

UNIVERZITET SINGIDUNUM
Departman za poslediplomske studije

POSLOVNA EKONOMIJA
MASTER STUDIJSKI PROGRAM

MASTER RAD

MERDŽERI I AKVIZICIJE

Mentor:
Prof. dr Nemanja Stanišić

Kandidat:
Dragana Marcojević
Br. indeksa: 400477/2010

Beograd, 2014.

SADRŽAJ

1.UVODNA RAZMATRANJA	3
2.STRATEGIJSKI ASPEKTI M&A TRANSAKCIJA.....	5
2.1.Oblici kombinovanja preduzeća	6
2.2.Alternative M&A transakcija	8
3.MOTIVI M&A TRANSAKCIJA	10
3.1.Motivi u skladu sa ciljem kreiranja vrednosti	10
3.2.Motivi menadžera	12
3.3.Sumnjivi motivi M&A transakcija	13
4.TAKTIKE PREUZIMANJA I ODBRANE KONTROLE	15
4.1.Taktike preuzimanja kontrole	15
4.2.Postupak javne ponude za kupovinu akcija	18
4.3.Taktike odbrane od preuzimanja	19
4.4.Odbrambene mere i agencijski problem.....	24
4.5. Primena odbrambenih taktika u praksi.....	26
4.5.1. MITTAL I ARCELOR.....	26
4.5.2. LUNDIN I EQUINOX.....	30
4.5.3. SCHAEFFLER I CONTINENTAL.....	33
4.5.4. MANNESMANN I VODAFONE.....	36
5.METODI PLAĆANJA M&A TRANSAKCIJA	52
5.1.Prednosti i nedostaci plaćanja gotovinom	54
5.2.Prednosti i nedostaci plaćanja akcijama	55
5.3.Isplativost transakcije	56
6. RAČUNOVODSTVENI ASPEKT M&A TRANSAKCIJA	
7. REZULTATI EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA.....	63
8. MARKETING AKTIVNOSTI	67
9. ZAKLJUČAK	68
10. LITERATURA	71

1. UVODNA RAZMATRANJA

Rast se može ostvariti na dva načina: organskim rastom i eksternim rastom. Organski (interni) rast je rast baziran na bazi sopstvenih fizičkih investicija i to kapitalnih investicija i investicija u obrtna sredstva, dok je eksterni rast zapravo, rast na bazi preuzimanja drugih preduzeća, odnosno na bazi investicija u akcije drugih preduzeća. Eksterni metod rasta se primenjuje kada postoji radikalan skok tražnje tako da je važno brzo ući u biznis koji ima stratejsku važnost za preduzeće. U pogledu pravnog kontinuiteta targeta pripajanja, postoje alternative eksternog rasta: merdžeri i akvizicije.

Merdžeri se javljaju kada meta transakcije gubi pravni subjektivitet ($A+B=A$). Sredstva i obaveze targeta u transakciji ulaze u finansijske izveštaje preduzeća kupca dok se njegove akcije poništavaju. Posle transakcije ne prave se konsolidovani finansijski izveštaji pošto nema odnosa po osnovu kapitala između preduzeća kupca i preduzeća prodavca, iako se u izveštajima preduzeća kupca prikazuju sredstva, obaveze i operacije stečenog preduzeća.

Akvizicija se javlja kada preduzeće kupac preuzima kontrolni udeo (više od 50% upravljačkog paketa) preduzeća targeta, s tim da oba nastavljaju da funkcionišu kao odvojena pravna lica. Preduzeće sticalac postaje matično preduzeće, a stečeno preduzeće postaje zavisno preduzeće. U ovoj situaciji posle transakcije sastavljaju se konsolidovani finansijski izveštaji.

Decenijama je aktivnost merdžera i akvizicija bila karakteristična za anglosaksonski korporativni model upravljanja. U kontinentalnom i japanskom modelu korporativnog upravljanja, zbog značajno manje disperzije vlasništva, M&A transakcije su bile u manjoj meri zastupljene. Međutim, u novije vreme M&A transakcije se neretko koriste kao mehanizam privatizacije državnih ili društvenih preduzeća u zemljama u tranziciji. Takođe, primetna je povećana M&A aktivnost u evropskom bankarstvu.

Istorijski gledano, M&A aktivnost se dešavala u talasima, ali odgovor zašto je to tako, mnogobrojni teoretičari iz oblasti stratejskog menadžmenta i korporativnog upravljanja nisu dali. Neki od autora su ponudili sledeće razloge: period ekonomskog prosperiteta, visoke raspoloživosti kredita i visoke rentabilnosti i likvidnosti preduzeća, deregulacija privredne aktivnosti i inovacije na finansijskim tržištima u novije vreme.

Tabela 1 Istorijat M&A aktivnosti

I talas	1897-1904	Rudarstvo, proizvodnja i prerada nafte i derivata, prerada duvana i proizvodnja uglja
II talas	1916-1923	Komunalne i druge javne usluge, bankarstvo, automobilska i hemijska industrija
III talas	1965-1969	Telekomunikacije, ugostiteljstvo
IV talas	1981-1989	Farmaceutska, prehrambena i industrija medicinske opreme
V talas	1993-2000	Bankarstvo, finansijske usluge i internet sektor
VI talas	2003-2008	Energetika, mediji, industrija zabave

Prilagođeno prema: Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća

Problematika merdžera i akvizicija, u najširem smislu, spada u domen ekonomskih nauka, posebno se u poslednje vreme teoretičari bave proučavanjem uticaja M&A transakcija na blagostanje u ekonomiji kao celini. Zbog posledica koje za sobom ostavljaju, proučavanjem merdžera i akvizicija bave se korporativne finansije, zbog toga što se merdžeri i akvizicije odnose na akcionarska preduzeća, i stratejski menadžment, jer merdžeri i akvizicije predstavljaju način ostvarivanja strategije putem eksternog rasta. Odluka o tome da li odabрати merdžer ili akviziciju predstavlja jednu od najznačajnijih odluka koje korporacije mogu da donesu, jer posledice pogrešne odluke mogu biti razarajuće kako po preduzeće sticaoca tako i po stečeno preduzeće. Glavni izazov za inicijatore merdžera i akvizicija jeste postizanje balansa u kreiranju dodatne vrednosti i za akcionare preduzeća kupca i akcionare preduzeća prodavca.

Predmet proučavanja u ovom radu jesu merdžeri i akvizicije i njihove implikacije na kreiranje vrednosti za akcionare, ostale stejkholdere i ekonomiju generalno. Mnogobrojna istraživanja su vršena na ovu temu kroz studije događaja, studije slučaja, dugoročno praćenje računovodstvenih i tržišnih merila performansi. Najobimnije istraživanje sproveo je Andrade 2001. godine. U radu su spomenuti najznačajniji rezultati empirijskih istraživanja. Naučni cilj ovog rada je naučna deskripcija i objašnjenje

merdžera i akvizicija, finansijski i računovodstveni aspekti merdžera i akvizicija i uticaja na ukupno društveno blagostanje. Cilj je i da se dostigne određeni nivo naučnog saznanja iz ove oblasti koje će korisnicima biti od koristi u donošenju najznačajnijih strategijskih odluka (uprkos činjenici da je aktivnost merdžera i akvizicija u Srbiji sporadična).

Društveni cilj jeste sticanje dovoljno saznanja na osnovu kojih viši nivoi menadžmenta mogu doneti odgovarajuće odluke u vezi eksternog rasta, načina plaćanja merdžera i akvizicija i implementacije odbrambenih mera od preuzimanja. U ovom radu biće reči o primeni defanzivnih taktika odbrane u praksi. Našu zemlju ne odlikuje jak korporativizam, pa i nema značajnih merdžera i akvizicija, ali se svi učesnici i kreatori ekonomskog okruženja moraju potruditi da ih bude više u budućnosti, posebno kroz privatizaciju državnih preduzeća koja se privodi kraju.

Metodološki pristup ovom verifikatornom istraživanju zahtevao je primenu osnovnih analitičkih metoda, i to: metod analize, apstrakcije i dedukcije, kao i osnovne sintetičke metode poput sinteze, konkretizacije i generalizacije. Od opštenaučnih metoda primenjivane su hipotetičko deduktivne, analitičko deduktivne i komparativne metode. U prikupljanju podataka primenjeno je ispitivanje i metoda posmatranja sadržaja dokumenata.

Hipoteze:

- Aktivnost merdžera i akvizicija utiče na stvaranje vrednosti za akcionare preduzeća kupca
- Aktivnost merdžera i akvizicija utiče na stvaranje vrednosti za akcionare preduzeća prodavca¹
- Plaćanje transakcije razmenom akcija uništava vrednost kombinovanog preduzeća
- Neprijateljska preuzimanja generišu veće performanse kombinovanog entiteta nego prijateljska preuzimanja

2. STRATEGIJSKI ASPEKTI M&A TRANSAKCIJA

Metod eksternog rasta se realizuje kroz transakcije merdžera i akvizicija. Pravci eksternog rasta preduzeća su ekspanzija i diversifikacija. Ekspanzija u povezane grane dovodi do horizontalne ili

¹ Stvorena vrednost za akcionare preduzeća prodavca jednaka je razlici realne vrednosti preduzeća targeta i cene po kojoj se plaća transakcija

vertikalne kombinacije preduzeća, a diversifikacija u nepovezane grane rezultira konglomeratskim kombinacijama. Osnovni pokretači merdžera i akvizicija su promene u okruženju preduzeća, npr.:

- promene u tržišnim trendovima (rast, pad i promene tržišne strukture, globalizacija)
- tehnološke promene (uvođenje novih tehnoloških procesa i metoda)
- društvene promene (privatizacija, antimonopolska politika)
- promene poreske i računovodstvene regulative².

Da bi M&A transakcija imala šanse za uspehom neophodno je da se od prve faze planski pristupi procesu. Proces identifikacije kandidata za preuzimanje podrazumeva prikupljanje relevantnih informacija o širokoj populaciji potencijalnih kandidata. Nakon toga, vrši se analiza prikupljenih informacija sistematskim sužavanjem liste preduzeća kandidata. Na užem uzorku kandidata sprovodi se detaljna analiza opravdanosti, efektivnosti i efikasnosti potencijalnih M&A transakcija, tačnije cost-benefit analiza odnosa potencijalne cene i koristi od sticanja pojedinih kandidata. Preduzeća, često u ovoj fazi angažuju pomoć investicionih bankara, finansijskih i pravnih savetnika u cilju pripreme transakcija, pregovaranja i kompletiranja transakcije.

Ciljano preduzeće može da bude kako iz povezanih, tako i iz nepovezanih grana. Veća je verovatnoća da će krupnije koristi doneti spajanje preduzeća koja posluju u istim tj. povezanim granama. Veće koristi od kombinovanja imaju ona preduzeća čiji lanac vrednosti poseduje strateški fit sa preduzećem sticaocem. Strateški fit je prisutan ukoliko preduzeća: mogu da dele tehnologiju, koriste slične metode proizvodnje, zajedničke kanale distribucije, zajedničke dobavljače i izvore sirovina, poseduju slične sposobnosti radne snage i sličnu ekspertizu menadžera (know-how), imaju potrošače koji se preklapaju ili postoji bilo koja druga oblast gde postoje smislene prilike udruživanja u poslovnim lancima vrednosti.

2.1 Oblici kombinovanja preduzeća

Horizontalna integracija

Kod horizontalnih integracija dolazi do povezivanja preduzeća koja posluju u istoj grani i u istom stadijumu proizvodnog ciklusa, dakle između preduzeća koja su konkurenti. Kombinovanje se

² Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 118

uobičajeno vrši u cilju osvajanja kontrole nad većim delom tržišta, tačnije u cilju sticanja dominacije na samom tržištu (Exxon-Mobil, Procter&Gamble-Gillette) ili sa ciljem ulaska na nova tržišta (Vodafone-Mannesmann, Daimler Benz-Chrysler). Očekivane sinergije najveće su kod ovog oblika kombinovanja i potiču od iskorišćavanja ekonomije obima (smanjenja troškova) ili od povećanja tržišne snage i budućeg rasta³.

Vertikalna integracija

Vertikalno kombinovanje preduzeća dešava se kada se integrišu preduzeća koja posluju u različitim fazama proizvodnog ciklusa, tj. kada se preduzeća nalaze u realnim ili potencijalnim kupac-prodavac odnosima (AOL-Time Warner, IBM-Lotus). Vertikalno kombinovanje može biti unapred ili nizvodno ili unazad ili uzvodno. Primarni izvor koristi od vertikalnog integrisanja potiče od kompletiranja kontrole lanca proizvodnje i prometa, a konkretne pojave oblike koristi predstavljaju lakše obezbeđenje kvaliteta proizvoda, reducirana neizvesnost u proizvodnji, odnosno distribuciji, smanjenje troškova istraživanja tržišta i pregovaranja, smanjenje gubitaka u naplati potraživanja, smanjenje troškova reklame⁴.

Konglomeratska diversifikacija

Konglomeratsko kombinovanje se često ne opravdava strategijskim razlozima jer su motivisana ostvarivanjem finansijskih dobitaka pa su preduzeća koja ulaze u ovakav oblik kombinovanja motivisana geslom „investiraj u bilo šta gde se može zaraditi profit“. Konglomeratsko kombinovanje podrazumeva kombinovanje između preduzeća koja posluju u delatnostima između kojih ne postoji strategijski fit ili povezanost lanca vrednosti (Philip Morris – General Foods). Kriterijumi koju se uzimaju u obzir kada se vrši selekcija kandidata jesu mogućnost unapređenja performansi ciljanog preduzeća, mala potreba za dodatnim investicijama, niska osetljivost na recesiju, niska zaduženost, prepoznatljivi proizvodi i sl. Atraktivnim kandidatima često se smatraju ona preduzeća sa potcenjenim sredstvima, preduzeća u finansijskim neprilikama, kao i preduzeća sa dobrim perspektivama rasta, ali sa ograničenim kapitalom za finansiranje tog rasta⁵.

³ Đuričin D., Janošević S., Menadžment i strategija, strana 352

⁴ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 122

⁵ Des G., Limpkin T., Strategijski menadžment, strana 278

Tabela 1 Najveće M&A transakcije

Ponudač	Target	Grana	Vrednost u mlrd \$	Godina
Vodafone	Mannesmann	Telekomunikacije	203	2000
AOL	Time Warner	Internet/Mediji	165	2000
BHP Biliton	Rio Tinto	Energetika, Nafta	152	2007
MCI	Sprint Corp.	Telekomunikacije	114	1999
Royal Bank	ABN Ambro	Finansije, bankarstvo	96	2007
Pfizer	Warner-Lambert	Zdravstvo	89	1999
Exxon	Mobil	Energetika, nafta	79	1998
Glaxo	SmithKline	Zdravstvo	76	2000
American	Warner-Lambert	Zdravstvo	76	1999
Royal	Shell	Energetika, nafta	74	2004
BellSouth	AT&T	Telekomunikacije	73	2006
Travelers	Citicorp	Finansije	73	1998
Comcast	AT&T Broadband	Telekomunikacije	72	2001

Izvor: Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Todorović M., strana 123

Potencijalne prednosti konglomeratskog kombinovanja su jeftina kupovina i ostvarenje dobitaka na potcenjenim sredstvima, stabilizacija poslovnog dobitka i novčanog toka, redukovanje rizika, izgradnja internog tržišta kapitala koje omogućava optimalnu alokaciju kapitala u delatnosti sa najboljim poslovnim prilikama. U nedostatke konglomerata ubrajaju se nekompetentnost menadžmenta, rasipanje resursa i odsustvo strategijskog fita⁶.

2.2 Alternative M&A aktivnostima

Alternative M&A aktivnostima su poslovne alijanse i zajednička ulaganja. Poslovne alijanse predstavljaju formalne ili neformalne odnose preduzeća uspostavljene u cilju specifičnih strategijskih ciljeva kao što su ostvarenje ušteda u proizvodnim ciklusima i unapređenje tehnologije, povećanje iskorišćenosti kapaciteta, razmena know-how, saradnja u istraživanju i razvoju, poboljšanje

⁶ Kolter M., Strategijski menadžment na delu, strana 19

distribucije, popunjavanje rupa u linijama proizvoda, podela troškova razvoja proizvoda, razvijanje tržišta za nove proizvode, bolje upravljanje rizikom.

Tabela 2 *Karakteristike M&A, poslovnih alijansi i zajedničkih ulaganja*

M&A	Zajednička ulaganja	Poslovne alijanse
Omogućuju 100% kontrolu Ne mora se obezbeđivati konsenzus učesnika Manje fleksibilne Visoka potrebna sredstva za finansiranje Rizične Često se stiče više nego što je potrebno Mogu zahtevati prilagođavanje različitih sistema menadžmenta Zahtevaju kombinovanje i harmonizaciju informacionih sistema Zahtevaju kombinovanje različitih korporativnih kultura Zahtevaju brzu i efektivnu integraciju Omogućavaju snižavanje troškova Mogu biti internacionalne	Ukrštanje u uskom, precizno definisanom segmentu Uobičajeno uključuju samo dva preduzeća Ograničeni rizik Omogućavaju zajedničku proizvodnju jedinstvenih proizvoda Kombinuju se poznati resursi Zahtevaju interakciju top menadžmenta Retko se koristi na novim tržištima ili tehnologijama Jasno ugovorno definisana učešća partnera u ulaganjima i kasnijim koristima Često su internacionalne Tenzije: svako preduzeće želi da nauči što više, a da ne uloži previše	Korisne za kreiranje kompleksnih sistema više preduzeća Brišu granice između preduzeća Mala potrebna sredstva Dozvoljavaju preduzećima da se fokusiraju na kompetentnosti u jezgru biznisa Teško merenje doprinosa učesnika i sledstvenih prava u koristima Teško je predvideti konsekvence Partneri se obično značajno više razlikuju po veličini u odnosu na zajednička ulaganja Ograničeno vreme trajanja Mogu otići u smeru koji inicijalno nije planiran Zahtevaju prilagodljivost na promene i nova znanja za upravljanje u vremenu Posebno podesna za internacionalnu saradnju – zaobilaze potencijalne zabrane kod internacionalnih M&A

Izvor: Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Todorović M., strana 129

Zajednička ulaganja predstavljaju najčvršću formu povezivanja preduzeća putem poslovnih alijansi. Ona podrazumevaju formiranje novog, zajedničkog preduzeća i ugovorom precizno definisanje iznosa i oblika učešća svakog od partnera u investiciji i u pokriću troškova poslovanja, učešća partnera u upravljanju, načina merenja performansi, učešća u raspodeli neto dobitka, vremena trajanja poduhvata⁷.

3. MOTIVI M&A TRANSAKCIJA

Sticanje drugog preduzeća ima smisla samo ako rezultira pozitivnom neto sadašnjom vrednošću za akcionare preduzeća kupca. Za to moraju postojati konkretni razlozi na bazi kojih se veruje da će sredstva targetiranog preduzeća vredeti više pod upravom preduzeća kupca.

3.1 Motivi u skladu sa ciljem kreiranja vrednosti

Dodata vrednost za akcionare u M&A transakcijama se može kreirati kroz efekte sinergije, efikasniji menadžment, tj. bolju kontrolu i efikasnije upravljanje sredstvima.

U slučajevima M&A transakcija moguće je ostvariti poslovnu sinergiju i finansijsku sinergiju. Poslovna sinergija se manifestuje kroz ukupni budući novčani tok kombinovanog entiteta u odnosu na zbir budućih slobodnih novčanih tokova pojedinačnih preduzeća. Diferencijalni budući slobodni novčani tok se najčešće aproksimira razlikom diferencijalnih prihoda i diferencijalnih troškova, diferencijalnih poreza i diferencijalnih kapitalnih izdataka.

Efekti diferencijalnih prihoda potiču od osvajanja novih tržišta i grana, unapređenje proizvodnog miksa, efikasnije strategije promocije proizvoda i usluga, upotrebe brenda, jačanje distribucionih kanala, poboljšane fleksibilnosti menadžera prilikom odlučivanja o poslovnim prilikama i značajnijeg transfera znanja i sposobnosti⁸.

Uštede u troškovima podrazumevaju bolju i efikasniju upotrebu postojećih resursa, međusobnu razmenu tehnologija ili sposobnosti, eliminaciju raznih oblika neefikasnosti, a dva izvora vrednosti su ekonomija obima i vertikalna integracija. Ekonomija obima podrazumeva mogućnost proizvodnje uz

⁷ Povović N., (et al), Menadžment interorganizacionih odnosa, strana 25

⁸ Koller T. (et al), Valuation, strana 445

niže troškove po jedinici proizvoda⁹. Proizvodnja većeg obima dovodi do digresije fiksnih troškova proizvodnje po jedinici proizvoda. Kombinovanje preduzeća može, ne samo redukovati prosečne fiksne troškove, već i ukupne fiksne troškove. Vertikalna integracija dovodi do internalizacije transakcija snabdevanja sirovinama i materijalom u ranoj fazi proizvodnog ciklusa ili transakcija distribucije proizvoda u kasnim fazama proizvodnog ciklusa¹⁰. Time se smanjuju transakcioni troškovi i jača pregovaračka moć preduzeća u odnosu na kupce i dobavljače.

Uštede u porezima se u poslovnim kombinovanju mogu ostvariti transferom neto poslovnih gubitaka iz jednog entiteta u drugi, jer će poreska osnovica, ukoliko postoji gubitak u jednom od entiteta, biti manja od zbira poreskih osnovica, tačnije od sume poreza koji bi bio plaćen u slučaju dva pojedinačna entiteta.

Redukcija kapitalnih izdataka postoji u kombinovanim entitetima, jer su njihove investicione potrebe niže u odnosu na zbir investicionih potreba pojedinačnih preduzeća, a to posebno u slučajevima kada jedno od preduzeće koje učestvuje u kombinovanju ima višak kapaciteta. Ali neka empirijska istraživanja pokazala su da M&A transakcije ne vode značajnim redukcijama kapitalnih investicija, već da su investicije kombinovanih entiteta više fokusirane na samo jezgro biznisa.

Efekti finansijske sinergije se ostvaruju po osnovu neiskorišćenih slobodnih novčanih tokova i neiskorišćenih dugovnih kapaciteta. Slobodni novčani tokovi predstavljaju ostatak neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti nakon što se iz njega investira u investicione aktivnosti koje imaju pozitivnu sadašnju neto vrednost. Višak gotovine treba reinvestirati u projekte sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću, a ukoliko ne postoje treba je vratiti akcionarima. Međutim, mnoga preduzeća investiraju viškove gotovine u projekte sa negativnom sadašnjom vrednošću čime se uništava vrednost preduzeća. Akcionari to mogu sprečiti zahtevajući visoka racia plaćanja dividende ili otkup akcija. M&A sa pozitivnom NSV predstavljaju dobru alternativu za upotrebu gotovine¹¹. Ukoliko se kapitalni dobici ostvareni na akcijama oporezuju po manjoj stopi u odnosu na stopu poreza na prihode od dividende, akcionari će preferirati da se gotovina koristi za M&A transakciju.

⁹ Koller T. (et al), Valuation, strana 445

¹⁰ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 141

¹¹ Koller T. (et al), Valuation, strana 449

Neiskorišćeni dugovni kapaciteti se javljaju u dva slučaja: kada ciljano preduzeće ima nizak stepen zaduženosti i kada usled kombinovanja preduzeća dolazi do redukcije rizika¹². Kada ciljano preduzeće ima nizak stepen zaduženosti kupac će moći da iskoristi kapacitete zaduživanja koje ciljano preduzeće nije uspeo da iskoristi. Preduzeće kupac može povećati dugovne kapacitete koristeći vredna sredstva stečenog preduzeća kao kolateral za nova zaduživanja. Drugi slučaj iskorišćenja neiskorišćenih dugovnih kapaciteta nema empirijsku verifikaciju i nije dovoljno jasan.

U slučaju loše vođenih preduzeća, akcionari tog preduzeća mogu kreirati vrednosti obezbeđivanjem bolje kontrole, uprave i upotrebe sredstava. To se ostvaruje primenom strategija za upravljanje sredstvima ili ograničavanjem stepena skretanja pažnje menadžera od cilja maksimiranja vrednosti za akcionare kroz efikasnije mehanizme korporativnog upravljanja, kreirajući podesniji sistem nagrađivanja.

Iako postojeći akcionari ciljanog preduzeća mogu sami izvršiti smenu neefikasnog menadžmenta, zamena menadžmenta najčešće se obezbeđuje eksterno, sa tržišta korporativne kontrole, tačnije od strane preduzeća kupca. Praktično iskustvo je pokazalo da se promene pojedinih menadžera ili celog menadžment tima ciljanog preduzeća u većini slučajeva dešavaju nakon aktivnosti preuzimanja. Pokazano je u praksi da je verovatnoća zamene top menadžmenta u periodu od jedne godine nakon neprijateljskog preuzimanja četiri puta veća od verovatnoće zamene top menadžmenta u prosečnom preduzeću. Smatra se da tržište korporativne kontrole uspešno disciplinuje neefikasne menadžment timove.

3.2 Motivi menadžera

Tim menadžera preduzeća ponuđača ima koristi od M&A transakcija. Menadžeri žele M&A transakcije kako bi povećali veličinu preduzeća što podrazumeva veći status i širi kompenzacioni paket. Bonusi za uspešno kompletiranje transakcije za ključne menadžere se često meri milionima dolara. Pored mnogobrojnih materijalnih koristi, menadžeri se osećaju više uspešnim, važnim i više uticajnim u poslovnim krugovima.

¹² Milosavljević M., *Strateški menadžment*, strana 188

Ukoliko su prilike rasta ograničavajuće, menadžeri koriste slobodne novčane tokove za kupovinu drugih preduzeća, ali ne da bi maksimirali blagostanje akcionara, već iz želje da izgrade i prošire korporativnu imperiju. Često to dovodi do uništavanja vrednosti preduzeća i nanosi štetu akcionarima. Nisu ni retka tumačenja da mnogi menadžeri osnovno životno zadovoljstvo pronalaze u uzbuđenjima samog M&A procesa.

Menadžeri su vezani za jedno preduzeće, pa stoga ne mogu diversifikovati svoje organizacione sposobnosti i humani kapital, za razliku od akcionara. Stoga motiv menadžera za M&A transakciju može biti preživljavanje, to jest obezbeđivanje sigurnosti radnog mesta, budući da povećanjem veličine preduzeća menadžeri redukuju rizik da će preduzeće biti preuzeto a oni biti zamenjeni.

3.3 Sumnjivi motivi M&A transakcija

U sumnjive motive spadaju diversifikacija, igra povećanja neto dobitka po akciji, motiv oholosti i odbrana od preuzimanja.

Diversifikacija dovodi da smanjene nestabilnosti novčanih tokova i izraz je bolje zaštite poverilaca ili smanjene mogućnosti akcionara da ne ispune obaveze. To će, neminovno, voditi povećanju vrednosti obveznica ili drugih potraživanja poverioca. Ukoliko kombinovanje ne donosi nikakve druge koristi onda će, pod pretpostavkama efikasnog tržišta, ukupna vrednost preduzeća ostati nepromenjena, pa ako vrednost dugova raste, vrednost sopstvenog kapitala pada. Transfer blagostanja se vrši sa akcionara oba preduzeća na poverioce. Zato se diversifikacija ne tretira kao dovoljan razlog koji dovodi do kreiranja vrednosti za akcionare.

Diversifikacija preduzeća može biti nepoželjna i iz šire društvene i makroekonomske perspektive. Postoje brojni dokazi da i pored problema asimetrične informisanosti i nedovoljne efikasnosti tržište kapitala bolje obavlja alokativnu funkciju od internog tržišta kapitala. Kada menadžeri koriste gotovinu koju generišu zdravi delovi biznisa za subvencionisanje delova, koji bi da su samostalni bili likvidirani, znak je da postoji neefikasni monitoring ili neadekvatan sistem nagrađivanja menadžera¹³.

¹³ Đuričin D., Janošević S., Menadžment i strategija, strana 353

Diversifikacijom se slabi važan informacioni signal na tržištu kapitala – cena akcija. U praksi postoji konsenzus da kompenzacije menadžera treba bazirati na ceni akcije. Ali nakon M&A transakcije nema više dve tržišne cene akcija, već je reper za nagrađivanje samo jedna tržišna cena akcije. To implicira da sve veći broj menadžera postaje sve više udaljen od konačne rezultante svoje aktivnosti – cene akcija i vrednosti za akcionare, što često rezultuje da će brojni menadžeri ostati nenagrađeni za svoje uspešne rezultate, a menadžeri sa lošim performansama nekažnjeni¹⁴.

Preduzeća sa visokim P/E raciom intenzivno kupuju druga preduzeća koja imaju niži P/E racio, a transakcija se plaća zamenom akcija čime je menadžment tim preduzeća kupca povećavao EPS i zavaravao investitore da kombinovano preduzeće vredi više. Teorijski, igra može da traje večno, sve dok preduzeće ponuđač može da pronalazi druga preduzeća sa nižim P/E raciom¹⁵. Ali praksa pokazuje da preduzeće ponuđač igru može igrati sve dok tržište ne obori P/E racio preduzeća ponuđača na nivo da igru učini neisplativom.

Da bi se neko preduzeće odbranilo od neprijateljskog preuzimanja, često pribegava ukрупnjavanju kroz kombinovanje, što nije u najboljim interesima akcionara. Akcionari bi u slučaju preuzimanja najverovatnije ostvarili značajnu premiju, a umesto toga trpe smanjenje blagostanja usled plaćanja premije akcionarima drugog preduzeća. Ovakve transakcije se često sprovode bez dovoljno planiranja i pažnje.

Mnogi autori smatraju da menadžeri ne mogu uspešno identifikovati potcenjena preduzeća, te da plaćanjem visokih cena preuzimanja uništavaju vrednost svojih preduzeća. Oholost menadžera se tumači kao višak samopouzdanja ili ponosa ili nepotrebne arogancije u pokazivanju talenta koji ne postoji, kao ni iskustvo ili preduzetnički duh. Oni su oholi zbog slepog uverenja da mogu mnogo bolje od tržišta da procene vrednost targeta, pa se zato dešava da M&A transakcije budu preplaćene.

4. TAKTIKE PREUZIMANJA I ODBRANE KONTROLE

Da bi kupac mogao da preuzme kontrolu nad ciljanim preduzećem kupac uobičajeno mora istaći javnu ponudu za kupovinu akcija akcionarima ciljanog preduzeća. Kada je reč o prijateljskom preuzimanju,

¹⁴ Anufrijeva A., *Finansijska arhitektura akvizicija u korporacijama*, strana 32

¹⁵ Todorović M., *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, strana 150

ponuđač može privatno ugovoriti uslove ponude sa menadžmentom ciljanog preduzeća pre nego što istakne javnu ponudu za preuzimanje akcija. Transakcija merdžera zahteva odobrenje na skupštini akcionara kod oba preduzeća, za čije izglasavanje je neretko potreba dvotrećinska većina. Transakcije merdžera se smatraju prijateljskim transakcijama. Neprijateljsko preuzimanje se vrši protivno volji menadžmenta ciljanog preduzeća. Menadžeri koji sumnjaju da će postati predmet neprijateljskog preuzimanja mogu da pokušaju da se zaštite primenjujući taktike odbrane.

4.1 Taktike preuzimanja kontrole

Preuzimanje (takeover) se odnosi na transakciju u kojoj dolazi do promene kontrole nad sredstvima najmanje jednog preduzeća. Čist merdžer postoji kada akcionari jednog preduzeća razmenjuju posedovane akcije za akcije drugog preduzeća¹⁶.

Korporativna kontrola može se definisati kao pravo da se odredi većina direktora u upravnom odboru. U slučaju visoke koncentracije vlasništva sve ili gotovo sve direktore određuje dominantni, kontrolni vlasnik ili više njih, a u slučaju disperzije vlasništva izbor direktora je neizvestan i zavisi od međusobnog odnosa i saradnje između akcionara. U uslovima disperzije vlasništva jedna strana može izvršiti preuzimanje na dva načina: uvećanjem vlasništva na bazi kupovina običnih akcija sa pravom glasa ili na bazi sklapanja koalicija sa drugim akcionarima i sprovođenjem borbe punomoćnika¹⁷.

Da bi se steklo dovoljno veliko učešće u vlasništvu kako bi se osvojila korporativna kontrola mogu se ili kupiti akcije na otvorenom tržištu (berzi) ili upućivanjem javnih ponuda za kupovinu akcija, tačnije transakcijama akvizicija akcije (vanberzanski).

Najčešće, napadači prvo osvajaju mala učešća u vlasništvu targeta (toehold) kako bi mogli detaljno da istražuju performanse menadžera i uvide raspoloženje akcionara na skupštini, da bi posle mogli da povećaju šanse za uspeh eventualne javne ponude na osnovu koje bi mogle da preuzmu kontrolu. U praksi se dešavaju situacije sticanja kontrole nad drugim preduzećima bez isticanja javne ponude. Napadač kupuje akcije na otvorenom tržištu – taktika napada na tržištu (market raid), gde plaća samo tržišnu cenu akcije bez plaćanja premije. Ekstremnu verziju ove taktike predstavlja prepad u zoru

¹⁶ Milisavljević M., *Strateški menadžment*, strana 193

¹⁷ Strower M., Sahn S., *Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on MA Decisions for CEOs*, strana 26

(dawn raid) kada napadač u jednom danu, za samo nekoliko sati nakon otvaranja berzi, uspe da kupi dovoljnu količinu akcija ciljanog preduzeća koja će mu omogućiti preuzimanje kontrole, pre nego što menadžeri ciljanog preduzeća otkriju promene u vlasništvu i pokušaju da se odbrane. Pravni problem ove taktike je nejednak tretman akcionara, visoka cena akcija koja se tom prilikom plaća ne nudi se svima akcionarima ciljanog preduzeća već samo onima koji mogu brzo da reaguju¹⁸. Međutim ovu taktiku prate i neka ograničenja koja su joj svojstvena. Jedno od njih je to što na otvoreno tržište često nisu iznete sve akcije, pa postoji problem dolaska u kontakt sa dovoljnim brojem akcionara ciljanog preduzeća. Iako se ne plaća premija, veća aktivnost kupovine akcija dovodi do rasta cena akcija, što zainteresovanoj strani preuzimanje kontrole može učiniti skupljim od preuzimanja putem javne ponude. Možda najveću prepreku predstavljaju zakonska ograničenja. Zakonima se reguliše promet hartija od vrednosti i rad berze čime se otežava u nekim situacijama i onemogućava preuzimanje kontrole bez isticanja javne ponude. Ograničenja se odnose na propisivanje obaveze da svaki kupac mora obavestiti akcionarsko društvo i Komisiju za hartije od vrednosti u situacijama kada se probija propisani prag vlasništva za obelodanjivanje, a pri tom to se mora uraditi u propisanom roku. Izveštavanje o dosezanju niskih pragova učešća u vlasništvu ima čisto informativni karakter. Posebno važnim se smatra prag koji dovodi do promena u izvršenju kontrolnog uticaja ili u efektivnoj kontroli nad društvom.

U zavisnosti od toga da li se upravni odbor i menadžment tim ciljanog preduzeća slaže sa ponudom i njenim uslovima pravi se razlika između prijateljske i neprijateljske ponude. U slučaju prijateljske transakcije lansiranju formalne javne ponude prethode pregovori kupca i ciljanog preduzeća o uslovima ponude. Pregovori uobičajeno započinju potpisivanjem pisma o namerama (letter of intent) gde se definišu ključna pitanja, prava i obaveze strana u transakciji. Za kršenje ugovorenih odredaba uobičajeno se predviđa i plaćanje penala, a odustajanje može koštati i do 3% vrednosti transakcije¹⁹. Kada je dogovor postignut ponuđač lansira formalnu ponudu akcionarima ciljanog preduzeća, nakon čega upravni odbor i menadžment tim ciljanog preduzeća upućuju preporuku akcionarima da prihvate ponudu – preporučena ponuda.

Kod neprijateljskih ponuda, menadžment tim i upravni odbor ciljanog preduzeća o ponudi bivaju obavesteni tek nakon njenog upućivanja akcionarima. Preuzimanje može otpočeti kao prijateljsko ali se usled neuspeha u pregovorima može postati u neprijateljsko preuzimanje, ali dešava se i obrnuta

¹⁸ Đuričin D., Janošević S., Menadžment i strategija, strana 361

¹⁹ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 186

situacija. Uobičajena je strategija preuzimanja sračunata na osvajanje kontrole uz plaćanja minimalne premije, minimiziranje transakcionih troškova i omogućavanje uspešne i brze postakvizicione integracije²⁰. Tada je prijateljski pristup poželjniji od agresivnog pristupa.

U praksi se koristi i taktika medveđeg zagrljaja (bear hug) koja podrazumeva da preduzeće ponuđač bez ikakvog prethodnog obaveštenje uputi bordu direktora ciljanog preduzeća predlog za preuzimanje, zahtevajući brz odgovor uz podsećanje da će, ako odgovor zakasni ili bude odričan, uslediti neprijateljski napad²¹. Cena u ponudi je suviše visoka da bi je bord ciljanog preduzeća mogao predstaviti akcionarima kao neadekvatnu. Jednom lansirana javna ponuda stavlja preduzeće u igru u smislu da će privući i druge ponuđače i verovatnoću očuvanja samostalnosti učiniti minimalnom.

U svakom slučaju, napadač uvek želi sticanje kontrole uz plaćanje minimalne premije, minimiziranje transakcionih troškova i omogućavanje uspešne i brze postakvizicione integracije. Empirijska istraživanja su pokazala da u slučaju neprijateljskog preuzimanja napadač plaća veću premiju akcionarima ciljanog preduzeća. Suprotno, u prijateljskim pregovorima, menadžment i članovi borda ciljanog preduzeća su skloni da se odreknu velikog dela premija za svoje akcionare zarad zadržavanja svojih pozicija i nakon integracije. Stepem prijateljstva takođe utiče i na način plaćanja transakcije. Kako akcionari ciljanog preduzeća preferiraju gotovinu, plaćanje akcijama ili drugim hartijama od vrednosti ima smisla nuditi samo kod prijateljskih transakcija²². Prijateljske transakcije se neretko kompletiraju razmenom akcija, odnosno u formi merdžera. Osim toga prijateljski pristup omogućava da se minimiziraju i gubici ključnog personala, važnih kupaca i dobavljača ciljanog preduzeća. Prijateljskim pristupom se izbegava i privlačenje drugih ponuđača i otvaranje aukcijskog procesa nad ciljanim preduzećem.

4.2 Postupak javne ponude za kupovinu akcija

Kako bi se zaštitili interesi akcionara u najvećem broju zemalja praksa lansiranja javne ponude za kupovinu akcija detaljno je regulisana, vremenski interval u kome ponuda mora ostati otvorena, limiti cena u ponudi, mogućnost promene uslova u ponudi, mogućnost produžetka trajanja ponude itd. Ponuđač mora pored upravnog odbora i akcionara ciljanog preduzeća, obavestiti i berzu i Komisiju za

²⁰ Milisavljević M., *Strateški menadžment*, strana 194

²¹ Isto, strana 187

²² Strower M., Sahna S., *Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on MA Decisions for CEOs*, strana 29

hartije od vrednosti o svojoj ponudi. Forma i sadržaj dokumentacije za javne ponude propisani su od strane regulatornih tela, a samo lansiranje ponude mora biti formalno odobreno od strane Komisije za hartije od vrednosti. Ponegde se zahteva objavljivanje ponude u sredstvima javnog informisanja. Upravni odbor može svojim akcionarima dostaviti svoje mišljenje o ponudi. U slučaju prijateljskog preuzimanja, upravni odbor će svakako preporučiti svojim akcionarima da podnesu svoje akcije na ponudu. Ponuda obavezno mora sadržati i broj akcija koje ponuđač želi da stekne, vreme trajanja ponude i cenu.

Ponuda mora sadržati obavezne elemente. Ponuđač može uputiti ponudu za kupovinu svih akcija ili za kupovinu određenog broja akcija – delimična ponuda. Kada je ponuda uslovljena, ponuđač može odustati od kupovine već podnetih akcija ukoliko se ne podnese unapred definisani minimalni broj akcija. Međutim, u nekim zemljama nije dozvoljeno lansirati uslovljene ponude. Ponuda mora ostati otvorena u određenom vremenskom intervalu, uobičajeno vreme je tri nedelje najmanje, a često se propisuje i maksimalni period u kome je ponuda otvorena²³. Za vreme trajanja ponude ponuđač ne sme ni na koji način sticati akcije ciljanog preduzeća (kupovinom na tržištu). Najčešće, ponuđač ne sme ni vršiti prodaju već posedovanih akcija ciljanog preduzeća. Sve promene u ponudi moraju biti transparentne i o njima moraju biti obavешteni regulatorni organi. Što je ponuda duže otvorena, postoji velika verovatnoća da će konkurentski ponuđač uputiti ponudu. Konkurentska ponuda se ne može upućivati u poslednjoj nedelji trajanja ponude prvobitnog ponuđača, sve ponude moraju biti otvorene do istog datuma, a promene uslova u ponudama svih ponuđača moraju se okončati najmanje sedam dana pre tog datuma. Tržišna cena akcija ciljanog preduzeća predstavlja donju granicu cene u ponudi. Nacionalna zakonodavstva često predviđaju da ponuđač ne sme ponuditi cenu u ponudi nižu od cene koju je plaćao za date akcije u određenom roku pre otvaranja ponude. Što je ponuđena cena niža, veća je verovatnoća dobijanja konkurentske ponude.

Kada se ponuda proglasi bezuslovnom ili rok ponude istekne ponuđač više se može odustati od ponude i akcionari ciljanog preduzeća više nemaju pravo da povuku svoj pristanak. Ukoliko do isteka ponude ponuđač ne skupi minimalno traženi broj akcija i ne ispuni uslov on može odustati od ponude. Takođe, može i da je povuče bez obaveza da izvrši kupovinu akcija od akcionara koji su deponovali akcije. Prema podacima Mergerstat Review, javne ponude imaju veoma veliki procenat uspešnosti, od čak oko 80%. U slučaju delimičnih ponuda, ukoliko je broj akcija koje su akcionari deponovali veći od unapred

²³ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje, strana 189

određenog broja od strane ponuđača, ponuđač može izvršiti kupovinu ponuđenih akcija na srazmernoj osnovi, što znači da će svaki od akcionara moći da proda isti procenat od ukupnog broja akcija koje je deponovao. Kada akcionari odlučuju o podnošenju akcija na ponudu, tada može postojati „free-rider“ problem. Ukoliko je tekuća tržišna cena akcija ciljanog preduzeća 40 dinara, a ponuđač obećava cenu u ponudi od 55 dinara i pretpostavimo da se očekuje da će zahvaljujući poboljšanju u upravljanju preduzećem nakon preuzimanja preduzeća cena akcija biti 80 dinara, ako ponuda uspe akcionari koji su podneli svoje akcije dobiće za njih 55 dinara, a oni koji su se uzdržali imaju akciju koja vredi 80 dinara. Ovaj problem dolazi do izražaja posebno kada je disperzija vlasništva targeta velika.

Kada se uspešno kompletira javna ponuda i preuzme kontrolni paket u ciljanom preduzeću, deo vlasništva ostaje u rukama manjinskih akcionara. To nije slučaj u merdžeru. Zato se akvizicija ne završava merdžerom i potpunom apsorpcijom vlasništva od strane preduzeća kupca. Kako bi se izbegle frustracije u vezi sa postojanjem male grupe akcionara koji ne žele da prodaju svoje akcije, zakonodavstva velikog broja zemalja predviđaju obavezu prinudne prodaje akcija – istiskivanja za preostale manjinske akcionare koji nisu prihvatili javnu ponudu po istim uslovima koji su važili u javnoj ponudi²⁴. Aktiviranje ove opcije vezuje se za sticanje visokog procenta vlasništva (90% ili 95%) i za ograničenje vremenskog intervala nakon isticanja ponude. Kupac, posle toga, dolazi u posed 100% akcija, i tada je reč o merdžeru, a ne više o akviziciji.

4.3 Taktike odbrane od preuzimanja

Menadžeri i članovi upravnog odbora mogu na osnovu promena u strukturi akcionara otkriti da li fizička ili pravna lica povećavaju svoja učešća u vlasništvu. U ovoj fazi, pre najave javne ponude za preuzimanje, postoji dosta vremena da se napadač i eventualni ponuđač obeshrabri. Dobro vođena kampanja odbrane sračunata je na popravljjanje slike preduzeća i može imati oblik agresivnog publiciteta. U kampanju se mogu uključiti i krupni akcionari, sindikati, kupci, dobavljači i političari iznoseći pohvale na račun razvojnih potencijala preduzeća ili kvaliteta menadžera. Kampanja može uključivati i najave nameravanih povećanja dividendi. Ove proaktivne taktike odbrane od preuzimanja nazivaju se i taktikama rasterivanja ajkula (shark repellent). Smatra se da svako preduzeće treba da ima proaktivne taktike odbrane.

²⁴ Strower M., Sahna S., Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on MA Decisions for CEOs, strana 32

Istraživanja na bazi činjenica govore da su promene menadžment tima ciljanog preduzeća nakon preuzimanja utoliko veće ukoliko su performanse preduzeća lošije u odnosu na prosek grane u kojoj preduzeće posluje. Što znači, iako nelogično, da će taktike odbrane biti prisutnije i snažnije ukoliko su performanse menadžera loše. Isto tako, ukoliko menadžeri imaju malo učešće u vlasništvu otpor preuzimanju biće izraženiji, jer je verovatnoća pokrića gubitaka u ličnom blagostanju menadžera iz dobitaka od premija manja.

Odgovarajuće taktike odbrane se uzimaju u razmatranje sa prvim novinskim saopštenjima ili obraćanjima akcionara u kojima uprava preduzeća iznosi svoje nepovoljna viđenja ponude. Poslednja brana odbrane jeste obezbeđivanje dobijanja prijateljskih konkurentnih ponuda ili intervencija sudskih ili državnih organa. U SAD manje od ¼ javno kotiranih preduzeća zadrži svoju nezavisnost nakon primanja neprijateljske ponude, dok je u Velikoj Britaniji njih oko ½²⁵.

Za vreme trajanja ponude sledeće radnje nije dozvoljeno vršiti:

- emitovati autorizovane, a neemitovane akcije,
- emitovati ili garantovati opcije u odnosu na neemitovane akcije,
- vršiti otkupe sopstvenih akcija,
- kreirati, dozvoliti kreiranje ili emitovati hartije od vrednosti koje nosa prava na, ili prava konverzije u, akcije preduzeća,
- prodavati ili sticati sredstva u materijalno značajnom iznosu,
- ulaziti u ugovore drugačije suštine od ugovora u uobičajenom kursu poslovanja preduzeća i sl.²⁶.

Mnoge taktike odbrane moraju biti odbrane glasanjem na vanrednoj skupštini akcionara, što znači da akcionari imaju mogućnost da blokiraju neke taktike odbrane menadžera koje im ne idu u korist.

Menadžment tim može da tvrdi da je cena u ponudi preniska i da iznese optimističke projekcije budućih rezultata poslovanja ciljanog preduzeća čime utiču da akcionari razmisle da li treba da ponude akcije na prodaju. Akcionarima se sugerše da sačekaju, jer mogu više dobiti ako nastave da drže akcije

²⁵ Đuričin D., Janošević S., Menadžment i strategija, strana 365

²⁶ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 196

u svom posedu nego što će dobiti kroz jednokratnu premiju od ponuđača. Ukoliko menadžment tim uspe da očuva kontrolu on može da ispuni dato obećanje realnim poboljšanjima efikasnosti, ali i na bazi dozvoljenih računovodstvenih podešavanja rezultata.

Izmene statuta kroz dodavanja amandmana, mogu učiniti akviziciju težom. Amandmani imaju za cilj da pojačaju snagu borda ili da ograniče radnje koje su na raspolaganju akcionarima. Obično se amandmanima zahteva supervećinsko odobravanje merdžera (npr. 80% akcionara). Namera amandmana je da se oteža ostvarivanje efektivne kontrole nakon preuzimanja, zahtevanjem klasifikovanog borda. Na primer, potencijalna struktura borda od 15 članova tokom jedne godine može biti 5+5+5 ili pak 3+3+3+3+3, što znači da se u toku jedne kalendarske godine može izvršiti zamena 5 i 3 direktora, respektivno²⁷. U prvom slučaju za zamenu svih direktora biće potrebno da proteknu 3 godine, a u drugom slučaju 5 godina. Izmena statuta može biti usmerena na ukidanje kumulativnog sistema glasanja, što ima za cilj da se akcionarima disidentima oteža promenom upravnog odbora napadaču olakšaju preuzimanje.

Primena taktike zlatni padobrani podrazumeva da menadžeri i članovi upravnog odbora ciljanog preduzeća nastoje da za sebe obezbede enormne otpremnine – zlatne padobrane, u slučaju da moraju da se „prizemlje“ nakon preuzimanja. Zlatni padobrani se mogu ugovarati proaktivno sa akcionarima sopstvenog preduzeća ili sa samim ponuđačem. Bez obzira na njihovu visinu, oni ipak predstavljaju samo mali procenat ukupne cene koja se plaća za preuzimanje, te se ne smatraju efektivnim sistemom zaštite. Akcionari mogu pristati na primenu ove taktike kako bi menadžment tim manje bio usredsređen na sopstveni položaj i blagostanje, a više na interese akcionara u vezi sa primljenom ponudom. Taktika zlatni padobrani može voditi boljem poravnanju interesa menadžera i akcionara i većim premijama pri preuzimanju.

Odbrambena taktika beli vitez ima za cilj da se obezbedi prijateljska ponuda drugog preduzeća – belog viteza, što će omogućiti da se ulaskom u odbrambeni merdžer sa istim osujete namere neprijateljskog ponuđača – crnog viteza. Ova taktika se uobičajeno primenjuje samo kao poslednje utočište jer pretpostavlja da će preduzeće biti preuzeto. Menadžment tim ciljanog preduzeća bira manje od dva zla, budući da sa prijateljskim ponuđačem može ugovoriti svoj ostanak na poziciji nakon preuzimanja.

²⁷ Isto, strana 198

Bele štitonoše predstavljaju taktiku odbrane u kojoj se pre prijema ponude za preuzimanje novoemitovane akcije plasiraju u ruke prijateljskih investitora, za koje se zna da ih neće prodati napadaču i da neće uputiti ponudu za preuzimanje. Pozicija napadača dodatno se otežava činjenicom da će sada morati da kupi veći broj akcija da bi došao u posed kontrolnog paketa. Voren Bafet je jedan od čuvenih štitonoša za Gillette, Coca-Cola i US Air.

Ciljano preduzeće može izvršiti prodaju izvesnih delova sredstava od visoke važnosti za ponuđača, najčešće prijateljskoj strani sprovodeći time taktiku prodaje krune od dragulja ili porodične srebrnine (crown jewel). Prodaja ekstremno velikog dela sredstava i time dovođenje preduzeća u loš finansijski položaj predstavlja ekstremni oblik ove taktike i naziva se taktika spržene zemlje (scorched earth).

Gotovo sve tehnike finansijskog restrukturiranja mogu se koristiti za svrhe očuvanja kontrole nad preduzećem. Otkup akcija omogućava eliminaciju akcionara koji bi podneli akcije na javnu ponudu sa niskom cenom, podiže cenu akcija i čini potencijalnim napadačima transakciju preuzimanja skupljom, tj. manje isplativom. Posledično, dolazi do smanjenja broja akcija na tržištu koje su na raspolaganju napadaču, a vlasništvo se koncentriše u rukama više lojalnih akcionara. One tehnike finansijskog restrukturiranja koje podrazumevaju povećanje nivoa zaduženosti preduzeća troše dugovne kapacitete preduzeća i vode neposrednoj eliminaciji viškova gotovine, što može umanjiti želju napadača da uputi ponudu za preuzimanje²⁸.

Posledica primene taktike ugovora o zatišju jeste obaveza ponuđača da će obustaviti dalju kupovinu akcija ciljanog preduzeća, tačnije ograničiti veličinu holdinga koji poseduje u vlasništvu u ciljanom preduzeću. Ovakav dogovor na kraju dovede do pokušaja preuzimanja. Preduzeće Gillette koje je u 1980. godini bilo sladak zalogaj za mnoge napadače, bilo je primorano da sklopi ovakve sporazume sa Colgate-om, Palmolive-om, PepsiCo-om, Solomon Brothers-om itd.²⁹

Ciljani otkup bloka akcija za razliku od konvencionalnog otkupa akcija, podrazumeva ponudu da akcije prodaju korporaciji samo oni akcionari koje korporacija želi da ukloni iz kruga vlasnika. Izvršenje ciljanog otkupa bloka najčešće uključuje plaćanje značajne premije iznad tržišne cene, što se popularno naziva zelena ucena (greenmail). Uobičajeno nakon ovakvog okupa cena akcija na tržištu pada. Pad

²⁸ Đuričin D., Janošević S., Menadžment i strategija, strana 381

²⁹ Kolter M., Strategijski menadžment na delu, strana 186

cena akcija se objašnjava ne samo efektima previsokih premija, već i efektima smanjene verovatnoće dobijanja ponude za preuzimanje i slabijeg monitoringa menadžmenta nakon uklanjanja potencijalnog ponuđača. Isplata po osnovu otkupa ciljanog bloka akcija nekada toliko finansijski iscrpljuje preduzeće da ga ponekad čini još atraktivnijom metom za napadače i istovremeno umanjuje verovatnoću da će moći da se odbrani od tog novog napada.

Otrovne pilule (poison pills) je taktika odbrane koja je krajem 2007.godine bila aktivirana od strane 30% preduzeća uključenih u S&P 500 indeks, što je duplo manji procenat u odnosu na situaciju iz 2002. godine. Ova taktika se sprovodi tako što preduzeće distribuirala instrumente koji se mogu koristiti za kupovinu običnih akcija, prava i varante. Ovi instrumenti su bezvredni sve dok se ne desi unapred određeni događaj, sticanje određenog procenta akcija sa pravom glasa od strane napadača. Tada instrumenti postaju aktivni za sve akcionare osim za investitore koji poseduju više od propisanog praga vlasništva (napadač). Iskorišćavanjem prava dolazi se do običnih akcija preduzeća po bagatelnim cenama (flip-in verzija)³⁰. Ovakav zahvat će značajno razvodniti učešće koje je napadač stekao i poskupeti osvajanje kontrolnog učešća. Ukoliko proceni da treba ukloniti ovu odbranu uprava preduzeća to može da uradi plaćajući jeftino nominalnu vrednost emitovanih prava koja je po pravilu izuzetno niska. Tehnika otrovnih pilula se javlja kada preduzeće akcionarima u zamenu za dividende distribuirala konvertibilne obveznice ili konvertibilne preferencijalne akcije, koje se automatski konvertuju u obične akcije preduzeća pri dobijanju javne ponude. I u ovom slučaju ponuđač ima dve opcije ili da “ proguta“ otrovnu pilulu čime otkupljuje sve nove akcije koje nastaju kao rezultat konverzije i trpi značajno veće troškove preuzimanja ili da odustane od ponude³¹. Jedna od verzija taktike je i ona kod koje se poveriocima dozvoljava da traže punu otplatu dugova u trenutku promene kontrole putem neprijateljskog preuzimanja.

Pekmen, taktika nazvana po nekada popularnoj kompjuterskoj igri uključuje napore uprave targeta da po dobijanju ponude lansiraju javnu ponudu da preuzme preduzeće ponuđača³².

Parničenje se svodi na obraćanje antimonopolskoj komisiji ili sudskim instancama. Uprava ciljanog preduzeća se obraća monopolskoj komisiji nadajući se da će ponuda biti povučena. Ili će se, dok monopolska komisija sasluša sve argumente, odložiti na duži vremenski period, a da će za to vreme

³⁰ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 199

³¹ Milisavljević M., Strateški menadžment, strana 206

³² Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 200

uprava uspeti da primeni druge taktike odbrane uključujući i pronalaženje belog viteza. Napadač često može biti optužen pred sudovima da je u ponudi akcionarima pružao lažne informacije o svojim namerama.

U praksi je poznata simultana primena taktika za odbranu kada se desi napad preduzeća Mesa za preuzimanje Philips Petroleum-a. Philips Petroleum je najpre ponudio Mesi zelenu ucenu, povećao dividende za 25%, najavio program prodaje sredstava u vrednosti od 2 mlrd. \$, saglasio se da će otkupiti 50% svojih akcija i emitovao obveznice u visini od 4.5 mlrd \$ čime je, na kraju, ratio zaduženosti podigao na 80%³³. Preduzeće se uspešno odbranilo od preuzimanja i kasnije povratilo svoj kreditni rejting.

4.4 Odbrambene mere i agencijski problem

Razvoj složenijih oblika organizovanja preduzeća uslovio je stvaranje manjeg broja ekonomski snažnijih, ali i organizaciono kompleksnijih i komplikovanijih korporativnih entiteta. Za njihovo adekvatno vođenje vlasnici često nisu imali dovoljno vremena, volje, a naročito znanja, pa su morali da angažuju profesionalne i kompetentne timove stručnjaka (menadžere), kojima su poveravali upravljanje takvim entitetima. Međutim, prebacivanje odgovornosti za upravljanje privrednim društvom na menadžere, imalo je za posledicu pojavu problema druge vrste. Naime, umesto da menadžeri postupaju sa imovinom preduzeća kao dobri domaćini i da svoje sposobnosti koriste za postizanje poslovnih rezultata korporativnih entiteta koji će zadovoljiti investitore, menadžeri počinju da zloupotrebljavaju ukazano poverenje i da realizaciju sopstvenih ciljeva stavljaju u prvi plan, ispred ciljeva vlasnika privrednih društava.³⁴

Menadžment ulaže u korporaciju svoj specifični organizaciono-humani kapital, pa bi maksimiziranje ostvarenih nadoknada (zarada i ostalih primanja) od takvog ulaganja trebalo da bude njegova ciljna funkcija. Kako su merdžeri i akvizicije drugih korporativnih entiteta jedna od investicionih alternativa koje stoje na raspolaganju menadžmentu, tada bi sledeći ciljevi (o kojima je već bilo reči) bili primarni u njihovom odlučivanju da li slobodan novčani tok uložiti u akviziciju, pre nego ga raspodeliti akcionarima u vidu dividendi:

- sindrom stvaranja imperije

³³ Kolter M., Strategijski menadžment na delu, strana 174

³⁴ Đorđević S, (2012.) Značaj i uloga mehanizama korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta, Škola biznisa, 1, 51-62

- lična satisfakcija
- osiguranje zaposlenja .

Jedan od načina za prevazilaženje agencijskog problema jeste u sistemima podsticaja, kako onima koji se realizuju kroz nadoknade koje menadžeri ostvaruju mimo redovnih primanja, tako i kroz postizanje odgovarajućih sporazuma, kojima se menadžeri štite u slučajevima kada je entitet kojim oni upravljaju predmet neprijateljskog preuzimanja. Preventivna mera odbrane „zlatni padobrani” (Golden Parachutes) predstavlja sklapanje sporazuma sa angažovanim timom menadžera, u kojima se garantuje isplata relativno visokih novčanih nadoknada u slučajevima njihovog smenjivanja ili povlačenja, koje je prouzrokovano promenama u kontroli nad kompanijom kojom oni upravljaju. Aktiviranje prava angažovanog menadžmenta iz postignutog sporazuma vezano je za nastanak određenih događaja, kao što su: kupovina određenog procenta udela u vlasništvu od strane ulagača izvan matične korporacije, ili postojanje ponude za direktnu kupovinu akcija (ponude na tenderu) za određeni procenat udela u vlasništvu matične korporacije. Prema mišljenju zagovornika primene sporazuma ove vrste, oni predstavljaju način ujednačavanja interesa akcionara i članova uprave nakon pokretanja postupka preuzimanja, čime se smanjuje sukob interesa, a menadžment podstiče da u postupku preuzimanja radi u interesu vlasnika. Kritičari, pak, smatraju da „zlatni padobrani” služe isključivo očuvanju stečenih pozicija angažovanog tima menadžera na račun vlasnika. Jer „mogu obeshrabrili potencijalne kupce da budu zainteresovani za kupovinu korporacije kojom oni upravljaju, ili ohrabrili direktore na ključnim mestima da podrže predloženu transakciju iako ona nije u najboljem interesu njihovih akcionara.” Stoga ih protivnici često nazivaju „zlatnim lisicama” (Golden Handcuffs), jer vezuju ruke kompaniji, a daju veliku slobodu njihovim imaocima. Broj lica u korporativnom entitetu koja mogu biti obuhvaćena ovakvim sporazumima zavisi od brojnih faktora, među kojima se ističu: veličina i finansijska snaga kompanije, ukupni troškovi, praksa konkurenata, verovatnoća da će ta lica tražiti drugo zaposlenje, položaj koji imaju u privrednom društvu, verovatnoća da će njihovo zaposlenje prestati nakon promene kontrole, dužina radnog staža, visina njihovih primanja u privrednom društvu³⁵.

Empirijske studije su pokazale da postizanje sporazuma sa angažovanim timom menadžera predstavlja jednu od retkih preventivnih mera odbrane od preuzimanja, koja ima za posledicu značajan rast u ceni akcija korporativnog društva koje je obelodanilo njihovo postizanje. Rast cena akcija je u vezi sa shvatanjem da će korektna primena postignutog sporazuma pomoći u smanjivanju konflikta interesa

³⁵ Dorđević S, (2012.) Značaj i uloga mehanizama korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta, Škola biznisa, 1, 51-62

između (su)vlasnika i menadžera u slučaju ponuda za preuzimanje. Takođe će učiniti verovatnim da će se mogući dobici koji su rezultat promene u kontroli nad ciljnom kompanijom realizovati. Zlatni padobran se može koristiti kao odbrambena mera i kao instrument koji vodi smanjenju informacione asimetrije između menadžmenta i vlasnika.

4.5 Primena odbrambenih taktika u praksi

4.4.1 MITTAL I ARCELOR

Mittal Steel, indijski i svetski proizvođač čelika sa sedištem u Holandiji, objavio je 27. januara 2006. neprijateljsku ponudu za Arcelor, u to vreme po prihodima najvećeg svetskog proizvođača čelika. Arcelor je, u tom trenutku, bio drugi u svetu proizvođač čelika i neprijateljska ponuda Mittal-a proizvela je mnogo kontroverzi i neslaganja. Mnoge ugledne ličnosti su bile uključene u problematiku, računajući i bivšeg predsednika Francuske Žaka Širaka, koji je javno bio protiv neprijateljske ponude Mittal-a. Ukoliko bi uspela, preuzimanje bi dovele do stvaranja entiteta čija bi proizvodnja čelika premašivala 100 miliona tona godišnje i veličinu koja bi bila četiri puta veća od najbližeg rivala Mittal Steel-a u tom trenutku.

Mittal Steel je ponudio 28,21 evro po Arcelor-ovoj akciji, što je značilo da će Arcelor dobiti premiju od 27% po akciji, s obzirom da je ponuda bila za 27% iznad tržišne cene za jednu Arcelor-ovu akciju ili ukupnu ponudu od 18,6 milijardi evra. Spajanje bi stvorilo entitet čija bi tržišna pozicija bila vodeća u Evropskoj Uniji, centralnoj Evropi, Africi i Južnoj Africi. Značajno je što je Mittal i sam proizvođač sirovina, tačnije rude gvožđa, jer im je 60% kapaciteta dovoljno da zadovolje sopstvene potrebe, pa bi u kombinaciji sa Arcelor-om bio stvoren entitet koji bi bio četvrti svetski proizvođač rude gvožđa. Ponuda Mittal-a sadržala je kombinaciju plaćanja u novcu i akcijama, tačnije 4 akcije Mittal-a plus dodatnih 35,25 evra u novcu u zamenu za pet Arcelor-ovih akcija (ili 0,8 Mittal-ovih akcija plus dodatnih 7,05 evra u novcu za svaku Arcelor-ovu akciju). Alternativna ponuda je sadržala 16 Mittal-ovih akcija za 15 Arcelor-ovih akcija ili prethodno pomenutih 28,21 evra za svaku Arcelor-ovu akciju³⁶.

Kao što je već rečeno, neprijateljsku ponudu su pratili mnogobrojne kritike i negativni komentari. Upravni odbor Arcelor-a je izjavio da kompanija ne deli istu viziju, misiju, poslovni model i vrednosti

³⁶ Degen R., Changes in governance: The case of Arcelor's takeover by Mittal Steel, strana 8

sa Mittal-om rizikujući teške posledice po grupu, akcionare, zaposlene i kupce. Nadalje, menadžment Arcelor-a u pokušaju da zaplaši svoje akcionare povodom preuzimanja, objašnjava u dopisu akcionarima da merdžer nema industrijskog smisla, što bi se u teorijskom smislu okarakterisalo kao napad na logiku ponude što treba da predstavlja jednu vrstu odbrambene strategije, jer Arcelor dobija na vremenu što se može odraziti na povećanje premije u ponudi. Arcelor se složio da Mittal ima slabu korporativnu upravu, implementirani monokulturni menadžment i slabu strategiju³⁷. Menadžment Arcelor-a nastavlja da izjavljuje da je akcionarima bolje bez Mittal-a, formirajući strategiju odbrane od preuzimanja, nazvanu projekat Tigar.

Arcelor je originalno razvijen iz nacionalnih interesa čelične industrije Francuske, Luksemburga i Španije, dok je poslovanje obavljao u Belgiji. Ipak, samo je Luksemburg posedovao učešće u kompaniji (oko 6 procenata). Francuska, Španija i Luksemburg su javno izjavile da se protive preuzimanju, dok je Belgija ostala neutralna³⁸. Žan Klod Junker, tadašnji premijer Luksemburga, a sadašnji predsednik Evropske Komisije, pojavio se u javnosti sa izjavom da je ponuda neshvatljiva i podsticao je inicijative da se preuzimanje stopira u svakom smislu. Uskoro, tadašnji premijer Francuske Domenik de Vilpen i ministar finansija Tijeri Breton pridružuju se Junkeru pozivajući na mobilizaciju ekonomskog patriotizma. Problem preuzimanja bio je na vrhu prioriteta u razgovorima Žaka Širaka i Junkera u Luksemburgu. Španski ministar finansija takođe je bio protiv ponude, dok je belgijska vlada zatražila detaljnu analizu ponude. Čak je i Odeljenje pravde američke vlade uzelo učešće u problemu revidirajući do detalja ponudu u smislu postojanja monopolskog udruživanja.

Pokušavajući da zaštiti francuske kompanije od neprijateljskog preuzimanja, Tijeri Breton je predložio donošenje zakona, po kome je kompanijama dozvoljeno da emituju nove akcije bez prethodne dozvole akcionara ukoliko se suočavaju sa neprijateljskim preuzimanjem. Novi zakon je označavao da je kompaniji koja preuzima neophodno 95% akcija targetirane kompanije da bi stekla kontrolu. Kako je generalni direktor Mittal-a, Lakšmi Mital indijski državljanin, indijska vlada je osetila potrebu da ga zaštiti i podrži, što je rezultiralo izjavom ministra za trgovinu Indije, Kamala Natna, da Evropske vlade sprovode politiku rasizma i diskriminacije³⁹.

³⁷ Isto, strana 9

³⁸ Samim Z., Yang E. (2011), Mergers and acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, strana 8

³⁹ <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/forgingasteelgiantmittalsbidforarcelor>

Suočavajući se sa neprijateljskom ponudom od strane Mittal-a, Arcelor je razvio plan komunikacije „Tigar projekat“ u nadi da će moći da ubede svoje akcionare da je kompaniji bolje bez Mittal-ovog učešća i da neće prodati svoje akcije Mittal-u. Predstavljen je 2006-2008 plan čiji je cilj bila maksimizacija kreirane vrednosti za akcionare i bord Arcelor-a je čak i obećao porast u rezultatu za 24% i velikodušne bonuse⁴⁰.

U poslednjoj nedelji maja 2006. godine, menadžment Arcelor-a objavio je 13,6 milijardi evra vredan predlog spajanja sa Severstal-om, najvećim ruskim proizvođačem čelika, kao pokušaj da se izbegne neprijateljsko preuzimanje od strane Mittal-a⁴¹. Ukoliko bi ovaj merdžer bio uspešan, kombinovani entitet bi bio globalno najveći proizvođač čelika i ujedno najprofitabilniji, pomerajući sa te pozicije Mittal. Ponuda Severstal-a je opisana kao prijateljska, vrednujući svaku akciju Arcelor-a po ceni od 44 evra, što predstavlja 100% premiju u poređenju sa Arcelor-ovom cenom akcije na zatvaranju berze 26. januara 2006. godine.

Moguće spajanje nije dobilo pozitivne reakcije ekonomskih analitičara, koji su opisivali merdžer sa Mittal-om kao atraktivniju i razumljiviju opciju nego spajanje sa Severstal-om. Severstal-Arcelor bili bi geografski rasprostranjeni na teritoriji EU, Rusije i Latinske Amerike, dok bi merdžer sa Mittal-om omogućio globalno prisustvo, veće proizvodne kapacitete i veći kapacitete u proizvodnji rude gvožđa. Usvajajući odbrambenu strategiju kroz projekat Tigar sa jedne strane, Arcelor je propustio da, sa druge strane, usvoji strategiju Belog viteza, koja bi teorijski verovatno učinila ponudu Mittal-a skupljom i omogućila Arcelor-u da dobije još na vremenu. Na kraju, Mittal se složio da plati 40,27 evra po akciji Arcelor-a, skoro duplo više nego prilikom prve ponude, čime je merdžer uspešno sproveden⁴². Ali, Arcelor je morao da plati Severstal-u 140 miliona evra kao rezultat neuspehlih pregovora sa ruskim gigantom.

Pouke koje možemo izvući iz ovog slučaja Arcelor-Mittal jesu da neprijateljsko preuzimanje veoma često izaziva suprotne i negativne reakcije, iako se to u ovom slučaju i očekivalo jer je neprijateljska ponuda Mittal-a uključila u raspravu značajne evropske političare. Arcelor je pokušao da spreči na početku neprijateljsko preuzimanje pokrećući projekat Tigar sa nadom da će ubediti svoje akcionare da ne prodaju svoje akcije. Takođe, menadžment je razmatrao i alternativne metode, pa je i pregovarao sa ruskim Severstal-om nadajući se da će stvoriti merdžer koji će u javnosti i štampi biti okarakterisan kao

⁴⁰ Samim Z., Yang E. (2011), Mergers and acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, strana 11

⁴¹ Degen R., Changes in governance: The case of Arcelor's takeover by Mittal Steel, strana 12

⁴² <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/forgingasteelgiantmittalsbidforarcelor>

„prijateljski“. Dogovor nije postignut i Arcelor je propustio da usvoji ono što se u teoriji naziva Beli vitez odbrambena strategija.

Arcelor je možda mogao da pokuša sa proaktivnim strategijama odbrane, strategija Belog viteza spada u reaktivne strategije, i koriste se kao poslednje utočište. Arcelor je mogao da pokuša sa strategijom otrovnih pilula ili produženja trajanja odbora (jačanje njegove snage). Ove strategije su dostupne pre nego što se primi neprijateljska ponuda. Ostaje nejasno, zašto jedna takva kompanija, u smislu globalnog prisustva, broja zaposlenih i veličine prihoda, kao što je Arcelor nije imala nijednu implementiranu proaktivnu strategiju odbrane. Primenjujući taktiku otrovnih pilula, Arcelor je mogao da razvodni svoje akcije, prisiljavajući ponuđača da tek sa konsenzusom odbora direktora može steći dovoljan broj akcija kako bi imao kontrolu nad kompanijom. Takođe, kreirajući strategiju otrovnih pilula, kompanija bi dobila na vremenu. Više vremena targetiranoj kompaniji da evaluiira i analizira ponudu i samim tim da stupi u pregovore sa ponuđačem u nadi da će ponuda biti povećana kroz premiju, što povećava bogatstvo akcionara targetirane kompanije.

Flip-in verzija otrovnih pilula omogućava kompaniji da izda nove akcije kada se suoči sa neprijateljskom ponudom. Nove akcije su dostupne samo akcionarima ciljane kompanije i obično se prodaju daleko ispod tržišne cene akcija. Ova strategija otežava ponuđačima da steknu kontrolno učešće u targetiranom preduzeću. Arcelor je takođe, mogao da kombinuje strategiju otrovnih pilula sa strategijom jačanja snage borda (staggered board)⁴³. Jačanje borda podrazumeva zabranu zamene svih članova borda direktora targetirane kompanije u jednoj godini. Implementacija ove strategije dozvoljava kompaniji sticaocu da zameni deo menadžmenta ili borda direktora, iako ona ima kontrolnu poziciju i većinski broj akcija.

Postupci Arcelora su bili relativno racionalni i razumljivi. Oni nisu primenili nijednu zvaničnu odbrambenu strategiju, umesto toga razvili su plan komunikacije pokušavajući da ubede akcionare da ne prodaju svoje akcije Mittal-u. Uključili su se u pregovore sa Severstal-om, mogućim Belim vitezom za Arcelor, ali dogovor nikada nije postignut. Svakako, se od Arcelora očekivalo da ima implementiranu proaktivnu strategiju, da li samo otrovne pilule, ili jačanje snage borda ili kombinaciju navedenih koje bi bord možda dovele do potencijalnog boljeg rezultata. Kako god, Mittal je povećao

⁴³ Samim Z., Yang E. (2011), *Mergers and acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them*, stran 13

svoju ponudu i merdžer između navedenih kompanija postao je činjenica, a Širak i Junker ostali duboko razočarani.

4.4.2 LUNDIN I EQUINOX

Lundin Mining korporacija je kanadska kompanija i kompanija koja proizvodi diversifikovane metalne rude u Portugaliji, Švedskoj, Španiji i Irskoj, proizvodeći bakar, cink, olovo i nikl. Godišnji proizvodni kapaciteti su oko 250 hiljada tona metala. Lundin Mining ima razvojni projekat gasovoda koji treba da poveže njihove rudnike Zinkgruvan i Neves-Corvo i učešće u bakar/kobalt projektu u Demokratskoj Republici Kongo – Tenke Fungurume.

Equinox Minerals je međunarodna rudarska kompanija sa godišnjom proizvodnjom od 145 hiljada tona bakra, listirana na berzama u Kanadi i Australiji. Equinox ima 100% učešća u rudniku bakra Lumwana u Zambiji, jednom od najvećih i u poslednjoj dekadi najrazvijenijih rudnika bakra na globalnom nivou i učešće u Jabal Sayid bakar-zlato projektu u Saudijskoj Arabiji.

Lundin Mining je 28. februara 2011. godine primio neprijateljsku ponudu za celu kompaniju od strane Equinox-a. Vrednost tendera je procenjena na 4,8 milijardi dolara u novcu i akcijama. Svaki akcionar Lundin Mining-a bio je u mogućnosti da bira između 8,10 dolara po akciji ili da dobije 1.2903 Equinox-a plus 0,01 dolar za zajedničku akciju Lundin Mining-a⁴⁴. Ponuda je reflektovala premiju od 26% u odnosu na cenu od 6,45 dolara po akciji Lundin Mining-a na dan zatvaranja 25. februara 2011. na berzi u Torontu. Equinox je izjavio da će ponuda biti finansirana iz zajma vrednog 3,2 milijarde dolara od Goldman Sachs-a i Credit Suisse Securities-a.

Equinox je u javnost izašao sa očekivanim koristima od potencijalne akvizicije i čime ona rezultuje. Equinox veruje da će kombinacija Equinox-a i Lundin Mining-a pozicionirati kombinovani entitet na način da kreira značajnu vrednost za svoje akcionare kroz superiornu snagu u ceni bakara i velikom

⁴⁴ Equinox begins hostile bid for Lundin, Financial Review, strana 18

potencijalu rasta⁴⁵. Veliki potencijal rasta se ogleda u nižem riziku ekspanzije postojećih operacija i započetih projekata. Kombinacije navedenih kompanija će omogućiti proizvodnju bakra u narednih šest godina u iznosu od 500 hiljada tona godišnje.

Lundin Mining je 20. marta u javnost izašao sa ozbiljnom i pažljivom analizom ponude i svojim akcionarima preporučio da odbiju ponudu od strane Equinox-a. Njihova preporuka akcionarima da ne prihvate ponudu bazira se na nekoliko razloga:

- Equinox je potcenio vrednost imovine Lundin Mining-a
- Oni očekuju da ostvare premiju plaćajući neadekvatnu premiju, jer su na dan objavljivanja ponude akcije porasle, i iznose 6 procenata više od prvobitne tržišne cene, sto je značajno manje za ovu vrstu transakcija u rudarskoj industriji, gde je prosečna premija oko 64% od 2004. za transakcije iznad 100 miliona dolara,
- ne postoje strategijske koristi za akcionare Lundin Mining-a, jer će kombinacija rezultovati u entitetu koji ima veću geografsku koncentraciju u Africi i Srednjem Istoku i nedostatku sinergije jer Equinox nema znanja o drugim rudama osim za bakar,
- ove razlike će dovesti do negativnog efekta na cenu akcija i ugroziti bogatstvo akcionara,
- veliki iznos duga iz koga će se finansirati ova transakcija negativno će uticati na finansijsku poziciju kombinovanog entiteta i
- preuzimanje će dovesti do rasta finansijskog rizika jer će kratkoročni kredit biti iskorišćen za plaćanje naknade kreditoru, kamate i otplatu glavnice duga iz kog se transakcija finansira.

Lundin Mining je 29. marta 2011. izjavio da je Upravni odbor usvojio ograničeno trajanje prioritnog prava plaćanja akcionarima, u teoriji prepoznatog kao otrovna pilula, kako bi bio u mogućnosti da razmotri strategijske alternative kako bi maksimizirali bogatstvo akcionara. Pravo podrazumeva fer tretman svih akcionara koje bi omogućilo adekvatno vreme da ispravno vrednuju preuzimanje bez pritiska. Predsednik Upravnog odbora Lundin-a Filip Vrajt je izjavio da je plan donet kako bi se dobilo na vremenu da se istraže sve moguće alternative koje će doneti korist akcionarima Lundin Mining-a. Ova verzija „otrovne pilule“ je flip-in verzija. To znači da Lundin Mining može da ponudi postojećim akcionarima preferencijalne akcije značajno ispod tržišne cene i uklone podsticaje akcionara da prodaju svoje akcije.

⁴⁵ Isto, strana 21

Trećeg aprila 2011. godina kineska državna rudarska kompanija MMR objavila je svoju nameru da u novcu preuzme celokupnu kompaniju Equinox nudeći 7 dolara po akciji, što je 33% premije u odnosu na tržišnu cenu akcija Equinox-a na zatvaranju berze 1. aprila 2011. Ova ponuda je od strane čelnika Equinox-a nazvana oportunističkom jer je premija smatrana premalom za jednog takvog giganta rudarske industrije. Filip Vrajt je smatrao ovakav odgovor Equinox-a na ponuda kineske državne rudarske kompanije licemernim jer su oni na sve načine pokušavali da privole akcionare Lundin Mining-a da prihvate ponudu koja je značajno lošija od one koju su Equinox-ovi akcionari dobili od MMR-a⁴⁶.

Lukas Lundin je prokomentarisao usvajanje „flip-in verzije otrovne pilule“ da on nije protiv prodaje ukoliko se njom može obezbediti odličan prinos akcionarima, ali da prodaju ne može da podrži jer je ponuđena bagatelna cena⁴⁷. Epilog ove priče je da se transakcija merdžera nije odigrala, jer Equinox nije mogao da „proguta“ otrovnu pilulu, pa je do daljnjeg odustao od najavljenog merdžera. U izjavi za štampu, odluka Equinox-a je odložena do daljnjeg jer smatraju da nemaju konkurenta u ponudi za Lundin, ali i to se može promeniti jer Lundin može da privuče i druge kompanije koje izvore sinergije pronalaze u rudarskoj industriji.

Iz ovog slučaja se može zaključiti da strategija „otrovne pilule“ predstavlja odličnu meru odbrane od preuzimanja. Kreiranje i primena otrovne pilule je naterala Equinox da se zaustavi u svojoj nameri, a akcionarima Lundin Mining-a da dobiju u vremenu kako bi pažljivo i bez stresa mogli da donesu odluku o prodaji svojih akcija ili ne. Takođe, omogućeno je da se razmotre dalje strategijske alternative, mogućnost da se privuku drugi ponuđači, čime bi Equinox dobio konkurenciju, kao i to da se iniciraju pregovori koji bi doveli do povećanja bogatstva akcionara Lundin Mining-a.

Lundin Mining je sproveo razumljivu taktiku odbrane, na taj način štiteći prava svojih akcionara. Brza reakcija na ponudu, radeći odličan posao sa prioritnim pravima akcionara i napadajući logičnost ponude, verovatno su povećali pritisak na Equinox i povećali poverenje svojih akcionara u njihove iskrene namere. Brzo usvajanje strategije „otrovne pilule“ je pokazalo da su ozbiljni u svojoj nameri da ne odstupe sve dok ne obezbede bolje uslove ponude za svoje akcionare.

⁴⁶ Samim Z., Yang E. (2011), Mergers and acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, stran 18

⁴⁷ Equinox begins hostile bid for Lundin, Financial Review, strana 18

Equinox do danas nije zvanično odustao od transakcije spajanja, odluka je samo odložena do daljnjeg. Ukoliko bi se ponuda ponovo aktivirala, Lundin, ukoliko želi da dobije bolju ponudu, mogao bi da pokuša da nađe Belog štitonošu ili da nađe drugog ponuđača. Ova akcija ne bi trebalo da mnogo uplaši Equinox ali bi mogla da poveća pritisak na njih jer bi se u tom slučaju takmičili za imovinu Lundin-a. A ukoliko bi u potpunosti želeli da se odustane od ponude uz podršku svojih akcionara, onda bi mogli da pronađu Belog viteza ili da odugovlače sa pregovorima dok Equinox ne shvati da postoji neatraktivnost ponude ili u najgorem slučaju da primeni strategiju odbrane „prodaje krune od dragulja“ u kombinaciji sa sudskim sporom.

4.4.3 SCHAEFFLER I CONTINENTAL

Schaeffler grupa osnovana je, davne 1883. godine, kada je Fridrih Fišer razvio mašinu za mlevenje čeličnih lopti, što je omogućilo mlevenje velikih količina okorelih čeličnih lopti do najsitnijih delova. Ova inovacija je uvod u uspešnu priču koja se danas prepoznaje pod imenom Schaeffler grupa. Sedište Schaeffler-a je u Hercogenaurahu u Nemačkoj i jedna je od najvećih nemačkih i evropskih kompanija u porodičnom vlasništvu. Vlasnici kompanije su trenutno Marija Elisabeta i njen sin, Georg Šafler sa Jurgenom Gajsingerom kao generalnim direktorom. Kompanija proizvodi visoko precizne proizvode i delove za mašine, opremu, motore i u avio-industriji. Kompanija trenutno posluje u preko 50 zemalja na 180 lokacija i zapošljava oko 70 hiljada ljudi širom sveta. Najveći brendovi INA, FAG i LuK su aktivni u automobilskoj industriji i industriji aeroaplikacija. Kako kompanija nastoji da razvija i unapređuje svoje proizvode, velike količine novca se investiraju u istraživanje i razvoj, posebno u novim istraživačkim centrima u Aziji i Severnoj Americi. Kompanija je okarakterisana kao kompanija sa kreativnim inženjerstvom i nekonvencionalnim rešenjima, pa 4.800 zaposlenih radi u više od 32 razvojno-istraživačka centra širom sveta, tražeći buduća rešenja za proizvode. Grupa trenutno ima prava na 14 hiljada patenata i oko 1.100 inovacija čeka patentiranje svake godine.

Continental korporacija osnovana je u Hanoveru. Proizvodnja kao glavni produkt u Hanoveru bazirala se na proizvodima od gume, gumiranoj tkanini i punim pneumaticima za kočije i bicikle. Danas, korporacija zapošljava oko 148.200 ljudi u 46 zemalja širom sveta i predstavlja drugog najvećeg snabdevača automobilskih delova u Evropu i među pet najvećih u svetu. Korporacija je podeljena na automobilski deo i deo za gume i sadrži šest glavnih divizija:

- Šasije i bezbednost, obuhvata osnovnu delatnost društva vodeći računa o bezbednosti, kočnicama, asistiranju vozačima i komponentama šasija,
- pogon, koji predstavlja inovativna i efikasna rešenja za mnoge proizvode,
- enterijer vozila kombinuje sve aktivnosti povezane sa unutrašnjosti automobila,
- gume za putnička i laka teretna vozila,
- gume za teška teretna vozila i
- KontiTek razvija funkcionalne delove za automobilsku industriju⁴⁸.

Schaeffler grupa je 15. jula 2008. godine objavila ponudu za preuzimanje tri puta veće kompanije Continental AG po ceni od 69,37 evra po akciji⁴⁹. Cilj je bio da se stekne strategijsko prisustvo o kompaniji za šta je trebalo više od 30% ukupnih akcija. Izvršni odbor Continental-a odmah je odbio ponudu jer ona ne predstavlja fer i punu vrednost kompanije. Pošto su odbili ponudu, odmah su i energično napali logičnost preuzimanja izjavivši da su strategijske prednosti kombinovanog entiteta veoma ograničene, tačnije da će Schaeffler imati korist od Continental-a, ali ne i Continental od Schaeffler-a. Schaeffler grupa, sa druge strane, odmah je izjavila da je ponuda bazirana na jasnoj poslovnoj logici i porekla da je delovala nezakonito, na šta je sugerisao Continental. Kako su se pregovori nastavili, Schaeffler grupa je zaobišla upravni odbor Continental-a i direktno se obratila investitorima i akcionarima nudeći im 70,12 evra u novcu po svakoj akciji.

Podnoseći zvaničnu ponudu, Schaeffler nije bio obavezan da podnese još jednu i tako ostane u nemogućnosti da stekne kontrolni paket akcija. Nadalje, Schaeffler grupa se osigurala da kupi 36% Continental-ovih akcija po ukupnoj vrednosti od 11 milijardi evra kroz dogovore koje su bake organizovale u njihovo ime.

Kao što je pomenuto ranije u radu, prvobitna akcija je bila momentalno odbijanje ponude i dovođenje u pitanje poslovne logike ponude. Poslednji pokušaj Continental-a je bio da pronade „Belog viteza“ tako što je pokušala da zainteresuje hedž fondove i druge proizvođače guma. Continental u tome nije uspeo i pregovori su nastavljeni, kada je Schaeffler odlučio da poveća svoju ponudu sa 70,12 evra po akciji na

⁴⁸ Samim Z., Yang E. (2011), Mergers and acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, strana 22

⁴⁹ Continental and Schaeffler, losing its bearings, The Economist, strana 51

75 evra što bi u ukupnom iznosu bilo 12,1 milijarda evra. Continental je u početku odbio i tu ponudu ali se kasnije odlučio za postizanje dogovora koji je podrazumevao sledeće:

- Schaeffler će kupiti više od 49,99% Continental-a do 2012. godine
- Continental će ostati javno listirana kompanija
- Ponuda ostaje na 75 evra po akciji
- Schaeffler će uplatiti 522 miliona evra kako bi predupredila bilo kakav finansijski udar na Continental
- Sedište Continental-a ostaje u Hanoveru
- Dug Continental-a neće rasti bez prethodnog odobrenja akcionara
- Obe kompanije će raditi na razvijanju sinergetskih projekata
- Continental će imati ovlašćenje da poveća udeo Schaeffler-ovog vlasništva
- Generalni direktor Continental-a Manfred Venemer će napustiti kompaniju
- Bivši nemački kancelar Gerhard Šreder ima ovlašćenje da nadgleda ispunjenje dogovora⁵⁰.

Merdžer je realizovan 16. septembra 2008. godine. David je pobedio Golijata. Iz ovog slučaja možemo zaključiti da kompanija čije su akcije javno listirane ne može 100% biti sigurna od neprijateljskog preuzimanja. Čak iako veličina targetirane kompanije prevazilazi veličinu kompanije ponuđača u mnogim segmentima, i dalje postoji verovatnoća da ponuđač stekne kontrolni paket akcija ili odlučujući uticaj, kao što situacija sa Schaeffler-om i Continental-om pokazuje. Na početku pregovora, Continental je odbio ponudu Schaeffler-a, izjavljujući da ponuda nije pošteno vrednovala imovinu Continental-a istovremeno napadajući logičnost ponude, tražeći od svojih akcionara da ne prodaju akcije. Zatim su izjavili da će korist od transakcije imati samo akcionari Schaeffler-a ali ne i Continental-a. Pregovori su prolongirani i Continental je zaposlio istraživače da bi se utvrdila fer vrednost kompanije. Kako su pregovori nastavljeni, Schaeffler je želeo da obezbedi suštinsko učešće od više od 30% Continental-a kroz nekoliko bankarskih i finansijskih sporazuma⁵¹. Schaeffler je nastavio da kupuje pojedinačne udele u kompaniji što se pokazalo delotvornim. Ostaje pitanje zašto se Continental nije odlučio za proaktivniju taktiku odbrane, kao što je „otrovna pilula“ što bi ponuda učinila skupljom. Međutim takva strategija nije primenjena, već se odlučilo za reaktivniju, tačnije tražeći „Belog viteza“ na kraju pregovora, ali u tome nije uspeo. Transakcija je uspešno sprovedena.

⁵⁰ Nordhues P., *Creeping takeover of Continental AG:criticism of Schaeffler strategy*, strana 22

⁵¹ Continental and Schaeffler, losing its bearings, *The Economist*, strana 53

4.5.1 MANNESMANN I VODAFONE

Mannesmann su osnovali 1890. godine braća Rajnhard i Maks Manesman, pronalazači novog metoda za proizvodnju bešavnih cevi. Braća su uvećavala svoj kapital preko svojih ličnih veza, što ih je dovelo do Venera i Georga Simensa iz Dojče banke. Dojče banka je uskoro odlučila da poboljša kvalitet upravljanja u Manesmanu, pa je umesto braće Manesman postavljen novi menadžment bord u 1893. godini. Do Prvog svetskog rata, Dojče banke je imala poziciju Nadzornog odbora, kontrolišući glasove zastupnika i imala je virtualni monopol u poslovima sa kreditima. Uticaj banaka bio je jedinstven u nemačkoj teškoj industriji u to doba. Kompanija se proširuje na proizvodnju uglja i čelika na početku 1912. godine. Od ranih 70ih godina XX veka, Mannesmann se transformisao u multinacionalnu kompaniju sa divizijama koje uspešno proizvode alate za mašine i koji su uspešno integrisali auto-diviziju. Kako god, radikalna promena se desila početkom 90ih godina XX veka. Nakon liberalizacije nemačkog tržišta telekomunikacija, Mannesmann je izgradio svoju novu mobilnu mrežu D2. Između 1990. i 1999. godine dve trećine investicija išlo je ka diviziji za telekomunikaciju. Inženjerska i auto divizija, nekada pokretači vrednosti u Mannesmann-u, bili su planirani za prodaju. Kroz akvizicije domaćih i stranih kompanije, Mannesmann je centralno ime evropskih telekomunikacija, uz Vodafone, British Telecom, France Telecom, Holandski KPN i Dojče telekom⁵². Kasnih 90ih, telekomunikacije donosile su najveće prihode u odnosu na ostale divizije.

U maju 1999. godine Klaus Esser je nasledio Joakima Fanka na mestu predsedavajućeg menadžment borda. Esser je doktor pravnih nauka, a njegova karijera počela je u Mannesmann-u 1977. godine⁵³. Bio je finansijski izveštač za odbor od 1994. godine do 1998. godine. Ovo je za nemačku poslovnu praksu bilo neuobičajeno da na to mesto dolazi pravnik, jer su na to mesto uglavnom dolazili inženjeri. Oktobra 1999. godine Esser je najavio razdvajanje klasičnih industrijskih divizija i ubuduće

⁵² Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, strana 29

⁵³ Isto, strana 30

specijalizaciju samo u telekomunikacijama. Institucionalni investitori su zahtevali pažnju na kor biznisa, ali je Eser želeo da izgradi snažnu telekomunikacionu diviziju koja bi mogla sama opstati na tržištu. Eser se zalagao da restrukturiranje kroz ponudu na tržištu kapitala ima jasni i zdravu finansijsku logiku, jer su telekomunikacije mnogo više vrednovane od strane tržišta nego tradicionalni alati za mašine i poslovi vezani za automobilsku industriju. Inicijalna javna ponuda dve divizije bila je planirana za 2000. godinu⁵⁴.

Cena akcije Mannesmann-a rasla je dramatično tokom poslednjih nekoliko godina. Mannesmann je bila najveća firma u okviru DAX-30 indeksa, sa svojih 11,5% u 1999. godini i njegove performanse su dale velike doprinose rastu indeksa kasnih 90ih godina XX veka. Dok su akcije Mannesmann-a vredele 34 evra u 1996. godini, akcije su u februaru 2000. godine mogle biti prodate po 200 evra. U poređenju sa vodećim kompanijama iz telekomunikacione oblasti, P/E ratio Mannesmann-a bio je najveći (Mannesmann je imao 56,1 u septembru 1999. godine, a Vodafone 54,4)⁵⁵. Bez obzira na gotovo istu tržišnu kapitalizaciju (Vodafone je vredeo oko 175 milijardi evra, a Mannesmann oko 160 milijardi evra), Vodafone je vrednovan mnogo više u odnosu na realnu imovinu, prihode i zaposlene.

Uprkos tim snažnim performansama, Mannesmann nije bio deo avangardnog pomeranja ka stvaranju i negovanju vrednosti za akcionare koji je zahvatio nemačke korporacije. Mannesmann je dobio dobre rejtinge za odnose sa investitorima uz Dajmleer Krajsler i SAP. Ali je njihova računovodstvena praksa ocenjena kao nedovoljno transparentna. Mannesmann tada još nije usvojio Međunarodne računovodstvene standarde ili Američke standarde računovodstva (US GAP) i zbog toga nije mogao biti listiran na Njujorškoj berzi⁵⁶. Ni menadžerske kompenzacije nisu bile usko vezane za performanse akcija na tržištu. Nekoliko vrednosno orijentisanih performansi, kao diskontovani novčani tok, bili su implementirani na operativnom nivou. U celosti, menadžment Mannesmann-a ostao je manje tržišno orijentisan nego što se to očekivalo, uzimajući u obzir veličinu, međunarodnu orijentaciju, nivo diversifikacije i vlasničku strukturu. Kako god, Eserov mandat je nesumnjivo obeležilo okretanje ka akcionarima, posebno kroz refokusiranje biznisa i većim informisanjem akcionara, za razliku od situacije kada je na čelu menadžment borda bio Joakim Fank. Mannesmann je takođe započeo politiku orijentisanu na stvaranje vrednosti poznatu kao „proces stvaranja vrednosti“. Proces stvaranja vrednosti

⁵⁴ Isto, strana 30

⁵⁵ Aigson C. (2009), Value creation at Vodafone, London Business School, strana 14

⁵⁶ Reed S. (2000), The Wizards of Telecom, Business Week, New York, strana 7

bio je targetiran ka optimalnim tekućim investicijama u oblastima gde se očekivao prinos iznad proseka. Primarni cilj u šemi procesa stvaranja vrednosti bio je ostvarenje 20% ROA, jer se tim pokazateljem komuniciralo sa investitorima⁵⁷. Mannesmann je bio kritikovan zbog velikog broja analitičara i investitora, koji su više bili orijentisani ka ROE. Decentralizovani targeti bili su postavljeni za nekoliko različitih divizija.

Vlasnička struktura Mannesmann-a bila je atipična za Nemačku. Duže vreme, Mannesmann je imao najveću međunarodnu vlasničku strukturu od svih nemačkih kompanija (ne računajući strane firme-ćerke), sa preko 60% akcija u rukama stranih investitora i 40% investitora samo iz SAD-a i Velike Britanije. Sve do preuzimanja Orange-a, nije bilo krupnih akcionara i 100% akcija bilo je fragmentirano. Fragmentirano vlasništvo vodi ka malom učešću u glasanju na odborima akcionara, samo 37% kapitala bilo je zastupljeno i 90% ovih glasova predstavljeno je kroz pravo zastupništva banaka, što je bila najveća stopa učešća banaka u bilo kojoj nemačkoj kompaniji⁵⁸.

Nakon svopa akcija sa Orange-om, vlasnička struktura promenila se u korist najvećeg akcionara Orange-a, diversifikovanog konglomerata iz Hong Kong-a, Hutchison Whampoa. Hutchison je tada imao 10,2% učešća u Mannesmann-u. Hutchison je bio krupni akcionar koji je podržao bitku za preuzimanje Orange-a od strane Mannesmann-a. Tokom borbe za preuzimanje, tvrdilo se da se 13% akcija nalazi u rukama penzionog fonda. Ova tvrdnja nije nikada bila potvrđena i smatra se da je bila ekstremna i netačna. U vreme dobijanja neprijateljske ponude, realne prognoze su bile da se oko 15% Mannesmann-ovih akcija nalazilo u lojalnim rukama.

Tabela 1 *Najveći akcionari Mannesmann-a 1999. godine*

Akcionari	Država	Procenat
Hutchison Whampoa	Hong Kong	10.2
Capital Research & Management	SAD	2.8
Schroder Investment Management	Velika Britanija	2.1
Janus Capital Corp.	SAD	1.8
Templeton Investment Managament	VB/Hong Kong	1.8

⁵⁷ Letter to our sherholders (12/01/2000), Esser K, http://www.mannesmann.com/content/investor_relations

⁵⁸ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut fur Gesellschaftsforschung, strana 33

Merdžeri i akvizicije

Deka Deutsche Kapitalgesellschaft	Nemačka	1.8
Deutsche Asset Management	Nemačka/VB/SAD	1.6
Alliance Capital Management	SAD	1.5
American Express Asset Management	SAD	1.1
DWS Deutsche Gesellschaft	Nemačka	1.0
Fidelity Management	SAD/VB	0.9
Foreign & Colonial Management	Velika Britanija	0.9
Putnam Investment Management	SAD	0.7
Commerzbank Investment Management	Nemačka	0.7
Dresdner Bank Investment Management	Nemačka	0.7
MFS Investment Management	SAD	0.7
Union Investment Gessellschaft	Nemačka	0.6
Oppenheim Kapitalgesellschaft	Nemačka	0.6
UBS Brinson	Švajcarska/Nemačka	0.6
Allianz Kapitalgesellschaft	Nemačka	0.6
Robur Kapitalfervaltning	Švedska	0.6
Frankfurt Trust Investment Gesellschaft	Nemačka	0.5
Allfonds Bayerische Kapitalanlage	Nemačka	0.5
Unversal-Investment-Gesellschaft	Nemačka	0.5
Mercury Asset Management	Velika Britanija	0.5
Adig Allgemeine Deutsche Investment	Nemačka	0.5
Inka-Internationale KAG	Nemačka	0.5
Učešća od 1% i više procenta	10 akcionara	25.7
Učešća od 0.5% u više procenta	27 akcionara	36.3
Učešća od 0.1% i više procenta	63 akcionara	44.3

Izvor: Wirtshaftswocbe, januar 2000., Thompson Financial Securities Data

Vodafone i Mannesmann su smatrani partnerima u alijansi u javnosti, sve do jeseni 1999. godine. Za razliku od Mannesmann-a, Vodafone je bio fokusiran na mobilnu mrežu i na ne-fiksnu telekomunikacionu mrežu. Druga razlika je u velikom broju manjinskog učešća koje je imao Vodafone u trinaest evropskih i deset neevropskih zemalja, čime je broj kupaca bio 31 milion. U Britaniji,

Vodafone je bio tržišni lider ispred OnetoOne-a, koji je bio preuzet od strane Dojče telekoma, Orange-a i Britisch telekoma⁵⁹. Nakon preuzimanja Airtouch-a (SAD), Vodafone je postao svetski najveći provajder mobilne telekomunikacije. Mannesmann i Vodafone su imali zajedničko učešće u E-Plus-u i Vodafone je došao do kontrole 34.8% učešća u Mannesmann Mobilfunk-u koji je prethodno bio u rukama Airtouch-a. Vodafone je planirao da proširi ove zajedničke aktivnosti pre ponude za preuzimanje.

Krajem oktobra 1999. godine, Mannesmann je dostavio ponudu za preuzimanje Orange-a (Velika Britanija) vrednu oko 30 milijardi evra, zakazanu za 9. novembar. Ovaj potez je predstavljao pretnju za Vodafone-ovo britansko tržište, i pojavile su se glasine da bi Vodafone mogao da reaguje dostavljajući ponudu za preuzimanje Mannesmann-a⁶⁰. Ove spekulacije podstakle su rast akcija Mannesmann-a, i 14. novembra Vodafone-ov predsednik menadžment borda Kris Gent je otputovao u Dizeldorf kako bi dogovorio prijateljsko spajanje. Ponuda je uključivala zamenu 43.7 akcija Vodafone-a za jednu akciju Mannesmann-a⁶¹. Eser je odbio ponudu kao neprihvatljivu. Tada je tržište akcija anticipiralo pokušaj neprijateljskog preuzimanja od strane Vodafone-a. Nadzorni odbor Mannesmann-a je odobrio Eserovo odbijanje ponude prijateljskog spajanja krajem novembra. Kris Gent je onda izjavio da će on ponuditi zamenu akcija direktno svim akcionarima. Ovaj potez je bio uvod u kampanju, reklamiranje i argumente neviđene u nemačkoj ekonomskoj istoriji. Medijska borba bila je u toku i pre zvanične neprijateljske ponude koja je objavljena 23. decembra 1999. godine. Ponuda je prevazilazila prvobitnu prijateljsku ponudu, zamenu 53.7 akcija Vodafone za jednu akciju Mannesmann-a⁶². Znači plaćanje je bilo samo u akcijama, ne i u novcu.

Vodafone-ova ponuda za preuzimanje naglasila je efekat ekonomije obima kroz merdžer. Kombinovani entitet Vodafone-a, Airtouch-a i Mannesmann-a bi bio rasprostranjen u 25 zemalja i imao bi većinsko učešće u 13 zemalja i 42.4 miliona potrošača širom sveta. Centralni fokus Gentove argumentacije bio je da će tržište više vrednovati kombinovanje nego pojedinačno vrednovanje za svaku kompaniju. Gent je igrao na kartu sinergetskog efekta. Gent je takođe iskoristio medije da se obrati akcionarima Mannesmann-a, diskutujući o industrijskoj logici merdžera. On se distancirao od agresivne prakse

⁵⁹ Aigson C. (2009), Value creation at Vodafone, London Business School, strana 15

⁶⁰ Aigson C. (2009), Value creation at Vodafone, London Business School, strana 17

⁶¹ Danley H., Capell K., Fairlamb D. (2000), Chris Gent is already looking beyond Mannesmann, Business Week, New York, strana 14

⁶² Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, strana 36

neprijateljskog preuzimanja koja je bila imanentna u Sjedinjenim Američkim Državama 80ih godina XX veka, naglašavajući industrijske, a ne spekulativne motive preuzimanja, obećavajući da neće biti otpuštanja⁶³. Zauzvrat, između 500 miliona i milijardu evra biće investirano. U svojim informativnim glasilima, Mannesmann je bio portretisan kao beba kome treba dobra majka, Vodafone, kako bi rasli.

Još jedan element Gentove retoričke strategije postao je krucijalan: on je priznao činjenicu da se generalno neprijateljsko preuzimanje posmatralo kao nemoralno u Nemačkoj. Gent je pokušao da prikaže Vodafone kao žrtvu, a ne agresora. Preuzimanje Orange-a prikazalo je Mannesmann-a kao nekoga ko je izdao strateškog saveznika i postao je žestok konkurent Vodafone-u. Diskusija o zajedničkoj evropskoj strategiji iznenada je otpala zbog Mannesmann-a i nenajavljenog preuzimanja, što je bio nož u leđa Vodafone-u. Gent je to iskoristio i u javnosti prikazivao Vodafone kao iskrenog igrača koji igra u skladu sa pravilima. Vodafone bi se pridržavao nemačkog pravila o dobrovoljnom preuzimanju, jer su pravila u Nemačkoj više prijateljski nastrojena nego u Velikoj Britaniji, dozvoljavajući akcijski svop bez novca i sa mnogo više restriktivnosti u merama odbrane od preuzimanja.

Odbrambena strategija Mannesmann-a bila je veoma složena. Pre 1998. godine, Mannesmann-ov menadžment nije razmatrao mogućnost neprijateljskog preuzimanja kao realnu pretnju. Ipak, mala defanzivna planiranja su urađena pre 1999. godine. Pored pokušaja da Vodafone-ovu ponudu prikaže kao uništavanje vrednosti za akcionare, tehnički argumenti su bili predstavljeni u pitanjima o uspešnosti preuzimanja, koji su predstavljeni javnosti. Primetno je da takva retorička strategija nije korišćena od Esera. Eser nije dovodio u pitanje legitimitet neprijateljskog preuzimanja i nije pozvao na učešće akcionare u donošenju odluke. U objavljenim izveštajima Mannesmann-a nigde se ne spominje mogućnost gubitka posla ili erozije kodeterminacije (učesće zaposlenih i sindikata u upravljanju kompanijom karakterističan za *stakeholder model* korporativnog upravljanja kakav ima Nemačka) nadzornog odbora nakon zaključenja ugovora. Eser nikada nije postavio pitanje da li akcionari mogu sami da odluče o sudbini Mannesmann-a. Tokom neprijateljskog napada Krupp-a na Thyssen (1997) i Pirelli-ja na Continental, defenzivna retorika bila je puna optužujućih i teških reči⁶⁴.

⁶³ Danley H., Capell K., Fairlamb D. (2000), Chris Gent is already looking beyond Mannesmann, *Business Week*, New York, strana 15

⁶⁴ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, *Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung*, strana 37

U svojim zvaničnim obaveštenjima, Mannesmann-ov menadžment bord izložio je svoje planove za razvoj kompanije. Srce njihove strategije bila je integracija mobilne telekomunikacione mreže, fiksne telefonije i interneta. Ova strategija kreirana je da poveća lojalnost potrošača tokom vremena, da poveća prihod od prodaje po potrošaču i smanji stopu reklamacija potrošača. Vodafone-ov argument da fiksna telefonija nema budućnost demantovana je, i Vodafone je bio predmet kritike zbog potcenjivanja značaja interneta. Prema Mannesmann-u, budućnost komunikacione tehnologije leži u kombinaciji fiksne i internet telefonije. Ukoliko se ne bi investiralo u integrisane tehnologije, vrednost za akcionare bi bila uništena. Vodafone-ova strategija postizanja ekonomije obima kroz manjinsko učešće u mnogim zemljama bila je kritikovana, jer su kompanije donele zajedničku platformu koja je zahtevala više integrativne kontrole i preduzetničke inicijative⁶⁵.

Eser je koristio dodatne argumente kako bi pridobio lojalnost akcionara za postojeći menadžment – prisustvo Mannesmann-a na nemačkom tržištu kapitala i u DAX-u i Euro-Stoxx-u. Investiciona strategija mnogih međunarodnih fondova rekonstruisala je i povezala ove indekse. Uspešno preuzimanje bi uklonilo učešće Mannesmann-a u ovim indeksima i dovela do prodaje indeksnih fondova, što bi vodilo do potonuća cena akcija. Eser je procenio da indeksni fond sadrži 30% Mannesmann-ovih akcija. Eser očitito nije istakao da bi ovaj nedostatak bio delimično izbalansiran rastom učešća Vodafone-a u FTSE-100⁶⁶.

Kako se borba oko preuzimanja nastavila krajem januara 2000. godine, tehnička i proceduralna pitanja proistekla iz nemačkog kompanijskog prava bila su predmet mnogobrojnih diskusija. Pre odobravanja merdžera, režim konkurencije u Evropskoj Uniji bi bio više za prodaju Orange-a kako bi se sprečila monopolistička pozicija Vodafone-a u Velikoj Britaniji. Mannesmann je smatrao, da shodno nemačkim zakonima, prodaja Orange-a zahteva ugovor o kontroli između Mannesmann-a i Vodafone-a. Ali, ugovor o kontroli zahteva plaćanje u novcu svim manjinskim akcionarima, a ne u akcijama, što bi zahtevalo oko 60 milijardi evra i što bi kompaniju dovelo u finansijske poteškoće. Ugovor o kontroli takođe zahteva 75% većinskog prava glasa na skupštini akcionara, čime se podiže kvorum za kontrolni uticaj. Alternativni put bi zahtevao dug proces, izbor novog nadzornog odbora sa prostom većinom u glasačkim pravima, postavljanje novog menadžment borda koji bi prodao Orange i tek onda kompletiranje merdžera. Bez ugovora o kontroli, menadžment bord morao bi da donese odluke u

⁶⁵ Isto, strana 37

⁶⁶ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, strana 38

interesu cele kompanije, i zašto bi bilo u interesu kompanije da proda Orange odmah nakon akvizicije?⁶⁷ Orange je trebalo da bude otrovna pilula koja je trebalo da odvrati neprijateljsko preuzimanje.

Ova diskusija je izazvala pravnu debatu o preduslovima za uspešno dezinvestiranje. Vodafone je demantovao tvrdnje koje su se odnosile na ugovor o kontroli i tvrdili su da je prosta većina dovoljna da bi se merdžer kompletirao. Nemački pravni eksperti ostali su podeljeni oko ove problematike. Istaknuti korporativni advokat Teodor Baums podržao je Mannesmann-ovu interpretaciju, dok su drugi advokati sugerisali da dezinvestiranje Orange-a ne treba da ide dalje od rutinske menadžerske odluke kao što je definisano u nemačkom pravu, i da zato zahteva samo prostu većinu. Na kraju, Eser je smatrao da će akcijski svop učiniti Mannesmann-ove akcije manje atraktivnim i da će cena akcija Mannesmann-a rasti do roka za akcijski svop. Inicijalna javna ponuda automobilske i inženjerske divizije pripremljena je unapred da proizvede takav efekat, kao i najava da će internet divizija biti odvojena i listirana na berzama⁶⁸.

Kodeterminacija se može takođe smatrati institucionalnim elementom koji je mogao delovati kao otrovna pilula kako bi se sprečilo neprijateljsko preuzimanje. Mannesmann je bio jedna od korporacija koja je imala najveći paritetni model kodeterminacije. Nakon Drugog svetskog rata, Mannesmann je pripadao čeličnoj industriji, industriji uglja i gvožđa čije su karakteristike bile striktna pravila kodeterminacije. Dve razlike između ovakvog modela determinacije i „normalnog“ modela biće spomenute u nastavku teksta. Prva razlika, kada je predsednik Nadzornog odbora izabran od strane akcionara i ima pravo dvostrukog glasa kako bi se izašlo iz ćorsokaka, a u drugom modelu predsednik nadzornog odbora je neutralna osoba koja se slaže i sa akcionarima i sa predstavnicima sindikata. Preko 20 godina, Mannesmann je tražio načina da zaobiđe jurisdikciju ovakvog zakona, pa je čak pokušavao da ga ospori na sudu. Mannesmann je prvo proizvodnju čelika izmestio van jurisdikcije ovog zakona stvarajući odvojene zavisne kompanije (Mannesmann Rohrenwerke AG). Kako je čelik doprinosiо ukupnim prihodima manje od 50%, Mannesmann je legalno osporio primenu zakona i uzrokovao ozbiljan sukob sa IG Metall 1980. i 1981. godine. Ovaj sukob je rezultirao u specijalnom zakonu koji je produžio stara pravila za narednih 6 godina i u 1988. godini reviziju snižavanje praga za sektor uglja, gvožđa i čelika sa 50% na 20% od ukupnih prihoda. U maju 1999. godine, Ustavni sud je odlučio da

⁶⁷ Isto, strana 38

⁶⁸ Pearce J., Robison R. (2004), Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth, Business Horizons 47/5, strana 13

Mannesmann više ne potpada pod jurisdikciju Akta o kodeterminaciji iz 1951. godine proglašavajući ovaj poseban zakon neustavnim⁶⁹. Ipak, direktor sindikata je izabran dok je na snazi bio ovaj zakon, ali je Sigmar Satler ostao na čelu sindikata dok je trajala borba oko preuzimanja.

Krucijalna institucija tokom bitke oko preuzimanja bio je radnički savet na nivou konglomerata. Ovaj savet je imao veliku koordinacionu funkciju, kao što je okupljanje predstavnika svih osam zavisnih preduzeća i pregovaranje oko kolektivnog ugovora za celokupnu kompaniju. Najveći broj kodeterminacionih prava glasa poverena je nižim nivoima i realizovana je kroz sindikate zavisnih kompanija ili kroz komitete radničkih saveta⁷⁰. U skladu sa statusom kompanije kao diversifikovanim konglomeratom i holding kompanijom, korporativna kultura i snaga kodeterminacije različitih zavisnih kompanija se znatno razlikovala. Kodeterminacija je bila posebno snažna u tradicionalnim oblastima kao što je čelik, ali manje razvijena u oblasti telekomunikacije, koja je imala manji stepen jedinstvene organizacije.

Mnogo diskusija je izazvala rasprava o kompatibilnosti između tržišno-orijentisanog menadžmenta i kodeterminacije u Nemačkoj. Ova mera je korišćena kako bi se Mannesmann preorijentisao ka vrednosti za akcionare, što je posebno pozdravljeno do IG Metall-a i radničkih saveta. Rast transparentnosti korporativnih informacija pohvaljen je od strane predstavnika zaposlenih koji su imali koristi od boljih i kvalitetnijih informacija. Više iznenađuje da planirano deljenje Mannesmann-a u legalne odvojene entitete nije bilo dobrodošlo, iako je aktivno promovisano od strane zaposlenih. Objašnjenje se nalazilo u heterogenoj strukturi kompanije. Telekomunikacije su postale centralni segment kompanije i privlačilo je veliki broj investitora zbog svog potencijala rasta. Član sindikata opisao je situaciju u Mannesmann-u: „Razvoj telekomunikacija postao je rastuća opasnost po ostale divizije. U isto vreme milijarde su bile potrošene u akviziciju Orange-a, pa smo morali da se borimo za svaki čekić u klasičnim biznisima“⁷¹. Prinos na investicije tradicionalnih biznisa bio je manji, ali je i rizik takođe bio manji. Zaposleni su podržavali odvajanje ovih biznisa iz kompanije kako bi se dozvolio njihov neometani rast. Nasuprot tome, biznis sa telekomunikacijama bio je ograničen svojom pozicijom u okviru još većeg biznisa. Finansijska teorija sugerise da diversifikovana korporacija

⁶⁹Marinschek M. (2004) Mannesmann vs Vodafone, on a hostile takeover, School of Business, Law and Economy, Illinois, strana 14

⁷⁰ Isto, strana 14

⁷¹ Walker M., (2000) The bid that couldn't fail, Euromoney, strana 11

prolazi kroz konglomeratski popust na tržištu akcija što akviziciju čini skupljom, mada je u praksi Mannesmann bio procenjen vrednosno, a ne potcenjen.

Primer Mannesmann-a pokazuje da spin-off i povratak korporativnoj specijalizaciji mora biti postignut konsenzusom između akcionara, menadžmenta i zaposlenih. I investitori i zaposleni dele zajednički interes u promovisanju izvrsnih kompetencija i menadžerske odgovornosti, iako se njihovi osnovni interesi mogu razlikovati u nekim drugim oblastima, kao što su zarade. Klasni sukobi se izgubili na svojoj oštini sredinom 90ih godina XX veka zbog zabrinutosti zaposlenih o pitanjima kao što su rizik menadžmenta, transparentnosti, poslovne strategije i podsticaji dati menadžerima⁷². U ovim oblastima, razlike između investitora i zaposlenih nisu dijametralno suprotne, jer svaki igrač može preferirati različiti pristup da bi došao do sličnih ciljeva.

Predstavnici zaposlenih opravdano su bili zabrinuti zbog opasnosti od gubitka posla ukoliko bi preuzimanje uspelo i bila izvršena reorganizacija. Kao rezultat toga, radnički saveti i sindikati udružili su se kako bi sprečili preuzimanje. Primetno je da prijateljsko ili neprijateljsko preuzimanje ne igra centralnu ulogu prema njihovoj argumentaciji. Zato su predstavnici zaposlenih naglasili svoje zahteve povodom industrijske strategije: integrisana telekomunikaciona strategija (fiksna telefonija, mobilna telefonija i internet) treba da ostane netaknuta, planirana inicijalna javna ponuda za automobilsku i inženjersku diviziju treba da bude sprovedena⁷³. Sredinom novembra, oko 500 službenika uzelo je učešće u štrajku upozorenja napuštajući svoje kancelarije pet minuta pre podneva demonstrirajući protiv neprijateljske ponude. Istovremeno, sindikati su zajednički držali konferencije za novinare. Sindikati i radnički saveti videli su učešće zaposlenih u telekomunikacionoj diviziji u protestima kao uspeh za razliku od zaposlenih u tradicionalnim divizijama. IG Metall vlasnika Klaus Cvikel, član Nadzornog odbora Mannesmann-a više puta je ponovio da je Mannesmann zdrava kompanija sa odličnim izgledima i da ima superiorniju strategiju u odnosu na Vodafone. Zapanjujuće, male konfliktne reakcije su došle od zaposlenih, što je drastično različito u odnosu na masovne demonstracije i emocije zaposlenih tokom 1997. godine i pokušaja Krupp-a da preuzme Thyssen.

Do februara 2000. godine, procenjeni maksimum akcija u rukama individualnih zaposlenih osoba bio je oko 7.5%. Protivnici preuzimanja nastojali su da mobilišu lojalnost ovog bloka akcionara kako bi odbili

⁷² Isto, strana 12

⁷³ Marinschek M. (2004) Mannesmann vs Vodafone, on a hostile takeover, School of Business, Law and Economy, Illinois, strana 15

ponudu. Akcije zaposlenih imale su podeljenu funkciju u takvoj borbi. Sa jedne strane, zaposleni predstavljaju strateške vlasnike sa dugoročnim interesom u kompaniji nezavisno do maksimizacije prinosa akcionara. A sa druge strane, ESOP (Employee stock ownership plan) se odnosi na vrednosno orijentisane kompanije koje se fokusiraju na targete profitabilnosti⁷⁴. Učešće zaposlenih u Mannesmann-u se stoga ne može automatski pretvoriti u jedinstvenih 7.5% glasova protiv preuzimanja. Dodatno, mnoge akcije su možda već bile prodane od strane zaposlenih, čime bi se učešće zaposlenih smanjilo ispod 7.5% procenata. Tako da učešće akcija zaposlenih nije baš uvek tako veliko. Nakon preuzimanja Mannesmann-a, sve veći broj kompanija pokušava da organizuje svoje zaposlene u udruženja kako bi povezali svoje glasove i obezbede učešće kao izabrani zastupnici. U nedostatku jedne takve organizacije, radnički savet Mannesmann-a je apelovao na svoje zaposlene da ne prodaju svoje akcije. Ali krajem novembra, magazin Wirtschaftwoche izveštava o dramatičnom povećanju vrednosti akcija nakon ponude, primećujući da su zaposleni već prodali svoje akcije. Na kraju, zaposleni nisu odigrali odlučujuću ulogu u preuzimanju.

Izjava američkih federalni penzionih vlasti da se 13% Mannesmann-a nalazi u fondovima pod zajedničkom kontrolom takođe je bila neefektivna. Prema Vilijamu Petersonu, direktoru odeljenja za investicije: „Ova odluka nije samo o preuzimanju, već o osnovnom principu. Ona uključuje pitanje da li anglo-američki ili evropski model korporativnog upravljanja stvaraju za više vrednosti za investitore tokom dužeg perioda. Mi smatramo da je evropski model, koji zahteva konsenzus između zaposlenih i poslodavaca, mnogo uspešniji“⁷⁵. Krajem novembra bilo je jasno da se samo 1 ili 2% akcija Mannesmann-a nalazi u rukama američkih fondova pod zajedničkom kontrolom. Predsednik sindikata Džon Svini poslao je 50 pisama na osam strana američkim investicionim fondovima koji su imali učešće u Mannesmann-u apelujući na njih da odbiju ponudu. Ovo uključivanje sindikata intenziviralo je diskusiju između nemačkih penzionih fondova promovisanju korporativnog upravljanja koje bi bilo orijentisano na zaposlene.

Naslovna strana Guardian-a od 23. novembra 1999. godine simbolizovala je ambivalenciju javnosti na otpor prema Vodafone-ovoj ponudi. Da li je to bio legitimni pokušaj da se odbrane nemačkih institucija ili nacionalna reakcija na neizbežan razvoj globalnih finansija, pitali su se mnogi analitičari javnog

⁷⁴ Isto, strana 15

⁷⁵ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, strana 39

mnjenja⁷⁶. Oni koji su očekivali da bi igranje na kartu nacionalnosti moglo da utiče da se izađe na kraj sa Vodafone-om ipak su se na kraju prevarili. U nemačkom tabloidu Bild naslovna strana je bila 0173 (prefiks Mannesmann-ove mobilne mreže) ostaje nemački. U britanskoj štampi, nemačke optužbe okarakterisane su kao histerične i nacionalističke. Međutim, takve izjave ostale su na margini i verovatno manje izražene nego britanske reakcije na prijateljsko preuzimanje Rols Rojsa od strane Volkswagen-a. U celosti, javna debata u Nemačkoj bila je uzdržljiva. Podsećajući se nemačke vojne agresije na Britaniju, moglo bi se pretpostaviti da se Nemačka suočava sa značajnim preprekama za javnu raspravu. Na primer, argumenti protiv preuzimanja koje bi urušilo nemačke institucije korporativnog upravljanja mogli bi se okarakterisati kao nacionalistički. Ovde se politika institucija poistovećuje sa geopolitikom i istorijom.

Što se tiče političkih reakcija, i predstavnici Socijal-demokrata i Demo-hrišćana otvoreno su bili protiv neprijateljskog preuzimanja u sedištu Mannesmann-a u Zapadnoj Rajnsko-vestfalskoj oblasti. Zvaničnik demohrišćanske strane (CDU) Jirgen Ritgers je izjavio da će neprijateljsko preuzimanje dovesti do sirovog kapitala iz Mančestera i da se ne uklapa u ekonomsko-socijalni kontekst. Isto tako, ministar Zapadne Rajnsko-vestfalske oblasti Wolfgang Klement, predstavnik Socijaldemokrata (SPD) govorio je na skupštini akcionara Mannesmann-a i uverio radnički savet u punu podršku. Savezna vlada je bila znatno umerenija. Kancelar Gerhrad Šreder upozorio je da bi neprijateljsko preuzimanje pretilo da uništi korporativnu kulturu koja se izgradila tokom vremena.

Borba oko preuzimanja se poklopila sa ranom fazom diskusije o nemačkom zakonu o preuzimanju u iščekivanju direktive Evropske unije po tom pitanju. Kao što je napomenuto, Nemačka nije imala zakon o preuzimanju, već samo slabo razvijeno dobrovoljno pravilo. Pravilo je, iznenađujuće, bilo prijateljski nastrojeno ka preuzimanju, dozvoljavajući da se ponude poboljšaju tokom njihovog trajanja i nije zahtevalo novčanu komponentu, tačnije plaćanje u novcu⁷⁷. Nije iznenađenje da je nakon preuzimanja Mannesmann-a došlo do snažnijih zakona koji će biti na strani kompanije koja je predmet preuzimanja, kako bi se zaštitile domaće nemačke kompanije. Jedan od bitnih aspekata u zahtevu došao je od predsednika Nemačke industrijske i trgovačke komore da bi razbijanje korporacija trebalo da

⁷⁶ Marinschek M. (2004) Mannesmann vs Vodafone, on a hostile takeover, School of Business, Law and Economy, Illinois, strana 18

⁷⁷ Walker M., (2000) The bid that couldn't fail, Euromoney, strana 14

bude sprečeno ako zakon dozvoli dominaciju anglo-američkog načina upravljanja nakon preuzimanja⁷⁸. Međutim, takve odredbe kasnije nisu unete u zakon.

S obzirom da je otvoreni politički sukob izbegnut, Mannesmann i Vodafone angažovali su marketing kompanije u nezapamćenoj kampanji za lojalnost akcionara. Mannesmann je investirao oko 170 miliona evra u taktike odbrane od preuzimanja i oko 20 miliona evra u marketing povezan sa bitkom oko preuzimanja, dok je Vodafone potrošio tri puta više. Mannesmann-ove agencije kao što su KNNK/BBDO iz Hamburga bile su angažovane da se suprotstave Vodafone-ovoj reklami i obrnuto. I započela je bizarna razmena oglasa, kakvu ekonomska istorija do tada nije zabeležila. Vodafone je izašao u javnost sa karikaturom na kojoj bio naslov „svaki čovek zna: ako želiš da rasteš treba ti dobra mama“ („Every Mann (mислеći na Mannesmann) knows: if you want to grow, you need a good mother“), a Mannesmann je replicirao „maćeha je najgora stvar na svetu“⁷⁹. Zatim je Mannesmann preuredio svoj veb sajt, pa se prilikom ulaska na njihov sajt pojavljivalo „Upozorenje, Vodafone hoće da od Vašeg portfolija napravi gradilište“. Nemačke novine i magazini su odlično zarađivali tokom tri meseca nemilosrdne kampanje u medijima.

Do sredine januara 2000. godine, postalo je jasno da će većina Mannesmann-ovih akcionara prodati svoje akcije Vodafone-u. Strani akcionari su bili za prodaju akcija i po tom pitanju bili su vrlo jasni, što je omogućilo Vodafone-u da sa njihovim akcijama ima većinu akcija Mannesmann-a. Između nemačkih akcionara, mišljenja su bila podeljena. Borba oko preuzimanja je bila gotova kada je Eserova poslednja i spektakularna odbrambena strategija propala, traženje belog viteza. U drugoj nedelji januara pojavile su se glasine da bi francuski konglomerat Vivendi mogao postati partner u odbrani od preuzimanja. Mannesmann je iznenađujuće izjavio da je Vivendi snažan partner i da dve kompanije dele istu viziju. Usred glasina o spajanju, Mannesmann je najavio razvoj plana za merdžer svog kor biznisa sa telekomunikacionom divizijom Vivendija. Istovremeno, Eser je izjavio da bi merdžer sa Vodafone-om mogao biti razmatran ukoliko bi akcije Mannesmann-a bile većinske u kombinovanom entitetu, tačnije ako bi akcije Mannesmann-a činile 58.5% ukupnih akcija kombinovanog entiteta⁸⁰. Kris Gent je ponudio učešće Mannesmann-a u kombinovanom entitetu od 48.9%. Krajem januara Vodafone je ušao u pregovore sa Vivendijem i nastojao da ih pobedi kao potencijalni kupac Orange-a

⁷⁸ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, strana 41

⁷⁹ Isto, strana 41

⁸⁰ Letter to our shareholders (12/01/2000), Esser K, http://www.mannesmann.com/content/investor_relations

nakon borbe za preuzimanje Mannesmann-a. Linija fronta je zašla duboko u nemačku teritoriju kada je Vivedni najavio zajednički internet portal sa Vodafone-om ako preuzimanje uspe. Strategija beli vitez nepovratno je propala.

Trećeg februara 2000. godine postignut je sporazum između Vodafone-a i Mannesmann-a. Klaus Eser je prihvatio poboljšanu ponudu koja je podrazumevala učešće Vodafone-a u kombinovanom entitetu od 50.5%, a Mannesmann-a od 49.5%. Sporazum je podrazumevao brojna obećanja koja su se odnosila na nastavak integrisane telekomunikacione strategije Mannesmann-a i da će sva mreža fiksne telefonije i sve internet aktivnosti biti prenete u Dizeldorf. Data su čvrsta obećanja da Mannesmann-ova zavisna preduzeća Arcor i Infostrada neće biti prodati i da će inicijalna javna ponuda za automobilsku i inženjersku diviziju biti realizovana u leto 2000. godine i da divizije neće biti razbije u subdivizije i kao takve prodate. Nadzorni odbor je odobrio sporazum 4. februara uz učešće predstavnika zaposlenih. Klaus Cvikel izrazio je svoje zadovoljstvo sporazumom. Akcionari su zaradili oko 100 miliona evra, koje čine rast od 120% cene akcije između sredine oktobra 1999. godine i trećeg februara 2000. godine⁸¹. Tako su akcionari bili u mogućnosti da realizuje kratkoročne dobitke kroz borbu oko preuzimanja kao rezultat procenta datog Mannesmann-u u akcijskom svopu.

Glavni uzrok kapitulacije menadžmenta Mannesmann-a jeste neuspeh savezništva sa Vivendijem. Klaus Eser je 7. februara izjavo da sve dok Vivendi nije ušao u strategijsku alijansu sa Vodafone-om, Mannesmann je imao jasnu prednost u lojalnosti akcionara. Nakon ove objave, mi smo započeli seriju poziva najvećim investitorima, i bilo je jasno da se 45% akcija nalazi u rukama Vodafone-a⁸². Dogovor između Vodafone-a i Vivendija o zajedničkoj internet strategiji odbacio je argumente Esera da je Vodafone bio slep što se tiče ulaganja u internet aktivnosti. Ostaju otvorena pitanja da li je Nadzorni odbor Mannesmann-a nastavio da podržava Esera i nakon neuspeha pregovora sa Vivendijem ili je pritisnuo menadžment da prihvati prijateljski dogovor sa Vodafone-om. Prethodna preuzimanja Continental-a i Thyssen-a pokazala su da nadzorni odbor čini ogromne napore da se postigne prijateljski merdžer. Nakon Vodafone-ove druge ponude, novine su izveštavale da je Eser imao poteškoće da obezbedi podršku borta iako je Eser demantovao ove tvrdnje. Spekulacije su postojale da su članovi Nadzornog odbora Jirgen Šremp (Dajmler Krajsler) i Hening Šulte-Noele (Allianz) pogurali

⁸¹ Walker M., (2000) The bid that couldn't fail, Euromoney, strana 12

⁸² Letter to our shareholders (12/01/2000), Esser K, http://www.mannesmann.com/content/investor_relations

prijateljsko spajanje. Kako god, predstavnik zaposlenih u nadzornom odboru je demantovao bilo kakva neslaganja u mišljenju. Rolf Brojer iz Dojče banke podržao je ponudu za preuzimanje iako nije bio član nadzornog odbora. Nakon merdžera, nadzorni odbor je promenjen, četiri predstavnika akcionara, uključujući Joakim Funka su napustili kompaniju, a tri člana Vodafone-ovog borda i jedan prominentan nemački advokat postali su članovi Nadzornog odbora kombinovanog entiteta. Tri člana nadzornog odbora Mannesmann-a postali su ne-izvršni direktori kombinovanog entiteta: Akerman (Dojče banka), Šremp (Dajmler Krajsler) i Šulte-Noele (Allianz)⁸³.

Ranjivost Mannesmann-a primarno je izvirala od nedostatka krune vlasničke strukture: akcije su bile visoko fragmentirane između institucionalnih i stranih investitora koji su držali manje od 1% učešća u kapitalu. Mannesmann je imao atipičnu vlasničku strukturu za Nemačku, ali nije bio izolovan slučaj. Distribucija vlasništva bila je podeljena na oko 100 korporacija, ali 75% a ukupnih akcija nalazilo se u rukama 11 kompanija, dok se većina akcija nalazilo u rukama 23 kompanije. Tamo gde je vlasništvo fragmentirano toliko da ostavi korporacije ranjivim na neprijateljske napade, onda ostali faktori koji treba da obeshrabre preuzimanje nisu više dovoljni kako bi se mobilisala kritična masa otpora.

Gde god su nemačke banke imale glavnu korporativnu ulogu, one uglavnom nisu imale interesa da sprovede odgovarajuću zaštitu od preuzimanja. U Mannesmann-u uloga banaka nije bila toliko jaka. Uprkos činjenici da je direktor Dojče banke bio član Nadzornog odbora i da su postajala prava zastupništva u glasanju od strane banaka, nijedna nemačka banka nije imala većinski udeo akcija u ukupnom kapitalu. Nije poznat pokušaj menadžmenta da mobilizuje uticaj banaka kako bi se sprečilo preuzimanje. To je posledica preorijentacije banaka ka investicionom bankarstvu, gde poslovi vezani za savetovanje u vezi sa merdžerima i akvizicijama stoje u suprotnosti sa učešćem banaka u kapitalu učesnika u preuzimanju. Posledično, broj članova nadzornih odbora u 100 najvećih kompanija pripadao je bankama u 29 slučajeva u 1996. godini, dok je taj broj u 1998. godini iznosio 17⁸⁴. U svom priručniku o korporativnom upravljanju iz marta 2001. godine, Dojče banka je navela da više nema predstavnika u bordu nefinansijskih kompanija. Isto tako, banke su redukovale veličinu svog učešća u kompanijama i povukle svoje investicije.

⁸³ Danley H., Capell K., Fairlamb D. (2000), Chris Gent is already looking beyond Mannesmann, Business Week, New York

⁸⁴ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, strana 42

Kodeterminacija kao faktor za koji se očekivalo da može odvratiti od preuzimanja takođe je bila neuspela. Zaposleni u Mannesmann-u načinili su male napore da pokušaju da spreče preuzimanje. Strah od gubitka posla je bio relativno nizak, jer je Mannesmann bio deo brzorastućeg telekomunikacionog sektora dok se deljenje ostalih divizija očekivalo i bilo je planirano. Moguće je da su zaposleni imali različite interese i najveći udar se očekivao na telekomunikacionu diviziju s obzirom da je ona imala najmanji stepen sindikalnog jedinstva. Verovatno su se nemački sindikati pomirili sa neizbežnošću preuzimanja. Shodno, predstavnici zaposlenih u Mannesmann-u su se fokusirali na to da obezbede odgovarajući postmerdžerski biznis plan. Međutim, restrukturiranje nakon preuzimanja je pokazalo da su zaposleni bili neefikasni u ispunjenju obećanja koje je Vodafone dao pre potpisivanja sporazuma: Atecs divizija nije postala nezavisna, strategija integrativnih telekomunikacija je napuštena, sedište u Dizeldorfu izgubilo je svoj strateški značaj i ime Mannesmann nije ušlo u naziv nove kompanije Vodafone D2⁸⁵. Teško je predvideti kakvo je ovo neispunjenje dogovora imalo efekat učenja na radnu snagu u Nemačkoj kroz rast budućeg otpora prema neprijateljskom preuzimanju.

U odsustvu aktivnog otpora akcionara prema preuzimanju, različiti regulatorni faktori (računovodstvena pravila, kompanijski zakoni, zakon o konkurenciji i ostale defanzivne akcije) bili su nedovoljne da se stvori adekvatna odbrana. Nemačka računovodstvena pravila nisu obeshrabrivala neprijateljske ponude. U nedostatku institucionalne zaštite, glavna defanzivna akcija Mannesmann-a bila je potraga za belim vitezom. Strategija belog viteza je uglavnom nesigurna, i neuspeh pregovora sa Vivendijem je definitivno označio kraj borbe oko preuzimanja. Konačno, Mannesmann je započeo korake ka korporativnoj kulturi koje će biti više orijentisana ka stvaranju vrednosti za akcionare. Odvajanje tradicionalnih biznisa bilo je planirano pre preuzimanja i više nije predstavljalo problem tokom borbe oko preuzimanja. Sve dok su institucionalne barijere preuzimanju slabe, nemačke korporacije će se susretati sa velikim pretnjama od preuzimanja.

Procene stručnjaka su da su Mannesmann i Vodafone tokom borbe oko preuzimanja potrošili oko milijardu dolara na naknade konsultantima i troškove reklama. Novi kombinovani entitet je u tom trenutku imao 42 miliona korisnika u 25 zemalja, a Mannesmann je delistiran sa Frankfurtske berze⁸⁶. U tom trenutku to je bila najveća britanska kompanija, najveća telekomunikaciona kompanija u svetu i četvrta najveća kompanija u svetu. Suprotno svim očekivanjima Eser je ostao na poziciji izvršnog

⁸⁵ Isto, strana 43

⁸⁶ Pearce J., Robison R. (2004), Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth, Business Horizons 47/5

direktora. Vodafone je, danas, prema prihodima najveći svetski provajder usluga mobilne telefonije, iako trpi stalni pad cena usluga zbog jake konkurencije, posebno na tržištu zapadne Evrope. Nove tehnologije kao što su pozivi preko Internet protokola su dodatno umanjile stopu rasta prihoda i doveli do pada profitnih margina. U periodu nakon merdžera sa Mannesmann-om akcije Vodafone-a su imale lošije performanse od tržišnog prinosa u Velikoj Britaniji za 40%. Godine 2006. Vodafone je zabeležio imparitetne gubitke od 49 mlrd dolara kao posledica smanjenja vrednosti sredstava stečenih kroz merdžer sa Mannesmann-om, dok su 2009. godine imparitetni gubici iznosili oko 77 mlrd dolara⁸⁷. Zaključak je da je Vodafone preplatio transakciju. Da Vodafone nije preuzeo Mannesmann mogao bi da osvaja evropsko tržište na druge načine, kao što je sopstvena penetracija tržišta što bi izazvalo visoke troškove istraživanja tržišta, marketinga a verovatno i cenovni rat. Akvizicija manjih kompanija predstavljala bi osvajanje tržišta korak po korak, ali bi se suočio sa strogim antimonopolskim merama Evropske komisije.

Po spajanju se postavilo pitanje zakonitosti tog čina. Višemilionske isplate menadžerima i CEO Mannesmann-a su istraživane od strane sudova sa medijskim najavama „najveći kriminalni slučaj u nemačkoj korporativnoj istoriji“. Da li je vuk pojeo magarca, već nakon veštačenja poznatog univerzitetskog profesora prava koji je zaključio da isplate nisu bile nezakonite, sud u Dizeldorfu je naložio šestorici optuženih ukupno plaćanje od 5.8 miliona evra, naglasivši da to nije kazna i da „pretpostavka nevinosti ostaje validna“⁸⁸. Eser je inače primio plaćanje (zlatni padobran ili bonus za uspešno okončanje transakcije?) od oko 30 miliona dolara. Ove nagrade su dodate u ugovor o transakciji u poslednjem minutu.

5. METODI PLAĆANJA M&A TRANSAKCIJA

Za plaćanje u M&A transakciji koriste se gotovina i akcije. Akcije se više koriste kao sredstva plaćanja u vreme visokih cena akcija u uslovima tržišta bikova (bullish market), kao i kod krupnih M&A transakcija. U slučaju plaćanja akcijama transakcija se finansira emisijom novih akcija, dok je za plaćanje gotovinom neophodno da se kupac zaduži. Transakcije u kojima se plaća gotovinom češće su u periodima niskih kamatnih stopa, radi manjeg nivoa finansijskog leveridža.

⁸⁷ Aigson C. (2009), Value creation at Vodafone, London Business School, strana 16

⁸⁸ Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut fur Gesellschaftsforschung, strana 43

Za koji metod plaćanja će se odlučiti menadžment tim preduzeća kupca zavisi od potcenjenosti/precenjenosti akcija preduzeća kupca i preduzeća prodavca, željene kontrole nakon transakcije, željene podele ukupnih dobitaka/gubitaka između dve grupe akcionara, poreskog tretmana i efekata transakcije, stepena zaduženosti oba preduzeća, visine cene koje se želi platiti za preuzimanje itd.⁸⁹

Plaćanje gotovinom zahteva velike zalihe gotovine koje se najčešće obezbeđuju zaduživanjem ili emisijom akcija, direktnim iznošenjem na tržište. Emisija akcija u cilju privlačenja gotovine za finansiranje transakcije dovodi do disperzije vlasništva postojećih akcionara, što može biti posebno nepoželjno ako je kontrolna pozicija dominantnog vlasnika inače slaba. Isti efekat na nivo disperzije vlasništva ima i plaćanje običnim akcijama. U praksi se M&A transakcija kompletira preko treće strane – zavisnog preduzeća koje preduzeće kupac kreira za svrhe preuzimanja. Matično preduzeće kupuje akcije zavisnog preduzeća u gotovini svojim akcijama, da bi se gotovina ili akcije koje dobije zavisno preduzeće kasnije upotrebile za kupovinu akcija ciljanog preduzeća⁹⁰.

Tabela 3 Uporedna analiza dva osnovna metoda plaćanja M&A transakcija

	Plaćanje gotovinom	Plaćanje akcijama
Signal koji upućuje kupac	Pozitivan: privlače se dugovi, akcije kupca su potcenjene	Negativan: akcije kupca su precenjene
Signal koji upućuje prodavac	Nema signala	Pozitivan: prodavac preuzima rizik
Vlasništvo nakon transakcije	100% u rukama akcionara kupca	U zavisnosti od visine racia razmene akcija, akcionari prodavca uzimaju veće ili manje učešće u vlasništvu
Tajming dobitaka	Akcionari prodavca stižu korist samo kroz premije, budući dobitci pripadaju akcionarima preduzeća kupca	Akcionari prodavca participiraju u budućim dobitcima, zajedno sa akcionarima kupca

⁸⁹ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 211

⁹⁰ Đuričin D., Janošević S., Menadžment I strategija, strana 384

Psihološki efekat	Plaćanje gotovinom daje kredibilitet ponudi i povećava psihološku vrednost	Plaćanje akcijama ima prijateljski karakter
Finansijska pozicija kupca	Povećava leverage	Najčešće se ne povećava leverage
Tržišna kapitalizacija kupca	Nema promena	Veća tržišna kapitalizacija
Uticaj na cenu akcija u toku trajanja ponude	Ne postoji direktna veza između cene akcija kupca i prodavca	Postoji direktna veza cena akcija kupca i prodavca u toku trajanja ponude
Poreski efekti kod kupca	Dodatne kamate predstavljaju rashod za poreske svrhe	Nema uticaja (osim po osnovu kapitalnih dobitaka ukoliko se koriste tezaursane akcije)
Poreski efekti kod prodavca	Akcionari plaćaju porez na kapitalnu dobitak	Akcionari prolongiraju plaćanje poreza na trenutak prodaje akcija

Izvor: Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Todorović M., strana 213

Prema podacima Mergerstat Review u periodu od 1980. do 2006. godine struktura plaćanja svih M&A transakcija je izgledala: 45% gotovina, 30% akcije i 25% kombinacija akcije – gotovina.

5.1 Prednosti i nedostaci plaćanja gotovinom

Za razliku od razmene akcija, plaćanje gotovinom ne dovodi do razvodnjavanja vlasništva u preduzeću kupca. Za očuvanje postojećeg broja akcionara koje je preduzeće uspeo da privuče često su zainteresovani i članovi borda direktora i menadžeri preduzeća kupca. Gotovina se najčešće obezbeđuje iz dugova, što je za umereno zadužena preduzeća, značajno jeftiniji izvor finansiranja od akcija. Prednosti ponude u novcu ima psihološki efekat na menadžere targetiranog preduzeća jer se gotovinom lakše umanjuje otpor od strane menadžera targetiranog preduzeća. Podesno je primenjivati plaćanje gotovinom kada su akcije preduzeća kupca potcenjene, jer se omogućava da se izbegne plaćanje jeftinijom monetom – akcijama u vreme kada su njihove cene niske⁹¹.

⁹¹ Todorović M., Poslovni i finansijsko restrukturiranje, strana 213

Sa tačke gledišta akcionara preduzeća prodavca plaćanje gotovinom ima brojne prednosti. Plaćanje gotovinom eliminiše neizvesnost jer je cena u ponudi unapred definisana. Svoje učešće u potencijalnim dobitcima od kombinovanja akcionari preduzeća prodavca uzimaju odmah, dok kod transakcija plaćenih razmenom akcija moraju čekati da eventualne dobitke od kombinovanja podele sa akcionarima preduzeća kupca u budućnosti.

Plaćanje akvizicije gotovinom veoma se retko može obezbediti iz postojećih zaliha gotovine preduzeća kupca. Finansiranje transakcije podrazumeva dodatno zaduživanje preduzeća kupca. Od nivoa zaduženosti preduzeća pre ponude i od spremnosti investicionih banaka i savetnika da obezbede garancije kredita zavisi način zaduživanja preduzeća. U slučaju uzimanja kredita od banaka za velike transakcije neophodno je učešće većeg broja banaka, a u slučaju emitovanja obveznica potrebno je ponuditi dovoljno visoku kamatnu stopu koja bi privukla investitore. Opasnost od velikog zaduživanja leži u činjenici da može doći do naglih padova u nivou aktivnosti, rasta kamatnih stopa i pronalaženja poverioca za refinansiranje⁹². Stoga nakon akvizicije, sledi razduživanje u što kraćem roku, kroz prodaju dela sredstava stečena u akviziciji.

Nedostaci u plaćanju gotovinom M&A transakcija, iz ugla akcionara preduzeća prodavca, jesu nemogućnost učestvovanja u podeli dobitka kombinovanog entiteta, jer više nisu akcionari nakon M&A transakcije i plaćanje poreza na kapitalne dobitke.

5.2 Prednosti i nedostaci plaćanja akcijama

Plaćanje transakcije akcijama ne dovodi do dodatnog zaduživanja preduzeća kupca, ali se iz budućih novčanih tokova moraju obezbediti dividende za nove akcionare. Prednosti plaćanja akcijama su očigledno u situaciji kada su akcije preduzeća kupca precenjene (visok P/E racio), a akcije preduzeća prodavca potcenjene⁹³. Precenjene akcije omogućavaju kupcu da stekne drugo preduzeće razmenom manjeg broja akcija u odnosu na broj koji bi morao da dodeli akcionarima prodavca da akcije nisu precenjene, i tako smanji redukciju vlasništva svojih akcionara⁹⁴.

⁹² Strower M., Sahn S., *Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on MA Decisions for CEOs*, strana 41

⁹³ Todorović M., *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, strana 217

⁹⁴ Todorović M., *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, strana 217

Iz perspektive akcionara preduzeća prodavca prednosti plaćanja u akcijama se sastoje u odlaganju poreza na kapitalne dobitke i u kontinuitetu finansijskog interesa nad sredstvima preduzeća koje su prodali. Akcionari preduzeća prodavca, ukoliko očekuju zadovoljavajuće prinose, mogu i dalje držati akcije u svom posedu, posebno kada se očekuju visoki sinergetski efekti transakcije.

Emisija novih akcija akcionarima van preduzeća uzrokuje razvodnjavanje vlasništva originalnih akcionara preduzeća kupca, što može nekad biti uzrok pada cena akcije preduzeća kupca. To se može desiti usled promene vrednovanja preduzeća od strane tržišta, a delimično zbog toga što postoji verovatnoća da će uskoro posle M&A veliki broj akcija biti iznet na tržište u želji da budu prodate. Razmena akcije može uvesti u strukturu vlasništva institucionalne investitore koji mogu steći više efektivne kontrole nego ekvivalentan broj malih, uobičajeno bordu i menadžerima lojalnih akcionara⁹⁵. U zavisnosti od nivoa zaduženosti preduzeća prodavca, nakon sticanja može, ali i ne mora, doći do smanjenja nivoa leveridža preduzeća kupca. Akcionari preduzeća prodavca zahtevaju veću premiju jer će dobitke/gubitke nakon transakcije deliti sa preduzećima kupca što transakciju čini skupljom.

Pomeranje cena akcija nakon najave transakcije mogu promeniti blagostanje akcionara. Usled uzajamne vezanosti kroz ratio razmene, u meri u kojoj cena akcija jednog preduzeća padne u periodu od najave do kompletiranja transakcije, padaće i cena akcija drugog preduzeća. Promene cene akcija nakon kompletiranja transakcije mogu biti nepovoljne usled povećanja ponude akcija i neizvesne tržište ocene vrednosti novog entiteta. Osnovni nedostatak plaćanja akcijama za akcionare preduzeća prodavca predstavlja neizvesnost ostvarenja dobitaka i činjenica da će eventualne dobitke/gubitke nakon transakcije koja se plaća akcijama deliti sa akcionarima preduzeća kupca, što može uticati da akcionari preduzeća prodavca nekada odbiju plaćanje u akcijama. Razmena akcija kao metod plaćanja ima veliki broj kritičara i na strani teoretičara i na strani praktičara. Jedan od njih je Voren Bafet koji smatra da emitovanje novih akcija radi finansiranja M&A transakcija označava delimičnu prodaju preduzeća jer preduzeće kupac uglavnom tada preplaćuje transakciju posebno ako su akcije preduzeća kupca depresirane.

5.3 Isplativost transakcije

⁹⁵ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 217

Zaključak o isplativosti transakcije za preduzeće kupca treba doneti ne u odnosu na tekuću tržišnu vrednost preduzeća prodavca već u odnosu na vrednost koju preduzeće prodavac ima za njega. Ukoliko preduzeće kupac plati cenu jednaku ovoj vrednosti, sve koristi ubiraće akcionari prodavca, a akcionari kupca će biti na nuli. Akcionari preduzeća kupca će biti na gubitku (neto sadašnja vrednost manja od nule) ukoliko se za ciljano preduzeće plati više nego što ono vredi za njega. NSV transakcije za preduzeće kupca predstavlja onaj deo kreirane vrednosti koju će steći njegovi akcionari, tj. predstavlja promenu u blagostanju njegovih akcionara usled transakcije. NSV predstavlja razliku transakcijom dodate vrednosti – neto ekonomskih dobitaka od kombinovanja i plaćene premije:

⁹⁶ $NSV = (SV_{AB} - \text{Gotovina}) - SV_A$, gde SV označava procenjenu vrednost (sopstvenog kapitala) preduzeća.

Neto sadašnja vrednost akvizicije se može dobiti i tako što se od vrednosti koju ciljano preduzeće ima za preduzeće kupca oduzme efektivna cena akvizicije. Efektivna cena predstavlja iznos gotovine koji se plaća, a u slučaju plaćanja akcijama, realna vrednost akcija koje se daju u razmenu.

Primer 1⁹⁷

Preduzeće A kupilo je akcije preduzeća za 12 miliona dinara. Dobici od kombinovanja se procenjuju na nivou od 6 miliona dinara, a troškovi transakcije na nivou od 1 miliona dinara. Procenjene vrednosti oba preduzeća kao samostalnih entiteta jednake su tržišnim vrednostima.

	Preduzeće A	Preduzeće B
Cena akcija	75 din	15 din
Broj akcija	1.000.000	600.000
Tržišna vrednost sopstvenog kapitala	75.000.000 din	9.000.000 din

Iznos premije u odnosu na tržišnu vrednost: $12 - 9 = 3$ miliona dobiti akcionara preduzeća B

Vrednost kombinovanog entiteta nakon akvizicije $SV_{AB} = 75 + 9 + 6 - 1 = 89$ miliona dinara

budući da ciljano preduzeće vredi za kupca 14 miliona dinara, dobiti za akcionare preduzeća kupca iznose: $NSV = 89 - 12 - 75 = 2$ miliona dinara.

⁹⁶ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 221

⁹⁷ Primer preuzet iz knjige Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 224

Ukoliko investitori nisu anticipirali M&A, najava transakcije će isprovocirati rast tržišne vrednosti ciljanog preduzeća na oko 12 miliona dinara, a ako se slažu sa prethodnom ocenom dobitaka od kombinovanja i tržišna vrednost preduzeća kupca će porasti na iznos blizak 77 miliona dinara. Ukoliko se rast tržišne vrednosti preduzeća A ne desi u datom obimu, to znači da tržište ne veruje da će koristiti od kombinovanja biti onoliko koliko se procenjuju. Pad tržišne vrednosti preduzeća A se tumači kao signal da je transakcija preplaćena.

Ocena isplativosti transakcije kada se transakcija plaća razmenom akcija komplikovanija je jer isplativost za obe grupe akcionara zavisi od odnosa relativnih vrednosti dvaju preduzeća i ugovorenog racia zamene.

Primer 2

Preduzeće A i preduzeće B iz primera 1 nameravaju da uđu u merdžer i da transakciju kompletiraju razmenom akcija.

Racio tržišnih kapitalizacija iznosi 0.12 (9/75) i on mora biti manji od racija relativnih vrednosti da bi akcionari preduzeća prodavca pristali na razmenu. Racio relativnih vrednosti predstavlja odnos ugovorene vrednosti koja se plaća za akcije preduzeća prodavca i tržišne kapitalizacije preduzeća kupca. Ako je ugovorena vrednost 12 miliona dinara, onda se za akciju preduzeća B plaća implicitna cena od 20 dinara (12 mil/600 hiljada akcija), premija od 33%, a racio relativnih vrednosti iznosi 0.16 (12/75). Može se očekivati da se u periodu od najave transakcije do njenog kompletiranja kroz promene tržišnih cena akcija dvaju preduzeća racio tržišnih kapitalizacija izjednači sa ugovorenim raciom relativnih vrednosti.

Racio razmene akcija se može dobiti na sledeći način:

Racio razmene = Racio relevantnih vrednosti * (Broj akcija A/Broj akcija B) što u našem slučaju iznosi 0.2667, što implicira da će svaki akcionar preduzeća B za svake 4 posedovane akcije dobiti jednu akciju preduzeća A, tačnije akcionari preduzeća B će dobiti za 600.000 akcija 160.000 akcija preduzeća A.

Da bi akcionari preduzeća prodavca pristali na razmenu odnos razmene tržišnih cena mora biti veći od 1. Odnos razmene tržišnih cena reprezentuje odnos tržišne vrednosti koju akcionari preduzeća prodavca dobijaju u zamenu za vrednost koju gube i dobija se po sledećem obrascu:

Tržišna cena akcije preduzeća kupca * Racio razmene

Tržišna cena akcije preduzeća prodavca

što u našem slučaju iznosi 1.333 što opet indicira premiju od 33%. Maksimalna vrednost akcije ciljanog preduzeća za kupca iznosi 23.33 dinara (14 miliona/600 hiljada akcija), pa je maksimalni racio razmene koji kupac treba da plati 0.3111 ($23.33/75$).

Ukoliko je racio razmene 0.2667 akcionari preduzeća B dobijaju za posjedovanih 600.000 akcija 160.000 akcija preduzeća A pa je ukupan broj akcija preduzeća A nakon kompletiranja transakcije 1.160.000. Učešće akcionara preduzeća B u vlasništvu preduzeća nakon kombinovanja iznosiće 13.8% ($160.000/1.160.000$).

Ali, ukoliko menadžeri preduzeća kupca precenjuju koristi od kombinovanja ili žele kompletiranje transakcije po svaku cenu i pristanu na racio razmene od npr. 0.3333, akcionari preduzeća B će dobiti u razmenu 200.000 akcija, ukupan broj akcija će iznositi 1.200.000, a učešće akcionara preduzeća B u vlasništvu nakon kombinovanja iznosiće 16.67% ($200.000/1.200.000$). To znači da će u slučaju većeg racia razmene i učešće akcionara preduzeća B u budućim dobitcima od kombinovanja biti veće. Stoga je za preduzeće kupca imperativ da odmeri racio razmene koji će biti dovoljno visok da podstakne akcionare ciljanog preduzeća da odobre merdžer i dovoljno nizak da za svoje akcionare kreira vrednost i obezbedi najveći deo dobitaka od kombinovanja.

Pri raciu razmene od 0.2667 akcionari preduzeća kupca ustupaju akcionarima preduzeća prodavca 160.000 akcija sa tekućom tržišnom vrednošću od 75 dinara, dobijajući, zauzvrat preduzeće tržišne vrednosti od 9 miliona dinara. To znači da pojavne premija za akcionare preduzeća prodavca iznosi 3 miliona dinara. Nakon najave transakcije, međutim može doći do promene cene akcija. Ako pretpostavimo da će tržište dodeliti kombinovanom entitetu vrednost od 88.75 miliona dinara, to znači da tržište procenjuje neto dobitke od M&A u visini 4.75 miliona dinara ($88.75 - (75 + 9)$). Pri raciu

Merdžeri i akvizicije

razmene od 0.2667 novo preduzeće će imati 1.160.000 akcija te će cena akcija iznositi: 88.75 miliona/
 $1.160.000 = 76.50$ dinara

Efektivna premija koja se plaća akcionarima preduzeća prodavca iznosi:

$$(160.000 * 76.50) - 9 \text{ miliona} = 3.24 \text{ miliona dinara}$$

Pošto će akcionari preduzeća prodavca steći 160.000 akcija ili 13.8% učešća u sopstvenom kapitalu preduzeća A, dobitke ove grupe akcionara možemo računati i na sledeći način:

$$0.138 * 88.75 \text{ miliona} - 9 \text{ miliona} = 3.24 \text{ miliona dinara}$$

Ostatak dobitaka od kombinovanja do 4.75 miliona prisvojiće akcionari preduzeća kupca, te će NSV transakcije iznositi 1.51 milion dinara ($4.75 - 3.24$). Ako uz nepromenjene ostale uslove, ratio razmene iznosi ne 0.2667 već 0.3333 dobici akcionara preduzeća prodavca će iznositi:

$$0.1667 * 88.75 \text{ milion dinara} - 9 \text{ miliona} = 5.8 \text{ miliona dinara}$$

To znači da bi usled preplaćivanja transakcije akcionari preduzeća kupca trpeli gubitke od oko 1 milion dinara ($4.75 - 5.8$). Razlike između racia razmene od 0.2667 i 0.3333 čini se malom, ali proizvodi velike razlike u isplativosti transakcije. Imajući to u vidu, možda ne čudi zbog čega brojne transakcije kompletirane razmenom akcija završe preplaćivanjem i uništavanjem vrednosti za akcionare kupca.

Tabela 4 *Daimler-Chrysler*

	Daimler	Chrysler	Daimler-Chrysler
Tržišna vrednost pre transakcije u mlrd \$	52.8	29.4	82.2
Očekivani procenat vlasništva u kombinovanom entitetu na osnovu tržišnih vrednosti pre transakcije	64.2%	35.8%	100%
Ugovoreni procenat vlasništva u kombinovanom entitetu nakon transakcije	57.2%	42.8%	100%
Tržišna vrednost nakon transakcije u mlrd \$			100.2
Stečena tržišna vrednost od strane pojedinih grupa akcionara nakon transakcije u mlrd \$	57.3	42.9	
Dobici pojedinih grupa akcionara u mlrd \$	4.5	13.5	18
Relativni dobici akcionara u %	9%	46%	

Izvor: Strategijski menadžment na delu, Kolter M., strana 228

6. RAČUNOVODSTVENI ASPEKTI M&A TRANSAKCIJA

Plaćanjem transakcije merdžera i njegovim kompletiranjem zapocinje proces knjigovodstvene evdijencije transakcije merdžera i u preduzeću kupcu i u preduzeću prodavcu. Sastavlja se bilans merdžera sprovođenjem mera spajanja zaključnih bilansa svih učesnika merdžera i pravog bilansa merdžera (fuzije). Zaključni bilans sastavljaju sva preduzeća koja učestvuju u merdžeru, i preduzeće kupac i preduzeće prodavac. Svi zaključni bilansi se sastavljaju na isti dan, koji je utvrđen sporazumom. Zaključni bilansi se sastavljaju po pravilima koja važe za redovni godišnji obračun, što proističe iz principa bilansnog kontinuiteta, kome odgovara povezivanje vrednosti bilansa predaje i bilansa preuzimanja.⁹⁸ Eventualno povećanje vrednosti neto imovine preduzeća prodavca usled otkrivanja latentnih rezervi ne uključuje se u zaključni bilans, već u pravi bilans merdžera. Poseban zadatak zaključnih bilansa predstavlja obezbeđenje pregleda imovine i obaveza, kao osnove za utvrđivanje odnosa razmene akcija. Zbog toga, preduzeće koje preuzima imovinu treba da sastavi sopstveni zaključni bilans.

Postupak sastavljanja bilansa merdžera započinje u preduzećima koja prenose imovinu, koja zaključuju konta glavne knjige i sastavljaju bilans predaje. Preduzeće koje preuzima nastavlja postupak bilansiranja merdžera sprovodeći sledeće operacije:

- sastavljanje sopstvenog zaključnog bilansa,
- prihvatanje bilansa predaje od preduzeća koja prenose imovinu i njegovo rasknjižavanje na konta
- utvrđivanje odštetnih davanja
- utvrđivanje iznosa povećanja kapitala,
- obuhvatanje troškova merdžera,

⁹⁸ Ranković J., Specijalni bilansi, strana 28

- sastavljanje pravog bilansa merdžera⁹⁹.

Društvo koje preuzima bilans predaje razvija ih na pojedinačna konta preko Konta preuzimanja. Kako društvo koje prenosi imovinu pripajanjem nestaje, njegovi akcionari stižu pravo da za vrednost prenete neto imovine dobiju obeštećenje u vidu akcija društva koje preuzima. Izračunavanje visine odštetnih davanja, tj. broja akcija preduzeća koje preuzima koje pripadaju akcionarima preuzetog preduzeća, predstavlja najsloženiji problem u pregovorima o merdžeru. Na visinu odštetnih davanja utiču sledeći faktori:

- visina latentnih, zakonskih, slobodnih rezervi i neraspoređene dobiti,
- visina prinosne vrednosti učestvujućih društava, od koje zavisi prinosni kurs,
- opšta situacija preduzeća, a posebno ekonomsko-politička situacija,
- pozicija preduzeća na berzi i formirani berzanski kurs,
- sposobnost i taktika pregovaranja¹⁰⁰.

Izračunavanje odnosa razmene akcija ne uslovljava nikakvo knjiženje koje bi tangiralo bilans merdžera, već predstavlja uslov za izračunavanje iznosa povećanja kapitala. Preuzimanjem bilansa predaje, preduzeće kupac u svoje knjige unosi preuzetu neto imovinu. Ukoliko nije bilo otkrivanja latentnih rezervi ni na jednoj strani, a odnos razmene akcija je 1:1, iznos povećanja osnovnog kapitala jednak je vrednosti osnovnog kapitala koji je preuzet bilansom predaje. U slučaju da odnos razmene nije 1:1, može se javiti razlika između iznosa povećanja osnovnog kapitala preduzeća kupca i iznosa preuzetog osnovnog kapitala preduzeća prodavca. U zavisnosti od njenog karaktera, razlika može da se:

- uključi u zakonske rezerve (preko računa Rezultat merdžera) – ukoliko je iznos povećanja osnovnog kapitala manji od iznosa preuzetog kapitala ili
- iskaže u okviru pozicije Goodwill (Povećanje vrednosti fuzije) – ukoliko je iznos povećanja osnovnog kapitala veći od iznosa preuzetog kapitala¹⁰¹.

⁹⁹ Isto, strana 29

¹⁰⁰ Ranković J., Specijalni bilansi, strana 30

¹⁰¹ Ranković J., Specijalni bilansi, strana 36

7. REZULTATI EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA

Merdžeri i akvizicije nastavljaju da budu popularne forme korporativnog razvoja. U 2004. godini, 30.000 merdžera i akvizicija bilo je kompletirano na globalnom nivou, ukupna vrednost M&A transakcija oko 1.900 milijardi USD, prelazeći bruto domaći proizvod nekoliko velikih zemalja¹⁰². Paradoksalno, performanse M&A različito utiču na prinose akcionara preduzeća kupaca i preduzeća prodavca. Dok akcionari preduzeća targeta ostvaruju pozitivne prinose, akcionari preduzeća kupca se često susreću sa negativnim prinosima koji su posledica preplaćenih transakcija.

KPMG je 1999. godine sproveo istraživanje na uzorku od 700 najvećih međunarodnih M&A transakcija u periodu od 1996. do 1998. godine i utvrđeno je da u 83% situacija transakcija nije uspela da poveća vrednost za akcionare preduzeća kupca, u 30% slučajeva vrednost za akcionare ostala je nepromenjena, dok je čak u 53% slučajeva vrednost uništena¹⁰³. Menadžeri preduzeća prodavca tvrde da se samo 56% merdžera i akvizicija smatra uspešnim.¹⁰⁴

Sudarsanam i Mahate su u svom istraživanju iz 2006. na uzorku od 500 preuzimanja u Velikoj Britaniji ispitivali kako neprijateljska, prijateljska preuzimanja, beli vitezovi utiču na dugoročne performanse kombinovanog entiteta (posmatrajući trogodišnji prinos po akciji) i autori se slažu u zaključku da pojedinačna neprijateljska preuzimanja generišu veće finansijske prinose nego prijateljska ili beli vitezovi.

Glavni fokus istraživanja M&A baziranih na stratezijskom menadžmentu jeste identifikacija strategija i procesa koji mogu objasniti varijabilitet performansi između pojedinačnih M&A transakcija¹⁰⁵. Literatura koja se bavila stratezijskim fitom bila je zaokupljena vezom između performansi i stratezijskih atributa preduzeća koja su činila kombinovani entitet, posebno se osvrćući u kojoj meri je biznis targeta povezan sa biznisom sticaoca. Kapron i Piste su 2002. godine dali detaljan uvid u stvaranje vrednosti kroz mehanizam transfera znanja, tehnologije i resursa preduzeća iz istih biznisa. Literatura koja je bila fokusirana na procese tražila je vezu između izbora strategije integracije i samog procesa merdžera i akvizicija. Teoretičari, stratezi i pristalice organizacionog bihejviorizma tvrde da

¹⁰² Cartwright S., Schoneberg R., 30 years of mergers and acquisitions research, S1-S5

¹⁰³ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 229

¹⁰⁴ Cartwright S., Schoneberg R., 30 years of mergers and acquisitions research, S1-S5

¹⁰⁵ Cartwright S., Schoneberg R., 30 years of mergers and acquisitions research, S1-S5

neadekvatne odluke, pregovori i pogrešni integracioni procesi vode neminovno neuspehu M&A transakcije. Haleblian i Finkleštajn su u svom radu ispitivali koliko preduzeća mogu organizaciono da nauče iz iskustva sa M&A transakcijama i ustanovili da organizaciono učenje mora biti povezano pre svega sa kontekstom M&A transakcijama, njihovom prirodom, različitošću i performansama.

Polje koje se sve više razvija i raste jeste kulturološka dinamika M&A transakcija i emocionalni i bihejvioristički odgovori zaposlenih koji su direktno involvirani u M&A transakciju. Ova literatura koja u sebi sadrži psihologiju, organizaciono ponašanje i ljudske resurse pokušala je da objasni neuspeh M&A transakcija u terminima kumulativnog disfunkcionalnog uticaja na zaposlene koji je povezan sa nesigurnošću koju M&A transakcija nosi. U svakom slučaju, veza između korporativne kulture i performansi i dalje nastavlja da intrigira i zbunjuje istraživače u oblasti domaćeg i internacionalnog M&A. Teorija socijalnog identiteta (Tajfel i Turner, 1979) može da pomogne razumevanju procesa merdžera. Na tom osnovu sva empirijska istraživanja Bartela i Van Dika su pokušala da ustanove prednosti postmeržderske identifikacije. Studije su pokazale da visok stepen socijalne identifikacije zaposlenih sa identitetom kombinovanog entiteta vodi većem radnom naporu, većim performansama i smanjenju odlaska zaposlenih.

Bhagat je vršio longitudinalno ispitivanje od 1962. do 2001. godine i dokumentovao je u javnim ponudama prosečan abnormalni prinos od 30% sa stabilnom tendencijom rasta u godinama. Dobici akcionara prodavca veći su kod ponuda koje su bile neprijateljske, koje su plaćane u gotovini i koje su imale konkurenciju. To verovatno zbog činjenice da kod prijateljskih transakcija bord i menadžeri ciljanog preduzeća zarad ličnih koristi odustaju od insistiranja na visokim premijama za akcionare, kao i zbog činjenice da su prinosi u gotovini veći jer ponuđač mora, zbog plaćanja poreza na kapitalne dobitke, povećati srazmerno cenu.

Andrade je 2001. godine u svom istraživanju dokumentovao da obe grupe akcionara bolje prolaze ako se transakcije plaćaju u gotovini. Negativni abnormalni prinosi akcionara preduzeća kupca se tumače da je transakcija preplaćena u odnosu na vrednost koja je dobijena kupovinom. Kombinovani prinos akcionara obe grupe je nizak, ali pozitivan, što može implicirati, kako je Andrade i zaključio, da motivi M&A transakcija nisu uništavanje slobodnog novčanog toka, već ostvarivanje sinergetskih efekata. I u istraživanjima Berkovitch-a i Narayanan-a, sinergija je dominantan izvor vrednosti, otkrivajući da je kombinovani prinos obe grupe akcionara pozitivan u čak 76% od 250 analiziranih transakcija.

Istraživanja koja se baziraju na studijama slučaja i dugoročnom praćenju trenda računovodstvenih i tržišnih merila performansi dala su kontradiktorne rezultate o dugoročnim performansama preduzeća nakon M&A. Od 26 sprovedenih istraživanja, u čak 14 otkriveno je da je došlo do pada stope prinosa na ukupna sredstva, u 7 slučajeva se desio porast stope prinosa na ukupna sredstva ali rast profitabilnosti statistički beznačajan, a u 5 slučajeva obe stope su rasle statistički signifikantno¹⁰⁶. Miks je iznosio da je najmanje polovina preduzeća nakon M&A imala značajan pad u profitabilnosti u poređenju sa granskim prosekom. Andrade je ustanovio rast poslovnih novčanih tokova u odnosu na granski prosek, pri čemu je ustanovljena značajna pozitivna veza rasta novčanih tokova i prinosa na najavu. Gugler u istraživanju iz 2003. godine otkriva pad obima prodaje i rast dobitka što je posledica jačanja monopolske pozicije nakon kombinovanja, stoji u zaključku. Karlin, Lin i Yadav otkrivaju da su operativne performanse značajno slabije u transakcijama koje su kompletirane razmenom akcija, nego gotovinom.

Prema podacima agencije McKinsey iz istraživanja koje je pokrilo performanse 116 velikih preduzeća nakon kompletiranja M&A transakcija u SAD i Velikoj Britaniji u periodu 1972.-1983. samo 23% M&A transakcija mogu se oceniti kao uspešne, a čak 61% kao neuspešne, ostatak je bilo teško oceniti kao uspešne ili kao neuspešne¹⁰⁷. Transakcija je ocenjena kao uspešna ukoliko stopa prinosa na investirana sredstva u transakciji u periodu od tri godine nakon transakcije bila jednaka ili veća od cene sopstvenog kapitala preduzeća.

Malobrojne pristalice M&A transakcija tvrde da je problem što se u istraživanjima niko od autora ne pita kako bi preduzeće kupac i njegovi akcionari prošli da se transakcija nije desila. U jednom drugačijem istraživanju McKinsey-a pošlo se od 5.000 preduzeća i izdvojen je uzorak od 85 velikih preduzeća čija je prosečna stopa prinosa za akcionare prelazila 15.58% i čiji je rast u angažovanim sredstvima bio veći od 10.37% godišnje¹⁰⁸. Cilj istraživanja je bio da se sagleda da li su ti dobri rezultati ostvareni kroz eksterni ili interni rast. Rezultati su pokazali da je 40% preduzeća koristilo eksterni rast, 35% kombinaciju eksternog i internog rasta, a 25% preduzeća isključivo interni rast. Ovi rezultati ukazuju da metod eksternog rasta ipak nije lošiji od metoda organskog, internog rasta.

¹⁰⁶ Todorović M., Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, strana 237

¹⁰⁷ Koller T. (et al), Valuation, strana 463

¹⁰⁸ Koller T. (et al), Valuation, strana 464

Zaključak kritičara M&A je da ne dovode do kreiranja nove vrednosti već do redistribucije vrednosti, pri čemu su na gubitku zaposleni, poverioci i eventualno preferencijalni akcionari. Sa druge strane, pristalice transakcija poništavaju teoriju redistribucije, ističući da u M&A transakcijama ipak dolazi do kreiranja nove vrednosti.

Imajući preferencijalnih akcija, konvertibilnih preferencijalnih akcija i konvertibilnih obveznica u ciljanom preduzeću u proseku ostvaruju sitne dobitke u M&A transakcijama, dok u preduzeću kupcu oni su uglavnom na nuli u proseku, tačnije ne ostvaruju statistički značajne dobitke niti gubitke.

Nakon kompletiranja transakcije izvesni delovi kombinovanog entiteta mogu biti zatvoreni ili prodati, te se javljaju viškovi zaposlenih. Iako se nekada tokom ponude ističe da se otpuštanje radnika neće desiti, viškovi radne snage su neizbežni jer kombinovanjem dolazi do dupliranja funkcija. Nekada se višak zaposlenih kod preduzeća prodavca tumačio i kao jedan od razloga koji dovodi do neefikasnosti i provocira napad za preuzimanje. Ipak, nekada, usled poboljšanja konkurentne pozicije preduzeća koja se javlja kao rezultat kombinovanja, može doći i do kreiranja novih radnih mesta.

Menadžeri i direktori oba preduzeća mogu ostvariti značajne dobitke, koji se nekada broje u milionima evra, dolara... Iako se menadžeri i direktori kupljenog preduzeća često smatraju gubitnicima M&A, iz razloga što šesto gube svoja radna mesta, činjenica je da u brojnim transakcijama i oni ostvaruju značajna primanja u vidu bonusa ili zlatnih padobrana. U konkurentnim ponudama preduzeća koja izgube u borbi za preuzimanje trpe troškove upućivanja ponude, te će nakon kompletiranja transakcije od strane drugog ponuđača trpeti gubitke u istom iznosu. Međutim određeni neuspešni ponuđači mogu biti i veliki dobitnici u M&A, kao što su oni ponuđači koji primaju greenmail da bi otišli. Uspešno preuzimanje ili odbrana od preuzimanja podrazumevaju obezbeđenje profesionalaca sa jakim ekspertizom u M&A. Budući da svoje usluge obavljaju za visoke iznose fiksnih i varijabilnih naknada, dobitnici u M&A transakcijama sigurno su i investicioni bankari, finansijski i pravni savetnici, nezavisno od toga da li rade za kupca ili prodavca, za pobednika ili za poraženog u transakciji.

8. MARKETING AKTIVNOSTI

Marketing aktivnosti predstavljaju osnovu svih promena u preduzeću, tačnije presudan faktor propasti ili uspeha nekog preduzeća, bez obzira da li je reč o pojedinačnom preduzeću ili grupi preduzeća, nastaloj kao posledica M&A transakcije. Svako preduzeće bi trebalo da usvoji moderan marketing koncept koji se može definisati kao ostvarivanje korporativnih ciljeva kroz zadovoljavanje potreba kupaca bolje od konkurencije¹⁰⁹. Da bi se marketing koncept implementirao, neophodno je da: aktivnosti preduzeća budu usredsređene na obezbeđivanje satisfakcije kupaca, odgovornost za zadovoljenje potreba kupaca nije samo odgovornost marketinga već svih odeljenja u preduzeću, proizvodnje, nabavke, finansija, istraživanja i razvoja, inženjeringa i da bi se napori svih odeljenja ostvarili neophodno je menadžment veruje da se korporativni ciljevi ostvaruju kroz zadovoljenje potreba kupaca.

Razvijanje marketinške orijentacije je dugoročan proces i predstavlja svojevrsan oblik investicija. Uglavnom se ova investicija odnosi na promenu organizacione kulture i organizacione klime i to na način da zajedničke vrednosti, izražene kroz zadovoljenje potreba potrošača i briga o kvalitetu, u svim aktivnostima budu moto i težnja svih zaposlenih¹¹⁰.

Razvijanje marketinške orijentacije podrazumeva usredsređivanje aktivnosti organizacije na: kupca/potrošača, konkurenciju, promenu okruženja i kulture organizacije. Proces implementacije marketinške orijentacije odvija se u nekoliko faza:

- obezbeđivanje podrške visokog nivoa menadžmenta,
- formulisanje konkretne misije koja se odnosi na razvijanje marketinške orijentacije. Istovremeno, treba da postoji i odgovarajući plan kao i potrebni resursi da se plan ostvari.
- formiranje stručnog tima, koga čine menadžeri preduzeća i konsultanti. Stručni tim treba da:
 - identifikuje sadašnju orijentaciju kompanije,
 - izradi i predloži program poboljšanja kulture i klime organizacije,
 - predloži eventualne strukturne promene u okviru kompanije u cilju podrške marketinškim aktivnostima i

¹⁰⁹ Jobber D., Fahy J., Osnovi marketinga, strana 3

¹¹⁰ Kotler F., Keller K.L., Marketing menadžment, strana 7

- predloži program sprovođenja promena u okviru sistema nagrađivanja (novčane nagrade i unapređenja)¹¹¹.

9. ZAKLJUČAK

Preduzeće može da raste internim (organskim) i eksternim rastom. Eksterni rast se realizuje kroz M&A transakcije (tkz. rast u „velikim koracima“), koji u poređenju sa metodom internog rasta, omogućava preduzeću brži ulazak i lakše prevazilaženje ulaznih barijera na ciljanim tržištima. Ipak, eksterni rast takođe preduzeće izlaže značajno većem stepenu rizika.

Dodatna vrednost u M&A transakcijama se može kreirati po osnovu iskorišćavanja efekata poslovne sinergije, efekata finansijske sinergije ili/i obezbeđenjem efikasnijeg menadžmenta, tačnije poboljšanih strategija upravljanja u preduzeću koje se stiče. Ukoliko na tržištu akcija postoje situacije potcenjenosti i precenjenosti, i ukoliko se one mogu identifikovati, menadžment tim preduzeća ponuđača može kreirati vrednost kupovinom akcija potcenjenih ciljanih preduzeća (ili upotrebom precenjenih sopstvenih akcija za M&A koji se plaćaju razmenom akcija).¹¹²

Istraživanje motivacije M&A transakcija su pokazala da značajno mesto u iniciranju ovih transakcija zauzimaju motivi menadžera preduzeća ponuđača. Motivi menadžera mogu biti racionalni, kao što je želja da se obezbedi sigurnost radnog mesta ili veća materijalna satisfakcija, ali i iracionalni kao što su želje menadžera za samodokazivanjem, za širenjem granica svojih korporativnih imperija.

M&A transakcija se može izvesti u prijateljskoj ili neprijateljskoj formi. Kod prijateljske transakcije, prethode pregovori dva tima menadžera o brojnim detaljima vezanim za transakciju nakon čega se detalji ponude prezentuju akcionarima ciljanog preduzeća. Međutim, preduzeće ponuđač može uputiti ponudu za preuzimanje akcija i direktnim obraćanjem akcionarima ciljanog preduzeća, zaobilazeći njegov bord i menadžment tim, kada govorimo o neprijateljskom preuzimanju. Na taj način se

¹¹¹ Hanić H., Upravljanje marketingom, strana 14

¹¹² Strategijski menadžment na delu, Kolter M., strana 227

omogućava da napadači, i tržište korporativne kontrole na kome nastupaju, disciplinuju neefikasne menadžment timove.

Neprijateljska preuzimanja dešavala su se i prošlosti, dešavaju se i danas, a verovatno će se dešavati u budućnosti. Veoma je tanka linija između neprijateljske i prijateljske ponude, jer prijateljska ponuda može naknadno postati neprijateljska. Razlozi i motivi koji stoje iza neprijateljske ponude su identični onima iza prijateljske ponude. Preuzimanjem ili sticanjem, sticalac dolazi do mnogobrojnih prednosti kao što su ušteda u troškovima, ekonomija obima ili sinergetski efekat. Opasnost preuzimanja postoji kada sticalac preplati transakciju. Odbrambene strategije se mogu podeliti na proaktivne i reaktivne. Proaktivne strategije se planiraju i implementiraju pre dostavljanja ponude: proširenje borda, zlatni padobran i otrovna pilula. Reaktivne se implementiraju tek kada se kompanija suoči sa neprijateljskom ponudom: beli vitez, beli štitonoša, zelena ucena, sudska tužba i prodaja srebrnine. One se najčešće kombinuju svaka sa svakom ali ne garantuju da će neprijateljska ponuda biti povučena, ali mogu produžiti vremensko trajanje ponude i potencijalno uticati na poboljšanje uslova u ponudi. Kroz primere iz prakse prikazane u ovom radu, najčešća je bila reaktivna taktika odbrane, beli vitez. Ali sve kompanije koje su koristile ovu taktiku nisu uspele da se odbrane i postale su predmet merdžera, što ne znači da one ne mogu da dovedu do odustajanja od preuzimanja. Na malom broju primera iz prakse koji su korišćeni u ovom radu ne mogu se izvući definitivni zaključci.

U slučaju Ludnina i Equinixa otrovna pilula dala je rezultate i pregovori su odloženi a Lundin je za sada ostao nezavisno pravno lice. Ali otrovna pilula u slučaju Mannesmann-a i Vodafone-a, Orange, nije dao rezultate, tako da je do merdžera došlo. Zajedničko za Arcelor i za Continental je da nisu imale implementirane mere odbrane pre ponude, dok su te mere kod Mannesmann-a bile nedovoljno implementirane, a Lundin je od svih imao najuspešnije mere odbrane, i zato je od svih njih izašao kao pobednik u borbi za preuzimanje. A možda navedene kompanije nisu želele da implementiraju snažnije odbrambene mere, pa ono što su možda konačno želeli to se i dogodilo.

Dva osnovna metoda plaćanja M&A transakcija predstavljaju plaćanje gotovinom i razmena akcija. Plaćanje gotovinom podrazumeva, svakako, veće finansijsko naprezanje preduzeća kupca koji neophodnu gotovinu obezbeđuje najčešće privlačenjem kredita ili emisijom akcija. Osim toga, izbor metoda plaćanja zavisi od mnoštva faktora kao što su: potcenjenost/precenjenost akcija oba preduzeća,

željeni stepen kontrole nakon transakcije, željena podela ukupnih dobitaka između dve grupe akcionara, poreski tretman i poreski efekti transakcije i intenzitet otpora pri preuzimanju¹¹³.

Ocena uspešnosti M&A najčešće se vrši iz perspektive akcionara, uz različite korišćene kriterijume uspešnosti i uz različite metodologije. To vodi različitim, često kontradiktornim rezultatima istraživanja. Istraživanja kratkoročnih reakcija tržišnih cena akcija na najave M&A su dominantna i njihov osnovni nalaz je da akcionari preduzeća prodavca ostvaruju statistički krupne dobitke u M&A transakcijama. Akcionari preduzeća kupca beleže blage negativne abnormalne prinose u M&A transakcija. Rezultati istraživanja dugoročnih efekata M&A transakcija na performanse preduzeća uključenih u kombinovanje ne omogućavaju donošenje pouzdanih i jakih zaključaka. Ipak, izgleda da su očekivanja da će M&A transakcije doprineti popravljaju performansi preduzeća nakon kombinovanja često nerealna.¹¹⁴

¹¹³ Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on MA Decisions for CEOs, strana 94

¹¹⁴ Cartwright S., Schoneberg R., 30 years of mergers and acquisitions research, S1-S5

10. LITERATURA

- Aigson C. (2009), Value creation at Vodafone, London Business School
- Anufrijević A., 2013, Finansijska arhitektura akvizicija u korporacijama, Socioekonomika, Beograd, strane 29-40
- Aron M.K., 2008, Pregovaranje, Data Status, Beograd
- Capron L., Pistre N., 2002., When do acquirers earn abnormal returns, Strategic Management Journal, volume 23, 781-794
- Cartwright S., Schoenberg R., 2006, 30 years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities, British Journal of Management, volume 17, pages S1-S5,
- Continental and Schaeffler: losing its bearings (2009), The Economist, Berlin, strane 41-49
- Danley H., Capell K., Fairlamb D. (2000), Chris Gent is already looking beyond Mannesmann, Business Week, New York
- Degen R. (2012), Changes in governance: The case of Arcelor's takeover by Mittal Steel, Center of research in International Business and Strategy, Rio de Janeiro
- Des G., Limpkin T., 2007, Strategijski menadžment, Data Status, Beograd
- Đorđević S, (2012.) Značaj i uloga mehanizama korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta, Škola biznisa, 1, 51-62
- Đurićin D., Janošević S., 2007, Menadžment i strategija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd
- Equinox begins hostile bid for Lundin (2010), Financial Review
- Habeck T., 2000, After the Merger: Seven Rules for Successful Post-Merger Integration, Pearson Edition
- Hanić H., 2008, Upravljanje marketingom, BBA, Beograd
- Hopner M., Jackson G., (2001) An emerging market for corporate control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung,
- <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/forgingasteelgiantmittal'sbidforarecelor>
- Jobber D., Fahy J., (2006) Osnovi marketinga, Data Status, Beograd.
- Koller T., Goedhart T., Wessels D., 2007, Valuatuion, McKinsey
- Kotler F., Keller K.L., 2006, Marketing menadžment, Data Status, Beograd
- Kotler M., 2010 Strategijski menadžment na delu, Data Status, Beograd
- KPMG empirical research about value creation in M&A transactions, 1999

- Kukuruzović D., 2012, Spajanja i pripajanja – primeri iz prakse, Institut za pravo i finansije, Beograd
- Letter to our shareholders (12/01/2000), Esser K,
http://www.mannesmann.com/content/investor_relations
- Marinschek M. (2004) Mannesmann vs Vodafone, on a hostile takeover, School of Business, Law and Economy, Illinois
- Metodologija društvenog istraživanja, 2014, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd
- Milisavljević M., 2012, Strateški menadžment, Megatrend, Beograd
- Nordhues P. (2008), Creeping takeover of Continental AG: criticism of Schaeffler's strategy, Lexology, Association of Corporate Control
- Pearce J., Robison R. (2004), Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth, Business Horizons 47/5
- Popović Z., 2004, Kako napisati i objaviti naučno delo, Akademska misao, Beograd
- Povović N., Jaško O., Prokić S. 2010, Menadžment interorganizacionih odnosa, outsourcing, strategijske alijanse, merdžeri i akvizicije, Fond „Srpski ekonomski centar“, Beograd
- Ranković J., 1996, Specijalni bilansi, Proinkom, Niš
- Reed S. (2000), The Wizards of Telecom, Business Week, New York
- Ryan V. (2000), Gent gets his man (Nesmann), Telephony Chicago
- Samim Z., Yang E. (2011), Mergers and Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, School of Business, Economics and Law
- Strower M., Sahna S., 2006, Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on MA Decisions for CEOs, Journal of Applied Corporate Finance
- Sudarsanam S., Mahate A.A., 2006., Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers, British Journal of Management, volume 17, pages S7-S12
- Tajfel H., Turner J.C. 1979., An integrative theory of intergroup conflict, The Social Psychology, Monterey
- Todorović M., 2010, Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd
- Walker M., (2000) The bid that couldn't fail, Euromoney
- Wirtschaftswoche, (2000)., Thompson Financial Securities Data
- www.mergerstat.com