamergers*. Waterloo, ON: Global Food Politics Group, University of Waterloo.
11. Clapp, J. (2018). The COW says MOO: Implications of Common Ownership by Large Asset Management Firms in the Agrifood Sector, unpublished draft article presented at the International Studies Association Annual Conference, San Francisco, CA, 4-8 April 2018.
12. Clapp, J. (2019). The rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms. *Review of International Political Economy*: 26(4): 604-629.
<https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1597755>.
<https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1597755>.
13. Dallas, G. S. (2018). Common Ownership: Do Institutional Investors Really Promote Anti-Competitive Behavior?, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/12/02/common-ownership-do-institutional-investors-really-promote-anti-competitive-behavior/> (dostupno 13.06.2024.).
14. Dennis, P. J., Gerardi, K., Schenone, C. (2018). Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry, dostupno na SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=3063465>.
15. Elhauge, E. (2017). The Growing Problem of Horizontal Shareholding. *Antitrust Chronicle*, 3, Competition Policy International. Harvard Public Law Working Paper No. 17-36. dostupno na <https://ssrn.com/abstract=2988281>
16. Elhauge, E. (2019). *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - And Why*

Antitrust Law Can Fix It, dostupno na <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2019/11/Einer-Elhauge.pdf>.

17. Elhauge, E., Majumdar, S.K., Schmalz, M.C. (2021). Confronting Horizontal Ownership Concentration. *The Antitrust Bulletin*. Sage, 66(1): 3–11. <https://doi.org/10.1177/0003603X20985803>.
18. Fama, E. F., French, K.R. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *The Journal of Finance*, 65(5): 1915-1947.
19. Fichtner, J., Heemskerk E., Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2): 298-326. <https://www.cambridge.org/core/journals/business-and-politics/article/hidden-power-of-the-big-three-passive-index-funds-reconcentration-of-corporate-ownership-and-new-financial-risk/30AD689509AAD62F5B677E916C28C4B6>
20. Global AI In Agriculture Market Is Set For A Rapid Growth And Is Expected To Reach Around USD 2,075 Million By 2024 (2018). Zion Market Research. AI in agriculture market forecast. Dostupno na <https://www.zionmarketresearch.com/news/ai-in-agriculture-market>, pogledano 15.08.2024.
21. Hansen, G. S., C. W. Hill, (1991). Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries. *Strategic Management Journal*, 12(1): 1-16. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120102>.
22. He, J., Huang, J. (2017). Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *Review of Financial Studies*, 30: 2674–2718., dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2380426> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2380426>.
23. Hirschman, A. (1980). Exit , Voice and Loyalty : Further Reflections and a Survey of Recent Contributions. Wiley on behalf of the Milbank Memorial Fund Quarterly. *Health and Society*, 58(3): 430-453.
24. Investment Company Institute (2021). 2021 Investment Company Factbook. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. https://www.ici.org/system/files/2021-05/2021_factbook.pdf
25. Jensen, M. C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure . *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
26. Jurek, J. W., Stafford, E. (2011). Crashes and collateralized lending, NBER Working Paper. No. 17422. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17422/w17422.pdf.
27. Mace, C. (2023). The Real Effects of Equity Markets on Innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(6): 2522-2552. <https://doi.org/10.1017/S0022109022001053>.
28. McCahery, J. A., Sautner, Z., Starks, L.T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance* , 71(6): 2905-2932.
29. McNulty, T., Nordberg, D. (2016). Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners. *Corporate Governance. An International Review*, 24(3): 346–358.
30. Medina, A., De La Cruz, A., Tang, Y. (2022). Corporate ownership and concentration. OECD Corporate Governance Working Papers. <https://www.oecd.org/en/publications/corporate-ownership-and->

concentration_bc3adca3-en.html posjećeno 16.08.2024.

31. Planet Tracker (2023). Valuing the global food system, dostupno na <https://planet-tracker.org/valuing-the-global-food-system/>, posjećeno 15.04.2024.
32. Schmalz, M. C. (2018). Common Ownership and Competition: Facts, Misconceptions, and What to Do About It. DAF/COMP/WD(2017)93, OECD, dostupno na <https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD%282017%2993/en/pdf>
33. Torshizi, M., Clapp, J. (2021). Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector. Antitrust Bulletin, 66(1), dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3338485> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3338485>.
34. Tzanaki, A. (2022). Varieties and Mechanisms of Common Ownership: A Calibration Exercise for Competition Policy. Journal of Competition Law & Economics, 18(1): 168–254. <https://doi.org/10.1093/joclec/nhab028>.
35. USDA Details Market Shares of Biggest Seed Industry Players (2023.). <https://www.seedworld.com/us/2023/10/04/usda-details-market-shares-of-biggest-seed-industry-players/> pogledano 25.04.2024.
36. Van Nieuwkoop, M. (2019). Do the costs of the global food system outweigh its monetary value? World Bank Blog. Dostupno na <https://blogs.worldbank.org/en/voices/do-costs-global-food-system-outweigh-its-monetary-value> posjećeno 12.7.2024.
37. Vretenar, N., Sokolić, D., Kaštelan Mrak, M. (2017). Motives For Mergers And Acquisitions In Small And Medium-Sized Enterprises. 4th International Multidisciplinary Scientific Conferences on Social Sciences & Arts SGEM 2017: 689-696. <https://doi.org/10.1109/5.771073>.
38. Vretenar, N., Katunar, J., Kardum, Maja (2024). Agency in Pharmaceuticals (in Dealing with Uncertainty, ed. Drezgić, S.; Host, A. and Tomljanović, M.). University of Rijeka, Faculty of Economics and Business: 321-336.