

UNIVERZITET SINGIDUNUM

POSLOVNA EKONOMIJA

DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE

ZAVRŠNI (MASTER) RAD

MERDŽERI I AKVIZICIJE U BANKARSKOM SEKTORU

Mentor: prof. dr Goranka Knežević

Student: Ljiljana Dimitrijević

Broj indeksa: 400347/2012

Beograd

Decembar, 2013. godine

Sadržaj

Uvod	1
1. Teorijska osnova merdžera i akvizicija	5
1.1. Osnovni pojmovi	5
1.2. Istorijski razvoj merdžera i akvizicija	7
1.3. Merdžeri i akvizicije u globalnoj finansijskoj krizi	9
1.4. Merdžeri i akvizicije u poređenju sa drugim korporativnim strategijama	10
1.4.1 Razlika između merdžera i akvizicija i strateškog saveza	10
1.4.2 Razlika između merdžera i akvizicija i kupovine preduzeća	10
1.4.3 Razlika između merdžera i akvizicija i odvajanja preduzeća	11
1.5. Podela merdžera i akvizicija	11
1.6. Motivi i razlozi merdžera i akvizicija	13
1.7. Taktike u procesu merdžera i akvizicija	15
1.7.1 Dobrovoljno preuzimanje preduzeća	15
1.7.2 Neprijateljsko preuzimanje preduzeća	16
1.7.2.1 Medveđi zagrljaj	17
1.7.2.2 Direktna ponuda	18
1.7.2.3 Borba punomoćja	20
1.8. Metode odbrane od merdžera i akvizicija	22
1.8.1 Preventivne mere odbrane	23
1.8.1.1 Otrovne pilule	23
1.8.1.2 Izmene u statutu korporacije	26
1.8.1.3 Zlatni padobranci	29
1.8.2 Aktivne mere odbrane	30
1.8.2.1 Zelena pošta	31
1.8.2.2 Sporazum o mirovanju	31
1.8.2.3 Beli vitez	32
1.8.2.4 Izmena strukture kapitala	32
1.8.2.5 Restrukturiranje preduzeća	34
1.8.2.6 Parničenje	35
1.8.2.7 Pak-Man odbrana	36
2. Proces merdžera i akvizicija	37
2.1 Identifikacija preduzeća za spajanje ili preuzimanje	38
2.2 Analiza preduzeća	39

2.2.1	Finansijska analiza	39
2.2.1.1	Vertikalna analiza finansijskih izveštaja	40
2.2.1.2	Horizontalna analiza finansijskih izveštaja	40
2.2.1.3	Grafička analiza finansijskih izveštaja.....	41
2.2.2	Racio analiza finansijskih izveštaja	41
2.2.2.1	Racio analiza likvidnosti.....	43
2.2.2.2	Racio analiza solventnosti	45
2.2.2.3	Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima	49
2.2.2.4	Racio analiza profitabilnosti	55
2.3	Procena vrednosti preduzeća	56
2.3.1	Pristup baziran na prihodima	56
2.3.2	Pristup baziran na imovini.....	57
2.3.2.1	Knjigovodstvena vrednost preduzeća	57
2.3.2.2	Likvidaciona vrednost preduzeća.....	58
2.3.3	Tržišni pristup	59
2.3.3.1	Metod cenovnih množioca	59
2.3.3.2	Metod uporednih preduzeća	61
2.3.3.3	Metod uporednih transakcija.....	63
2.4	Sklapanje ugovora.....	63
2.5	Post-merdžer integracija.....	64
3.	Specifičnost merdžera i akvizicija u bankarskom sektoru	66
3.1	Motivi i razlozi za merdžere i akvizicije u bankarskom sektoru.....	66
3.2	Modeli kupoprodaje banaka.....	69
3.2.1	Model interesne kupovine	71
3.2.2	Model čiste kupovine	72
3.2.3	Model vaučerske kupoprodaje	74
3.3	Efekti merdžera na performanse banaka	75
3.4	Merdžeri i akvizicije u bankarskom sektoru Srbije.....	76
4.	Analiza slučaja iz prakse	81
4.1	EFG Eurobank ad.....	81
4.1.1	Osnovne informacije o EFG Eurobank banci	81
4.1.2	Poslovanje EFG Eurobank banke na bankarskim sektorima Centralne i Jugoistočne Evrope.....	82
4.1.3	Ulazak EFG Eurobank banke na srpski bankarski sektor.....	82
4.1.4	Analiza finansijskih izveštaja EFG Eurobank ad	84

4.1.4.1	Analiza bilansa uspeha.....	84
4.1.4.2	Analiza bilansa stanja	85
4.2	Nacionalna Štedionica ad – Terget banka	86
4.2.1	Osnovne informacije o Nacionalnoj Štedionici ad	86
4.2.2	Analiza finansijskih izveštaja Nacionalne Štedionica ad.....	88
4.2.2.1	Analiza bilansa uspeha.....	89
4.2.2.2	Analiza bilansa stanja	90
4.3	Preuzimanje Nacionalne Štedionica ad od strane EFG Eurobank ad	91
4.3.1	Opis transakcije	91
4.3.2	Fuzija bilansa Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad.....	92
4.3.3	Analiza bilansa Eurobank EFG Štedionica ad.....	94
4.3.4	Eurobank ad danas.....	97
4.3.4.1	Analiza bilansa uspeha.....	97
4.3.4.2	Analiza bilansa stanja	98
Zaključak		101
Literatura		103

Lista tabela

Tabela 1. Bilans uspeha EFG Eurobank ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara	85
Tabela 2. Bilans stanja EFG Eurobank ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara	85
Tabela 3. Bilans uspeha Nacionalne Štedionice ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara	89
Tabela 4. Bilans stanja Nacionalne Štedionice ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara	90
Tabela 5. Spojeni bilans Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad na dan 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara.....	92
Tabela 6. Promene na kapitalu spojenog bilansa Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad na dan 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara.....	93
Tabela 7. Bilans uspeha Eurobank EFG Štedionice ad, za 2006. godine, u hiljadama dinara...	94
Tabela 8. Bilans stanja Eurobank EFG Štedionice ad, za 2006. godine, u hiljadama dinara	95
Tabela 9. Bilans uspeha Eurobank ad za 2011. i 2012. godinu, u hiljadama dinara	97
Tabela 10. Bilans stanja Eurobank ad za 2011. i 2012. godinu, u hiljadama dinara	98

Lista grafika

Grafik 1. Vlasnička struktura Eurobank ad na dan 31.12.2012. godine	97
---	----

Uvod

Pitanja merdžera i akvizicija preduzeća jedna je od oblasti finansija koja privlači pažnju kako javnosti tako i finansijskih eksperata i menadžera. Oblast merdžera i akvizicija obuhvata skup značajnih specifičnih aktivnosti koje zadiru u mnoge sfere poslovnog života.

U uslovima globalizacije poslovanja, jake konkurentnosti i promenljivosti okruženja merdžeri i akvizicije kao strategija eksternog rasta preduzeća omogućavaju preduzećima da se prilagode novonastalim šansama i na bolji način pozicioniraju kako bi ostvarila veću vrednost za svoje interesne grupe.

U tržišnim ekonomijama putem merdžera i akvizicija ostvaruje se transfer vlasničke i menadžment kontrole, u smislu preuzimanja manje uspešnih preduzeća od strane ekonomski efikasnijih i finansijski jačih preduzeća. Na taj način vrši se stalno restruktuiranje privrede kroz vlasničko preuzimanje, koje deluje u pravcu jačanja profitabilnosti preduzeća.

Merdžeri i akvizicije već decenijama predstavljaju jednu od najčešće sprovedenih strategija restruktuiranja, kako po obimu, tako i po vrednosti sprovedenih transakcija. Kao glavni razlozi za merdžere i akvizicije navode se globalizacija, tehnološke inovacije, deregulacija finansijskih aktivnosti i sl.

Predmet i polazište istraživanja

Glavna tema ovog rada je složena problematika merdžera i akvizicija na finansijskim sektorima, i to pre svega na domaćem bankarskom sektoru. Rad ukazuje na teorijske stavove iz ove problematike kao i iskustva koja su do sada akumulirana.

Osnovno polazište istraživanja u ovom radu predstavlja nekoliko ključnih pitanja koja su detaljno izanalizirana u okviru rada:

- Koji su razlozi zbog kojih se banke odlučuju na merdžere ili akvizicije?
- Koji se problemi javljaju prilikom sprovođenja merdžera ili akvizicija?
- Koje su specifičnosti merdžera i akvizicija u domaćem bankarskom sektoru?

- Kako se analiziraju bilansne pozicije i vrednuju potencijalni kandidati za merdžere ili akvizicije?
- Koji su efekti merdžera i akvizicija na performanse banaka?

Hipoteze istraživanja

U istraživanju se polazi od sledeće generalno hipotetičke tvdnje – kada se govori o nekom merdžeru ili akviziciji preduzeća jedno od centralnih pitanja je koliko vredi posao.

Određivanje tržišne vrednosti preduzeća koja učestvuju u transakciji je polazna tačka u realizaciji transakcije. Procena vrednosti je uglavnom orijentisana na preduzeće koje treba da bude preuzeto, da bi se videlo koliko je ponuđač spreman da plati za preduzeće koje želi da preuzme, ali isto tako i da bi akcionari ciljnog preduzeća mogli da donesu odluku da li da prihvate ili odbiju ponudu.

Ova generalno hipotetička tvrdnja u ovom radu je operacionalizovana preko sledećih posrednih hipoteza:

- Merdžeri i akvizicije predstavljaju kombinaciju dva preduzeća u kome ostaje samo jedno preduzeće, tj. ono preduzeće koje je integrisano prestaje da postoji.
- Osnovni razlog za merdžere i akvizicije je ulazak na nova tržišta i postizanje veće tržišne moći, koja se izvodi iz veličine preduzeća, njenih resursa i sposobnosti da se takmiči na tržištu.
- Svako preduzeće koje želi da se razvija kroz merdžere ili akviziciju mora da proceni svoje finansijsko stanje, svoje jake i slabe strane, treba da sprovede detaljnu analizu novih tržišta i institucija koje bi se mogle preuzeti, da pažljivo utvrdi cenu za ciljno preduzeće i sl.
- Finansijskoj oceni opravdanosti merdžera ili akvizicija prethodi analiza velikog broja finansijskih izveštaja i dokumenata. Rezultati analize finansijskih izveštaja i racio analize ciljnog preduzeća predstavljaju značajnu bazu podataka iz koje se može saznati da li target zadovoljava postavljene finansijske standarde, na osnovu čega se dalje može nastaviti sa vrednovanjem planirane strategije.
- Finansijska analiza i vrednovanje ciljnog preduzeća predstavljaju bazu za sklapanje ugovora o spajanju (pripajanju) targeta i daju podatke o potrebnim finansijskim sredstvima za isplatu vlasnika ciljnog preduzeća. Smatra se da je vrednovanje targeta

onoliko dobro, koliko su tačne informacije na osnovu kojih je samo vrednovanje izvršeno. Stoga su informacije koje daje finansijska analiza od esencijalnog značaja za dalji tok ocene opravdanosti merdžera i akvizicija.

- Nakon izvršeneog merdžera ili akvizicije očekuje se da se dođe do stvaranja dodatne vrednosti, što je i cilj vlasničkih promena.

Pored navedene generalne hipoteze, kao i posrednih hipoteza kod istraživanja merdžera i akvizicija u oblasti bankarstva pošlo se od sledećih hipoteza:

- Merdžeri i akvizicije u oblasti bankarstva predstavljaju važan instrument u internacionalizaciji evropskih banaka.
- Merdžeri i akvizicije su bili dominantan način ulaska stranih banaka u domaći bankarski sektor
- Eurobank EFG ad je uspešno izvršila ekspanziju svog poslovanja na srpski bankarski sektor koristeći akvizicije domaćih banaka kao način ulaska na domaće tržište, uz dalje perspektive korišćenja merdžera za rast na domaćem tržištu.

Metode istraživanja

U cilju istraživanja a uzimajući u obzir specifičnost proučavanog predmeta, u radu su korišćene različite metode kako bi se zadovoljili osnovni metodološki zahtevi kao što su: objektivnost, pouzdansot, opštost i sistematičnost.

U radu je korišćena postojeća literatura iz oblasti merdžera i akvizicija, zatim literatura iz oblasti merdžera i akvizicija u oblasti bankarstva, dostupni statistički podaci, kao i podaci o radu konkretnih banaka (Nacionalne Štedionica ad i EFG Eurobanka ad).

Od metoda i tehnika naučno-istraživačkog rada korišćene su:

- Komparativne metode analize
- Induktivne i deduktivne metode
- Standardne statističke metode
- Metod studije slučaja itd.

Struktura rada

Pored uvoda u kome su navedeni predmet rada, polazne hipoteze i korišćene metode, kao i zaključka u kome su navedena zaključna razmatranja, rad se sastoji od četiri poglavlja.

Prvo poglavlje rada se odnosi na teorijske osnove merdžera i akvizicija. U ovom delu rada su definisani osnovni pojmovi iz ove oblasti, dat je istorijski razvoj merdžera i akvizicija, klasifikacija merdžera i akvizicija kao i motivi i razlozi za merdžere i akvizicije. Pored navedenog u ovom poglavlju detaljno su opisane taktike u procesu merdžera i akvizicija, kao i metode odbrane u slučaju neprijateljskih merdžera i akvizicija.

Drugo poglavlje rada se odnosi na proces merdžera i akvizicija. Svaki korak procesa detaljno je opisan počev od identifikacije preduzeća za spajanje ili preuzimanje, preko analize preduzeća koja obuhvata finansijsku analizu i racio analizu, zatim procenu vrednosti preduzeća (metod DCF, metod uporednih preduzeća, metod uporednih transakcija), sklapanje ugovora i post-merdžer integracija.

Treće poglavlje rada se odnosi na specifičnosti merdžera i akvizicija u bankarskom sektoru. U okviru ovog poglavlja navedeni su motivi i razlozi za merdžere i akvizicije u bankarskom sektoru, modeli kupoprodaje banaka, zatim efekti merdžera i akvizicija na performanse banaka kao i detaljan pregled svih merdžera i akvizicija u domaćem bankarskom sektoru.

Četvrto poglavlje rada odnosi se na konkretan primer iz prakse tj. iz domaćeg bankarskog sektora u proučavanoj oblasti. Naime detaljno je prikazan proces spajanja uz preuzimanje Nacionalne Štedionice ad u EFG Eurobank ad. U okviru ovog dela rada detaljno je izanalizirana finansijska situacija i Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad pre preuzimanja, zatim je izvršena fuzija njihovih bilansa, kao i analiza spojene banke nakon zaključivanja ugovora o preuzimanja. Pored toga opisano je i poslovanje Eurobank ad danas.

1. Teorijska osnova merdžera i akvizicija

1.1. *Osnovni pojmovi*

Merdžeri i akvizicije su najrasprostranjeniji oblik korporativnog restrukturiranja. Proces restrukturiranja preduzeća odnosi se na veliki broj aktivnosti kojima preduzeće menja svoju postojeću strukturu, strategiju poslovanja, radi povećanja profitabilnosti i efikasnosti poslovanja kako bi održalo ili povećalo konkurentnost na tržištu. Merdžeri i akvizicije predstavljaju jedan od načina restrukturiranja preduzeća kroz promenu vlasničke strukture, organizacione strukture, strukture kapitala i imaju velike uticaje na finansijski rezultat i performanse preduzeća. Pored navedenog, merdžeri i akvizicije predstavljaju načine transformacija preduzeća kako bi se što bolje pozicioniralo na tržištu i prilagodilo šansama u neposrednom okruženju.

Merdžer za koji se kod nas još koriste i pojmovi spajanje, integracija ili fuzija predstavlja kombinaciju dva preduzeća, u kojoj ono preduzeće koje je integrisano prestaje da postoji. U tom slučaju, preduzeće koje je izvršilo integraciju preuzima imovinu, ali i obaveze preuzetog preduzeća. Ovaj se oblik integracije naziva i statusnim merdžerom.

Pored njega, u praksi se javlja i supsidijarni merdžer kod koga ciljno preduzeće postaje ogranak matične kompanije. Merdžer obično nastaje kada ekonomski entiteti slične veličine nastave da posluju kao novo preduzeće. Vlasnici akcija preduzeća koja se pripaja mogu zameniti svoje akcije za akcije sada novog preduzeća. Preduzeće koje ima dominantnu ulogu u pripajanju preuzima aktivu i obaveze onog drugog preduzeća.

Merdžer karakteriše prestanak apsorbovanih društava kao pravnih lica (bez sprovođenja postupka likvidacije) i univerzalna sukcesija – prenos imovine u celini (sa svim pravima i obavezama) apsorbovanih društava na društvo nastalo pripajanjem ili novonastalo društvo.

Merdžer može biti prikazan na sledeći način:

$$A + B = A$$

Preduzeće A apsorbuje preduzeće B, koristeći svu aktivu i pasivu preduzeća B, koje prestaje da postoji kao pravni entitet. Vlasnici preduzeća B obično menjaju svoje akcije za akcije preduzeća A. U većini slučajeva, najmanje 50% akcionara ciljnog preduzeća i preduzeća ponuđača mora da odobri pripajanje.

Merdžeri privrednih društava imaju značajne prednosti ali i nedostatke. Ono što je pozitivno iz ovih procesa jeste što vode ka većoj rentabilnosti, mogu dovesti do uklanjanja nepoželjnih konkurenata na tržištu, dok sa druge strane, mogu voditi ka stvaranju nefleksibilnog društva, gde se umanjuje verovatnoća ostvarivanja pozitivnih finansijskih rezultata.

Za razliku od integracija, konsolidacija ili udruživanje predstavlja dobrovoljni spoj dva ili više preduzeća koja se udružuju radi formiranja potpuno novog preduzeća, dok prethodna dva prestaju da postoje kao ekonomski entiteti.

Konsolidacija ima oblik:

$$A + B = C$$

Kombinacijom preduzeća A i B nastaje novo preduzeće C, dok preduzeća A i B prestaju da postoje kao samostalni pravni subjekti. Vlasnici akcija preduzeća A i B menjaju svoje akcije za akcije novog, zajedničkog preduzeća.

Akvizicija se može opisati kao nalaženje novih poslova, kupovina aktive, organizacionih delova ili celih preduzeća, zatim sticanje vlasničkog učešća u drugim preduzećima (direktna kupovina, kupovina na berzi, preuzimanje, kupovina realne aktive), preuzimanje kontrole nad drugim preduzećem. Sa pravne tačke gledišta, preduzeće koje je meta preuzimanja prestaje da postoji i preduzeće koje preuzima nastavlja samostalno da posluje.

Pojam preuzimanje podrazumeva nešto širi pojam od akvizicija i predstavlja različite oblike transfera kontrole preduzeća sa jedne grupe vlasnika na drugu. U osnovi preuzimanja se dele na prijateljska i neprijateljska.

Ponekad je teško ova dva procesa razlikovati, jer preuzimanje može početi kao merdžer, dakle putem pregovora dva preduzeća, a završiti se kao tender ponuda, ukoliko na primer do dogovora ne dođe, pa preduzeće preuzimač odluči da uputi direktnu ponudu akcionarima za

njihove akcije. Ili obrnuto, proces preuzimanja može otpočeti tender ponudom, da bi se zatim i preduzeće koje je meta preuzimanja uključila u pregovore, čime taj proces prelazi u merdžer. U većini slučajeva, kao merdžer se može okarakterisati preuzimanje koje rezultuje iz pregovaranja i obično je „prijateljskog“ karaktera, jer su oba preduzeća zainteresovana za spajanje. Akvizicija može biti „prijateljska“, kada je upravni odbor i menadžment mete podržavaju, mada nema nikakvih pregovora već je ponuda upućena direktno akcionarima, i „neprijateljska“, kada joj se upravni odbor i menadžment protive.

Konsolidacija je poslovna kombinacija dva ili više odvojenih entiteta radi stvaranja potpuno novog, pri čemu postojeći entiteti prestaju da postoje. Termini merdžeri i konsolidacije, kao što je slučaj i sa drugim terminima u oblasti merdžera i akvizicija se često zamenjuju. Generalno, kada su preduzeća koja se kombinuju približno iste veličine koristi se termin konsolidacija, a kada se značajnije razlikuju u veličini, merdžer je pogodniji termin.

1.2. Istorijski razvoj merdžera i akvizicija

Merdžeri i akvizicije (M&A) nisu pojmovi iz 21. veka. M&A transakcije imaju istoriju dugu 120 godina, a njihova značajnost je i danas velika i ogleda u tome da je njihova vrednost u 2011. godini iznosila preko 7 biliona dolara. Ipak, merdžeri i akvizicije su se kroz istoriju odvijali kroz takozvane talase (merger waves). Ovi talasi su bili prouzrokovani različitim dešavanjima, najčešće industrijskim šokovima, kao što su na primer tehnološki, ekonomski i regulatorni. U literaturi se spominju pet M&A talasa, dok neki istraživači spekulišu da se sa početkom 21. veka začeo i novi, šesti talas.

Početak i kraj, odnosno trajanje svakog ovog talasa generalno nije specificirano, osim onih koji jesu specificirani, jer su se završili u isto vreme kada i rat ili finansijska kriza. Ono što se može zaključiti, jeste to da su M&A talasi pratili tržišnu kapitalizaciju kroz istoriju.

Prvi talas (1897 – 1904) – u ranom 19. veku, ovaj talas je bio okarakterisan kao „pripajanja zbog monopola“. Velika horizontalna pripajanja su tada bila mahom u industrijama proizvodnje i transporta, mađutim to je bilo vreme kada su se prvi zakoni protiv monopola doneli, takozvani anti-trust zakoni. Prvi talas je relativno kratko trajao, s obzirom da se u to vreme zahuktavao Prvi svetski rat.

Drugi talas (1916 – 1929) – takođe je poznat pod nazivom „pripajanja zbog oligopola“. Za razliku od prvog talasa, u drugom talasu su u fokusu bila vertikalna pripajanja. Velike kompanije, kao što su na primer u to vreme bile Ford i General Motors su kupovale kompanije koje su im proizvodile proizvode koji su oni koristili u svojoj proizvodnji. Tako je Ford u svojoj imovini posedovao rudnik gvožđa i uglja, čelične mlinove i ostalo. Sa obzirom na veličinu koju su dostizale ove kompanije anti-trust zakoni su bili pooštreni, jer su ove kompanije svoju veličinu zloupotrebljavale kako bi osigurale svoje interese. Krah 1929. godine, kao i velika ekonomska kriza, poznatija pod nazivom Velika depresija, je okončala ovaj talas.

Treći talas (1955 – 1973) – zbog strogih anti-trust zakona, treći talas su okarakterisali konglomerati. Konglomerati su pripajanja dveju totalno različitih kompanija (iz različitih industrija). Na ovaj način se težilo postizanju kompetitivne prednosti, jer se smatralo da se kombinovanjem različitih resursa može dovesti do željene diverzifikacije. Neki konglomerati su doveli do stvaranja novih industrija i novih tehnoloških otkrića, ipak mnogi su se završili propastom. Njihovoj propasti je u velikoj meri doprineo pad akcija u periodu između 1969. i 1970. godine.

Četvrti talas (1974 – 1989) – posle velikog neuspeha mnogih konglomerata, četvrti talas je bio poznat po neprijateljskim preuzimanjima (*hostile takeovers*). Ova neprijateljska preuzimanja su imala za cilj da se preuzeta kompanija što više iskoristi, sve u svrhu postizanja dodatnog profita matične kompanije. Takođe je ovaj period bio poznat po imenu *merger mania*, jer su se tada preuzimanja finansirala putem veoma povoljnog leveridža (*leverage buyout*) i kredita komercijalnih banaka. Posle kolapsa tržišta obveznica, završava se i četvrti M&A talas.

Peti talas (1993 – 2000) – poznatiji još pod nazivom *megamergers*, uvodi nov način preuzimanja – prijateljski/strateški. Mega pripajanja su se desila između kompanija koje su imale isti ili sličan poslovni interes i čije su se strategije međusobno preklapale. Peti talas karakterišu preuzimanja čije su vrednosti bile ogromne. U 2000. godini dogodilo se preko 40.000 preuzimanja širom sveta a vrednost tih transakcija je iznosila 3,5 triliona dolara.

Šesti talas (2000 –) – posle niske ukupne vrednosti preuzimanja od 1.3 trilion 2001. godine, u 2002. godini počinje poboljšanje M&A aktivnosti u poslovnom svetu, da bi svoju vrednost od 3,4 triliona dolara dostigla 2006. godine. Faktori kao što su globalizacija, podsticaji vlada određenih država (Francuske, Rusije i Italije), niskokamatni krediti komercijalnih banaka, postojanje

takozvanih hedž fondova (*hedge funds*), kao i brz rast privatnih kapitalnih fondova (*private equity funds*) su doprineli da šesti M&A talas započne.

1.3. *Merdžeri i akvizicije u globalnoj finansijskoj krizi*

Globalna finansijska kriza iz 2008. godine je svakako termin poznat svim ekonomistima i mnogi od njih se slažu da se zapravo ova kriza smatra za najgoru finansijsku krizu, goru i od one iz 1930. godine, poznatiju još pod nazivom Velika depresija. Rezultirala je totalnim kolapsom velikih svetskih finansijskih institucija, banaka, vlada, kao i krahom berzi širom sveta, a njen uzrok je kolaps tržišta nekretnina u Sjedinjenim Američkim Državama čije se tržište smatralo za jedno od najsigurnijih tržišta za investiranje.

Finansijska kriza je donela mnoge promene, pre svega u bankarskom sektoru, a zatim i u svim ostalim finansijskim institucijama. Takođe, usled finansijske krize, mnoga preduzeća su promenila svoje biznis modele i svoj način poslovanja, a isto tako je finansijska kriza uticala i na promenu trenda merdžera i akvizicija.

Pod uticajem globalne finansijske krize, kao i globalizacije, takozvana prekogranična preuzimanja (*cross-border mergers and acquisitions*) dobijaju na značaju. Kako su tržišta sa razvijenom ekonomijom, prezasićena i oštećena finansijskom krizom, preduzeća iz razvijenih zemalja kupuju preduzeća u zemljama u tranziciji. Razlozi za prekogranična preuzimanja su višebrojni. Pre svega, stopa ekonomskog rasta je visoka, zatim zakoni i regulacije u zemljama u tranziciji su nestabilni i nezreli, što preduzeća u velikoj meri koriste za postizanje dodatnog profita, a isto tako postoji i tzv. *first mover advantage*, odnosno prednost preduzeća koja prva investiraju u određenu zemlju. Dodatno, u zemljama u tranziciji, radna snaga je upola jeftinija od one u razvijenim državama, a isto tako, kupovinom nacionalne kompanije, kupuju se takođe i vitalni resursi, kao što su dobavljači, poznavanje lokalnih zakona i legislativa i sl.

Svaka kriza nosi sa sobom određene kako ekonomske, tako i socijalne promene. U 2010. godini (dve godine posle najgoreg talasa finansijske krize) dolazi do obnavljanja globalnih M&A aktivnost, gde preduzeća koriste ovu strategiju za ulazak na nerazvijena tržišta.

Ono što je interesantno podvući u ovom delu, jeste jedan razlog korišćenja prekograničnog preuzimanja, a to je iskorišćavanje slabih i nedovoljno određenih zakona i regulativa u zemljama u tranziciji koje se tiču M&A strategije. Kako je i Srbija jedna od zemalja u tranziciji, tako se i ona suočava sa problemom iskorišćavanja nedovoljno određenih zakona od strane inostranih investitora, koji u velikoj meri šteti njenoj ekonomiji.

1.4. *Merdžeri i akvizicije u poređenju sa drugim korporativnim strategijama*

Merdžeri i akvizicije su strateški pojmovi koji označavaju spajanje i pripajanje preduzeća. Međutim u današnjoj stručnoj literaturi, postoje pojmovi koji se mogu lako zameniti sa ovim. Pojmovi kao što su strateški savezi (strategic alliances), kupovina preduzeća (buyout) i razdvajanje (spin-off), su pojmovi koji su veoma slični merdžerima i akvizicijama. Međutim, kako su ovi pojmovi ipak različiti od merdžera i akvizicija, njihova različitost će biti prikaza u narednim paragrafima.

1.4.1 Razlika između merdžera i akvizicija i strateškog saveza

Strateški savez (*strategic alliance*) je takođe jedna od mogućih korporativnih strategija pored merdžera i akvizicije. Strateški savez je sporazum između dva preduzeća da putem spajanja svojih resursa postignu obostrane benefite. Strateški savezi kreiraju privremene projekte, kroz koje se benefiti i ostvaruju. Razlika između merdžera i akvizicija i strateškog saveza jeste taj da su strateški savezi kratkoročniji, a preduzeća i dalje zadržavaju svoj identitet. Takođe, kod strateškog saveza preduzeća ne dele sve svoje resurse, poslovne informacije, dosadašnje uspehe i slično. Prilikom uređivanja strateškog saveza, preduzeća dele samo resurse koji su ključni za dati projekat, drugim rečima ugrađuju svoju korporativnu snagu (proces, intelektualni kapital, istraživanja i slično). Dužina strateškog saveza može biti određena posebnim ugovorima, a takođe može biti i otvorenog tipa – dokle god ima koristi od saveza.

1.4.2 Razlika između merdžera i akvizicija i kupovine preduzeća

Pored strateškog saveza i termin kupovina preduzeća se izuzetno lako može poistovetiti sa terminom akvizicija, odnosno sa preuzimanjem preduzeća. Termin kupovina preduzeća se u nekoliko navrata razlikuje od termina preuzimanje preduzeća. Pre svega, prilikom kupovine preduzeća, kupuje se samo onoliko akcija koliko je potrebno da se uspostavi kontrola nad tim preduzećem. Inkorporiranje strategije kupovine preduzeća je veoma česta pojava, koja se najčešće koristi kako bi se dobio pristup novim tržištima, ili kako bi se obezbedio rast preduzeća. U slučaju preuzimanja, preduzeće koje preuzima poseduje celu imovinu preduzeća koje se preuzima. Takođe, kao što je prethodno bilo napomenuto, prilikom preuzimanja, identitet preuzetog preduzeća se najčešće gubi, dok se kod kupovine preduzeća taj identitet zadržava. Kod kupovine preduzeća, menadžment mora da se konsoliduje sa preostalim akcionarima tog preduzeća prilikom donošenja strateški bitnih odluka, dok kod preuzimanja ovaj proces može da bude znatno različit.

1.4.3 Razlika između merdžera i akvizicija i odvajanja preduzeća

Iako je merdžer u odnosu na odvajanje preduzeća totalno suprotna korporativna aktivnost, nije naodmet predočiti razliku između ove dve aktivnosti. Kao što je ranije bilo napomenuto, merdžeri predstavljaju spajanje dva relativno jednaka preduzeća u jedan poslovni entitet, dok akvizicije podrazumevaju kupovinu, najčešće manjeg preduzeća koje se integriše u veliko preduzeće. Razdvajanje predstavlja suprotnu strategiju, jer podrazumeva odvajanje delova preduzeća, gde ti delovi postaju nezavisna preduzeća. Ponekad se preduzeća nalaze u situaciji u kojoj je bolje prodati određene divizije – delove preduzeća, jer se smatra da će na taj način ta divizija više profitirati i više vredeti kao nezavisno preduzeće, nego da ostane pod okriljem velikog preduzeća. Najčešće se radi o malim inovativnim divizijama, gde se te inovacije guše zbog rigidnosti velikih preduzeća.

1.5. *Podela merdžera i akvizicija*

Različite literature ukazuju na to da postoje različite klasifikacije po kojima se mogu klasifikovati merdžeri i akvizicije. Dve uopštene prihvaćene klasifikacije jesu da se merdžeri i akvizicije mogu deliti na osnovu tipa veze između dve preduzeća koja se formira nakon kupovine preduzeća i na osnovu načina finansiranja merdžera ili akvizicija.

Na osnovu tipa veze koja postoji između dva preduzeća možemo izvršiti podelu na:

- Horizontalne integracije (horizontalni merdžer)
- Vertikalne integracije (vertikalni merdžer)
- Konglomeratske integracije (konglomeratski merdžer)

Pod horizontalnom integracijom podrazumeva se spajanje dva preduzeća koji su direktni konkurenti i koji posluju u okviru iste industrijske grane. Dva preduzeća koja se bave istim poslom na ovaj način stvaraju sinergiju koja dovodi do smanjenja troškova, povećavanja tržišnog učešća ili otvaranja novih tržišnih mogućnosti. Horizontalne integracije često dovode do stvaranja velikih tržišnih sila što uzrokuje značajne monopolističke efekte, i one često mogu biti osporavane prema antitrustovskim zakonima. Poslednjih godina se sve manje osporavaju ovakve integracije.

Vertikalne integracije predstavljaju spajanje preduzeća koja imaju odnos kupac-prodavac odnosno spajanje preduzeća i dobavljača ili preduzeća i kupca. Ovaj tip integracija se koristi kada želi da se postavi određena kontrola u lancu industrije, ali to sa sobom donosi i određene posledice. Na primer, prilikom inovacije određenog procesa, preduzeće koje se spojilo vertikalno mora da uloži mnogo više novca i kapitala da bi pratilo taj trend, dok preduzeće koje to nije, prepušta to svojim dobavljačima ili kupcima. Svakako da se putem vertikalnih integracija smanjuju operativni troškovi i postiže se ekonomija obima, ali se na isti način gubi na fleksibilnosti samog preduzeća.

Konglomeratske integracije odnose se na integracije preduzeća koja nisu konkurentska i nemaju odnos kupac-prodavac, odnosno bave se potpuno različitim poslovima. Spajanje dva potpuno različita preduzeća ima za cilj postizanje diversifikacije, odnosno smanjenje rizika, ali ne tako retko sa sobom povlači i određene kapitalne investicije. Konglomerati su bili veoma popularni 60-tih godina, tačnije u trećem talasu merdžera i akvizicija, ali su veoma kratko opstali, s obzirom na to da je bilo veoma teško stvoriti određenu vrednost spajanjem dva nepovezana preduzeća.

Pored navedena tri osnovna tipa merdžera i akvizicija sa aspekta tipa veze možemo pomenuti još i tržišne integracije (market-extension merger) i proizvodne integracije (product-extension merger). Tržišne integracije se odnose na spajanje dva preduzeća koja prodaju isti proizvod na različitim tržištima kako bi proširile svoja tržišta, dok se proizvodne integracije odnose na

spajanje dva preduzeća koja prodaju različite ali srodne proizvode na istim tržištima kako bi se omogućilo diferenciranje proizvoda.

Kako je gore već pomenuto, pored klasifikacije merdžera i akvizicija na osnovu tipa veze između dva preduzeća, takođe postoji klasifikacija merdžera i akvizicija na osnovu načina njihovog finansiranja. Svaki od ovih načina finansiranja sa sobom nosi određene implikacije kako za samo preduzeće, tako i za investitore.

Na osnovu načina finansiranja merdžeri i akvizicije mogu biti:

- Purchase merdžer (purchase merger)
- Zamena akcija (stock swap)
- Konsolidovani merdžer (consolidation merger)

Purchase merdžer kako samo ime implicira se dešava onda kada jedno preduzeće kupi drugo. Kupovina preduzeća se odvija putem novca ili putem nekih instrumenata duga. Preduzeća uglavnom preferiraju kupovinu na ovaj način, jer se na taj način mogu postići određeni poreski benefiti.

Zamena akcija se dešava kada jedno preduzeće kupuje drugo, onda to preduzeće ne mora u novcu isplatiti kupljene akcije, već u zamenu akcionarima može ponuditi svoje akcije ili akcije novoosnovanog preduzeća.

Konsolidovani merdžer je jedan od retkih tipova merdžera. U ovom tipu merdžera, interesantno je to da se oba preduzeća zapravo međusobno kupuju, kombinuju i stvaraju totalno novi poslovni entitet. Ovim postupkom ranija dva preduzeća prestaju da postoje kao poslovni entiteti. Dodatno, putem ovog načina merdžera se takođe mogu ostvariti određeni poreski benefiti.

1.6. *Motivi i razlozi merdžera i akvizicija*

S obzirom na činjenicu da su strategije akvizicije i merdžera vrlo često primenjivane značajno je ukazati na osnovne razloge, odnosno motive za njihovu primenu. Prema Hittu moguće je identifikovati nekoliko najvažnijih razloga za korišćenje strategije akvizicija¹:

- Rast tržišne moći
- Prevazilaženje ulaznih barijera
- Troškovi razvoja novih proizvoda i rastuća brzina na tržištu
- Manji rizik u poređenju sa razvojem novih proizvoda
- Rastuća diverzifikacija
- Izbegavanje prekomerne konkurencije
- Učenje i razvijanje novih sposobnosti

Osnovni razlog za merdžere i akvizicije jeste postizanje veće tržišne moći, koja se izvodi iz veličine kompanije, njenih resursa i sposobnosti da se takmiči na tržištu. Povećanje tržišnog udela i snage na tržištu može proizaći iz integracije direktnih rivala (horizontalne integracije), kao i želja za sopstvenim izvorima snabdevanja, nižim transakcionim troškovima, potrebe za specijalizovanim inputima (motivi za vertikalne integracije). Suočavanjem sa ulaznim barijerama u vidu postignute ekonomije obima i diferenciranih proizvoda, preduzeće koje želi da uđe na novo tržište može zaključiti da je fuzija već pozicioniranog preduzeća na datom tržištu efektivniji način za osvajanje tržišta, nego ulazak sa novim proizvodom ili uslugom koji su nepoznati postojećim kupcima. Fuzije, takođe, mogu biti povoljniji način za preduzeće da dođe do novih proizvoda, jer omogućuju predvidljiviji povrat uložених sredstava i brži ulazak na tržište, u poređenju sa internim razvojem novih proizvoda, koji zahteva mnogo vremena i sredstava. Sem toga rezultati fuzije se mogu lakše i tačnije proceniti nego rezultati razvoja novog proizvoda, što sa aspekta uspešnog menadžera, odnosno lidera, fuzije čini manje rizičnim poduhvatom u odnosu na ulaganje u razvoj novih proizvoda. Preduzeća vrlo retko interno razvijaju nove proizvode kako bi diverzifikovala svoje proizvodne linije, s obzirom da su fuzije najbrži i najlakši način za promenu njihovog portfolia poslovanja. Takođe, preduzeća mogu koristiti fuzije kako bi smanjila svoju zavisnost od jednog ili više proizvoda ili tržišta, odnosno proširila delokrug poslovanja, ukoliko su na postojećem području poslovanja suočena sa intenzivnom konkurencijom. Učenje i razvijanje novih sposobnosti, sticanje znanja i veština različitih od onih koja preduzeća već poseduju, isto tako su veoma važan razlog koji govori u prilog fuzijama i akvizicijama.

¹ Hitt A. M, Irleand D. R, Hoskisson, E. R, Strategic Management, Thomson South-Western, 2003, str. 223.

Pored gore pomenutih razloga postoje istraživanja po kojima jedan od motiva za fuzije i akvizicije jeste i arogancija menadžera (lidera). Naime, menadžeri odnosno lideri teže da kupuju preduzeća iz svojih ličnih motiva i u tom slučaju ekonomska korist nije jedina niti najvažnija motivacija za fuzije. Neka preuzimanja su motivisana ubeđenjem da uprava kupca može uspešnije da rukovodi resursima ciljnog preduzeća. Ponuđač može da veruje da je stručnost njegovog menadžmenta takva da bi pod njihovom kontrolom ciljno preduzeće uspešnije poslovalo. Ovo motiviše kupca da plati veću cenu za ciljno preduzeće tj. za njegove akcije nego što trenutno vrede. Takođe treba napomenuti da motiv za integrisanje mogu biti i odgovarajuće poreske olakšice².

Iz svega navedenog uočava se da postoji čitava lepeza razloga koja govori u prilog korišćenju strategije fuzija i akvizicija za postizanje strategijskih prednosti, koje bi menadžment preduzeća prilikom kreiranja razvojne strategije trebao da uzme u obzir.

1.7. *Taktike u procesu merdžera i akvizicija*

U procesu preuzimanja preduzeća mogući su sledeći modeli:

- Dobrovoljno preuzimanje
- Neprijateljsko preuzimanje

1.7.1 Dobrovoljno preuzimanje preduzeća

Kod dobrovoljnog preuzimanja preduzeća dolazi do direktnih pregovora između menadžmenta preduzeća koje je zainteresovano za preuzimanje i menadžmenta ciljnog preduzeća.

Preduzeće koje je predmet preuzimanja je dužno, u slučaju opredeljenja za nastavak pregovora, da prezentuje tačne podatke za sagledavanje i ocenu vrednosti preduzeća. Naravno, da ovim pregovorima prethodi niz aktivnosti u cilju prikupljanja informacija i sastavljanju liste potencijalnih preduzeća za preuzimanje. U toku pregovora angažuju se spoljni eksperti, računovodstveni stručnjaci, investicioni bankari, pravnici i sl. kako bi otkrili eventualne skrivene probleme koji bi

² Gogan, A. P, Integracije, akvizicije i restruktuiranje korporacija, Prometej, Novi Sad , 2004, str. 344.

mogli uticati na donošenje odluke o preuzimanju preduzeća. Rezultati analize i odgovori na pitanja opredeliće konačni stav, pristupiti ili ne, procesu preuzimanja preduzeća.

Odluka o preuzimanju preduzeća doneta je tada kada predstavnici oba preduzeća zaključe ugovor o akviziciji, preuzimanju kompanije koji je neophodno da bude potvrđen od strane akcionara oba preduzeća.

1.7.2 Neprijateljsko preuzimanje preduzeća

Naravno, situacija je sasvim drugačija kada se radi o neprijateljskom preuzimanju preduzeća. Kod ovog modela preduzeće koje namerava da preuzme drugo preduzeće obraća se direktno njegovim akcionarima i nudi otkup akcija po višoj ceni od berzanske. Ova ponuda, naziva se tenderskom i kada se ona podnese akcionari preduzeća targeta imaju rok od 20 dana da donesu odluku o prihvatanju ili neprihvatanju ponude. U tom roku mogu se pojaviti i druga preduzeća sa svojim ponudama za preuzimanje uz navođenje uslova koji nude. Otvara se dakle konkurentska borba za preuzimanje preduzeća targeta.

Neprijateljski ponuđač može i pre upućivanja direktne ponude da pribegne akviziciji akcija ciljnog preduzeća, uz nastojanje, da isto ostane u tajnosti, kako akcije ciljnog preduzeća ne bi počele da rastu. Kako bi se obezbedila tajnost ovih aktivnosti koriste se tzv. korporacijske čaure ili ortakluci, koji vrše kupovinu u ime zainetresovanog preduzeća i to na način da njihova imena ne upućuju na identitet krajnjeg kupca.

Značajan deo kupljenih akcija na otvorenom tržištu može da osujeti primenu mera odbrane, odredbe o potrebi supervećine prilikom glasanja, kao i da pomogne kod pregovora sa ciljnim preduzećem za pristanak na prijateljsku direktnu ponudu i na taj način obeshrabri potencijalne dobre vitezove na upućivanje ponuda.

Postoji veliki broj taktika neprijateljskog ponuđača, ali je taj broj ipak znatno manji u odnosu na broj taktika odbrane koje stoje na raspolaganju ciljnom preduzeću. U literaturi se sreću različite klasifikacije taktika koje ponuđač može da koristi. Kao jedna od najčešće korišćenih klasifikacija taktika neprijateljskog preuzimanja je:

- Medveđi zagrljaj (bear hug)

- Direktna ponuda (tenderoffer)
- Borba punomoćja (proxy fight)

Svaka od ovih taktika ima svoje kako prednosti tako i nedostatke i svaka od njih može se, primeniti na razne načine u cilju uvećanja mogućnosti za uspeh.

1.7.2.1 Medveđi zagrljaj

Medveđi zagrljaj obično se primenjuje na samom početku neprijateljskog preuzimanja, a po stepenu agresivnosti svrstava se u grupu najmanje agresivnih. Primena ove taktike bila bi dovoljna u onim slučajevima u kojima se ciljno preduzeće ne suprotstavlja mnogo preuzimanju. Ipak, iskustva ukazuju da primena taktike medveđi zagrljaj od strane izuzetno odlučnog ponuđača teško da bi mogla biti dovoljna za realizaciju preuzimanja preduzeća i pre upućivanja direktne ponude i to putem kontakata sa odborom direktora, upozoravajući ih na nameru da uputi ponudu direktno akcionarima, ukoliko ovakva najava ne naiđe na pozitivnu reakciju. Ova taktika može da bude praćena i javnom objavom o nameri ponuđača da uputi direktnu ponudu. Primenom ove metode vrši se pritisak na odbor ciljnog preduzeća da javno zauzme stav o mogućem preuzimanju od strane ponuđača. Naime, medveđim zagrljajem vrši se pritisak na odbor direktora, pošto bi ponudu trebalo da razmatraju kako ne bi bili optuženi za neizvršavanje svojih povereničkih obaveza.

Nakon obelodanjivanja medveđeg zagrljaja arbitražeri počinju sa prikupljanjem akcija ciljnog preduzeća. Akumulacija akcija od strane arbitražera može da olakša korisniku medveđeg zagrljaja ili nekom drugom ponuđaču da ostvari kupovine velikih paketa akcija. Naravno, da to u mnogome otežava ciljnom preduzeću održavanje svoje nezavisnosti.

Efekti primene ove taktike su devedesetih godina nešto smanjeni zbog intenzivnije primene otrovnih pilula. Medveđi zagrljaj kao taktika se i danas primenjuje.

U stručnoj literaturi se sreću i primeri primene nešto jače verzije medveđeg zagrljaja. Osnovna njihova karakteristika ogleda se u tome što ponuđač ponudi određenu cenu kako bi, između ostalog, ograničio štetu prilikom eventualnih tužbi akcionara koje mogu da uslede nakon odbijanja uprave ciljnog preduzeća da prihvati ponudu. Najčešći odgovor odbora ciljnog preduzeća koje nije zainteresovano da prihvati ponudu je, u obraćanju investicionom bankaru za

mišljenje o uslovima ponude, a koji najčešće ukazuje, da ponuda ne odgovara realnom stanju. Ovo, nesporno je, ide u prilog odboru direktora da odbije ponudu.

Ponuđač ukoliko javno objavi svoje namere i ako je istovremeno angažovan u medveđem zagrljaju dužan je, da u skladu sa zakonskom regulativom, podnese prijavu i dostavi dokumentaciju ili da u roku od pet dana odustane od ponude.

Ukoliko ponuđač vidi realnu mogućnost za pregovore, medveđi zagrljaj može da se pokaže kao atraktivna alternativa direktnoj ponudi. Iskustva u praksi uglavnom, potvrđuju da realizacija na ovaj način „neprijateljske“ akvizicije, uglavnom, manje košta i kraće traje. Istovremeno, može da ublaži i eventualne štetne posledice vezane za neprijateljska preuzimanja, u smislu odlaska najboljih kadrova iz ciljnog preduzeća, pad radnog entuzijazma i slično.

U slučaju da ciljno preduzeće pruži otpor, primenjena taktika medveđi zagrljaj biće neuspešna, a upućivanje ponude, direktno akcionarima neophodno.

Neodlučni akcionari se uglavnom opredeljuju radije za primenu jeftinije taktike medveđi zagrljaj u odnosu na znatno skuplju, direktnu ponudu. U prilog ovog opredeljenja ide mogućnost da pritisak na odbor direktora ciljnog preduzeća može i da dovede do uspešne realizacije preuzimanja.

1.7.2.2 Direktna ponuda

Osamdesetih godina, direktne ponude bile su najčešće korišćen način neprijateljskih preuzimanja. U početku, u poslovnim krugovima, često, direktne ponude nisu smatrane prihvatljivim načinom preuzimanja. Finansijske institucije, uključujući i investicione i komercijalne banke u principu nisu finansirale direktne ponude. Vremenom efikasnost direktnih ponuda postaje sve privlačnija i priznatija.

Zakonom su utvrđena pravila u skladu sa kojima ponuđač mora da formuliše direktnu ponudu. Taktika direktne ponude se primenjuje kada prijateljski pregovori ne dovedu do željenog cilja. Upućivanjem direktne ponude ponuđač očekuje da će na taj način izbeći upliv uprave ciljnog preduzeća kao i da će osvojiti kontrolu nad preduzećem, bez obzira na protivljenje posloводства.

Ponuđač normalno, vrši i procenu vrednosti ciljnog preduzeća. Ponudu upućuje kada oceni da je preduzeće potcenjeno i da bi pod njegovim rukovodstvom postiglo mnogo bolje rezultate i profit, koji bi premašili i opravdali i visoko isplaćenu premiju za njegovo preuzimanje. Naravno da mu u svim aktivnostima oko definisanja direktne ponude pomaže tim, sačinjen od visokih profesionalaca. Strukturu tima uglavnom, čine:

- Investiciona banka
- Pravni savetnici
- Računovodstvene firme
- Informativni agenti
- Depozitarna banka
- Posrednički agent

Investicione banke

Najkompleksniju ulogu imaju investicione banke, koje konsalting usluge mogu da pružaju obema stranama učesnicima u procesima preuzimanja preduzeća. Ali naravno, kada su u pitanju pojedinačni slučajevi, svoje usluge mogu pružati samo jednoj od strana učesnica u ovom procesu. Preuzimačkom preduzeću investiciona banka mogla bi da ponudi usluge: izbora targeta za akviziciju, evaluaciju targeta, dizajniranje odgovarajuće finansijske strukture (cena ponude, metode plaćanja, izvori finansiranja), savetovanje klijenata o strategiji i taktici kod prijateljskih, neprijateljskih akvizicija. Usluge investicione banke za preduzeće targete mogle bi biti: kreiranje strategije odbrane, evaluacija targeta, usluge u vezi sa kombinacijama metoda plaćanja akvizicija i sl. Pored tradicionalnih investicionih banaka, ulogu finansijskih savetnika mogu da obavljaju i veće komercijalne banke preko svojih specijalizovanih departmana za investiciono bankarstvo.

Investiciona banka ima ključnu ulogu u obezbeđivanju finansijskih sredstava kao i davanju saveta u cilju realizacije direktne ponude. Ona može da odloži vraćanje duga što u mnogome olakšava poziciju ponuđaču jer je on sada u mogućnosti da realizuje kupovinu koju će kasnije platiti. Investiciona banka može da finansira preuzimanje preduzeća i emitovanjem hartija od vrednosti. Investiciona banka može da obezbedi i pozajmice. Njena uloga je izuzetno značajna i u situacijama kada ciljno preduzeće pruža otpor primenom usavršenih metoda odbrane.

Pravni savetnici

Usluge u domenu složenih pravnih propisa kao i kod sastavljanja ugovora o akvizicionom dilu nude advokatske firme. Pravni savetnici svoj doprinos daju kroz savete formulisane na osnovu izuzetno dobrog poznavanja taktika i mera odbrane koje se u ovim aktivnostima primenjuju.

Računovodstvene firme

Računovodstvene, revizorske firme svoje usluge nude kroz angažman na proveru i sistematizaciji računovodstvenih podataka preduzeća targeta.

Informativni agenti

U procesu ponude izuzetno je značajna uloga i informativnog agenta koji je odgovoran za prosleđivanje dokumentacije u vezi sa ponudom akcionarima kao i pribavljanja ovlašćenja radi eventualnog glasanja.

Depozitarna banka

Usluga depozitarne banke obuhvata poslove prihvatanja direktnih ponuda kao i plaćanje ponuđenih akcija. Ona proverava ispravnost ponude akcija i vodi popis prodatih akcija što omogućuje u svakom trenutku uvid u rezultate direktne ponude.

Posrednički agent

Posrednički agent upotpunjuje rad depozitarne banke i prenosi ponude akcionara depozitarnoj banci. Njegova usluga je izuzetno korisna u onim segmentima gde postoji koncentracija akcija u oblasti koju ne pokriva depozitarna banka.

1.7.2.3 Borba punomoćja

Jedna od mogućih taktika je i borba punomoćjima radi preglasavanja. Intenzivnija primena ove metode bila je početkom devedesetih godina, u periodu kada su mogućnosti korišćenja niskorangiranih obveznica za finansiranje direktnih ponuda naglo opale. Preglasavanje kao nova alatka trebalo je da poveća efikasnost direktne ponude. Nakon perioda povećane popularnosti

početkom devedesetih godina, preglasavanje ponovo prelazi na drugo mesto iza direktnih ponuda neprijateljskog ponuđača. U toku petog talasa integracija preglasavanje punomoćjima ponovo je zauzelo važno mesto u okviru taktike preuzimanja i primenjivano je u posebnim slučajevima kada ostale taktike, kao što je direktna ponuda nisu korišćene.

Borba punomoćjima je pokušaj, od strane jednog ili grupe akcionara, da osvoje kontrolu ili uvedu određene promene u preduzeću primenom glasačkog mehanizma. Preglasavanje je političko pitanje u kojem se odgovorni za poslovanje preduzeća i pobunjenici bore za glasove akcionara na razne načine uključujući agitaciju poštom, oglasima u novinama i telefonskim agitovanjem. U borbi oko glasova, ponuđač može i da pokuša da koristi glasačka prava i pridobije podršku akcionara i za isključenje nekog od članova odbora i posloводства.

Iskustva iz prakse obično ukazuju na činjenicu da nisu svi akcionari u mogućnosti da prisustvuju godišnjim skupštinama akcionara i na njoj obave glasanje, pošto obično imaju i druge obaveze ili su stacionirani na nekom udaljenijem mestu. U takvim slučajevima postupak glasanja se pojednostavljuje korišćenjem punomoćja.

Punomoćjem akcionari ovlašćuju drugo lice da glasa u njihovo ime i da deluje kao njihov punomoćnik. Praksa pokazuje da se većina glasanja u preduzeću odvija putem punomoćja.

Za ponuđača, koji je i sam akcionar u firmi je vrlo važno postojanje mogućnosti, u skladu sa zakonskom regulativom, za sazivanje sastanka akcionara. Uspostavljanjem pozicije vlasnika udela u ciljnom preduzeću neprijateljski ponuđač može, ako mu je i kada to interes, čak i da pokuša da ukloni članove odbora direktora i postavi ljude koji bi mu bili naklonjeni prilikom važnih odlučivanja. Ponuđač sastanak može da iskoristi i u cilju ubeđivanja akcionara da podrže neke akcije preduzeća, između ostalog, i uklanjanje mera odbrane, u okviru kojih preduzeća često primenjuju izmenu statuta preduzeća postavljanjem određenih ograničenja u smislu vrste vlasništva akcija koja daje pravo da se sazove skupština akcionara.

Na bazi prezentovanog u stručnoj literaturi nameće se zaključak da se, uglavnom, koriste dva načina borbe preglasavanjem:

- Borba za mesta u odboru direktora
- Borba za usvajanje predloga uprave

Borba za mesta u odboru direktora

Borbu za mesta u odboru direktora, pobunjeni deo akcionara koristi u cilju smene uprave. Po izboru dovoljnog broja direktora koje podržava grupa pobunjenika ovi mogu da smene članove uprave i izaberu novi, po svojoj volji.

Borba za usvajanje predloga uprave

Kada je u pitanju drugi način, borba oko usvajanja predloga uprave, on se primenjuje najčešće kada su u pitanju predlozi za pribavljanje saglasnosti za integracije ili kupovine. Uprava može da se protivi integraciji koju pobunjenička grupa akcionara podržava. Ova metoda primenjuje se i kada su u pitanju predlozi izmene statuta u vezi mera odbrane od preuzimanja. Uprava može da bude za promene, a pobunjenička grupa akcionara da im se protivi u uverenju da bi ovakvim akcijama cene akcija pale ili bi se možda njima umanjila izglednost realizacije preuzimanja.

Kod nadmetanja preglasavanjem, pobunjena grupa akcionara nastoji da osvoji kontrolu nad ciljnim preduzećem prikupljanjem dovoljnog broja glasova za smenu članova odbora. Koliko će u tome uspeti, opredeliće između ostalog, postojeća podrška glasača upravi, rezultati poslovanja i plan aktivnosti. Jasno je, da bez većih blokova akcija, čiji bi akcionari svojim glasovima podržali upravu, uprava, pa ni odbor direktora, nisu sigurni na svojim pozicijama. Što su lošiji rezultati poslovanja preduzeća, veća je verovatnoća da će akcionari glasati za promene. Pobunjena grupa akcionara može da predloži i izmene u promeni ka boljem trendu poslovanja preduzeća. Te promene mogu da sadrže i predloge za prodaju imovine radi isplate većih dividendi nosiocima akcija. Jedna od mogućnosti bila bi da se i planom predviđa ukidanje mera odbrane i pozitivan odnos prema ponudama spolja radi prodaje preduzeća.

Procedura borbe preglasavanjem, uglavnom, odvija kroz tri faze:

- Inicijativa
- Proces agitacije
- Glasanje

1.8. *Metode odbrane od merdžera i akvizicija*

Postoji veliki broj metoda odbrane koje preduzeća koja su predmet preuzimanja (ciljna preduzeća) koriste kako bi se odbranila od neprijateljskih preuzimanja. Broj taktika neprijateljskog ponuđača manji je u odnosu na broj taktika obrane koje stoje na raspolaganju ciljnom preduzeću. Ciljno preduzeće metode odbrane može da koristi kako pre tako i u toku neprijateljskih ponuda. S tim u vezi mere protiv preuzimanja mogu se podeliti na:

- Preventivne mere
- Aktivne mere

Preventivne mere se uvode u cilju smanjivanja verovatnoće realizacije finansijski uspešnog neprijateljskog preuzimanja, dok se aktivne mere primenjuju nakon što je neprijateljska ponuda upućena ciljnom preduzeću.

1.8.1 Preventivne mere odbrane

Preventivne mere odbrane su one koje u kojima ciljno preduzeće postavlja prepreke mogućoj neprijateljskoj ponudi. Preventivne mere odbrane se još nazivaju i odbijanje ajkule (shark repellants). U grupu uobičajenih preventivnih mera odbrane spadaju:

- Otrovnne pilule (poison pills)
- Izmene u statutu korporacije (corporate charter amendments)
- Zlatni padobranci (golden parachutes)

1.8.1.1 Otrovnne pilule

Otrovnne pilule uveo je Martin Lipton 1982. godine. Pod otrovnim pilulama, podrazumevaju se hartije od vrednosti emitovane od strane ciljnog preduzeća, kako bi u očima neprijateljskog ponuđača imala manju vrednost. U praksi se, uglavnom, sreću dve vrste otrovnih pilula:

- Flip over otrovna pilula
- Flip in otrovna pilula

Imajući u vidu uspešnost ove metode u procesu zaustavljanja neprijateljskog ponuđača, pomenuti autor, ukazuje i na određene nedostatke. Emitovane akcije emiter će moći da otkupi

tek nakon izvesnog vremena, na primer, deset godina. Ovaj postupak odražava se i na bilans Preduzeća. Prilikom utvrđivanja duga, prioritetne akcije, mogu biti ubačene na poziciju dugoročnih dugovanja što uvećava stvarno dugovanje, a time preduzeće dobija veći faktor rizika za ulaganje potencijalnih investitora.

Otrovne pilule, flip over, spadaju u drugu generaciju otrovnih pilula. Ove pilule nisu podrazumevale emitovanje prioritetnih akcija, pa je time izbegnut, i njihov negativan uticaj koje one mogu imati na bilanse preduzeća. Prioritetne akcije se smatraju hartijama od vrednosti sa fiksnim prinosom, a njihovo povećano emitovanje, u principu, kao povećani finansijski dug i rizik. Martin Lipton utvrđuje otrovnu pilulu, kao sticanje prava akcionara da kupuju akcije kupca po povoljnijim, nižim cenama, tzv. flip over prava. Ova prava, pružaju mogućnost akcionarima da kupuju određenu količinu akcija po određenoj ceni u okviru određenog perioda. Potvrde o pravima u savremenim otrovnim pilulama raspoređuju se akcionarima kao dividende, a stupaju na snagu nakon određenog događaja. To npr. može biti kupovina 20% ukupnih akcija od strane nekog pojedinca, partnerstva ili korporacije; ili direktna ponuda za 30% ili više ukupnih akcija ciljnog preduzeća. Osnovna karakteristika flip over otrovne pilule ogleda se u tome što su one efikasne samo ukoliko ponuđač kupi 100% ciljnog preduzeća. Dakle, one nisu efikasne u slučajevima kada je otkupljena kontrola nad preduzećem sa manje od 100% akcija.

Flip in otrovne pilule pripadaju trećoj generaciji. Primenjivale su se prema ponuđačima koji nisu imali nameru da kupe 100% akcija ciljne kompanije.

Kako flip over prava omogućuju nosiocima prava da kupuju akcije kupca, flip in prava imala su za cilj da izvrše dekoncentraciju vlasništva u ciljnog preduzeću bez obzira da li je ponuđač uspeo da integriše ciljno preduzeće u svoju. One su uglavnom usmerene na napadače koji teže da kupovinom osvoje kontrolu nad ciljnim preduzećem, čak i u slučaju kada nisu otkupili većinski udeo koji bi značio kontrolu. Naime, u praksi su prisutni i slučajevi moguće kontrole i kada se poseduje manje od 51% vlasništva. To su npr. oni slučajevi u kojima su korporaciju u vlasništvu većeg broja akcionara sa manjim procentom ukupnih akcija u vlasništvu. Postojanje flip in prava čini ovakve kupovine za preuzimanje kontrole veoma skupim. U literaturi i u praksi se sreću i kombinacije. Flip over plan može da sadrži i flip in odredbe. Kombinuju se prednosti flip over plana, koji se koristi za neprijateljske kupovine u visini od 100% akcija, sa flip in planom koji se koristi kod kupovine kontrole nad ciljnim preduzećem sa manje od 100% ukupnih akcija.

Kao jedna od varijanti otrovne pilule, pominje se i plan kupovine akcija vezan za proviziju, koji je prvi put realizovan 1984. godine. Ovaj plan podrazumeva da akcionari ostvaruju pravo na

dividendu što im omogućuje da ovo pravo zamene zajedno sa akcijama za gotovinu ili prioritetne hartije od vrednosti koje su po vrednosti jednake, sa posebnom cenom i uz proviziju koju određuje menadžment emitera. Ova prava mogu biti realizovana nakon što kupac kupi glavne akcije ciljnog preduzeća po višoj ceni uz određeni procenat. Ukupna cena kojoj je dodata i provizija, viša je od tržišne, tako da ovi planovi utvrđuju minimalnu cenu za preuzimanje. Očekuje se da će menadžment ipak odrediti razumnu cenu iznad tržišne za ove akcije. Osnovni cilj planova kupovine akcija vezanih za proviziju je da ograniče efikasnost duplo vezanih ponuda. Sam termin se odnosi na krajnju cenu duplo vezanih ponuda. Isto može da dovede i menadžment preduzeća u nelagodnu situaciju, da treba da odredi cenu preduzeća, iako je zauzeo stav da preduzeće nije za prodaju.

Planovi za glasanje prvi put su uvedeni 1985. godine. Cilj njihovog formiranja bio je prvenstveno, sprečavanje preuzimanja kontrole glasanja u preduzeću od strane spoljnog preduzeća. Oni podrazumevaju da preduzeće izda dividendu na prioritetne akcije. Ako spoljne preduzeće obezbedi veće deo akcija preduzeća, vlasnici prioritetnih akcija postaju i nosioci superglasačkih prava, što bi to trebalo da spreči vlasnika većeg broja akcija, na primer neprijateljskog ponuđača, da preuzme kontrolu glasanja u ciljnog preduzeću. Imajući u vidu činjenicu da je zakonitost istih često, uspešno, osporavana na sudu u praksi je manje korišćeno.

Otrovne pilule primenjuju se tako što se nosiocima običnih akcija raspodeljuje dividenda od jednog prava za svaki udeo u akcijama u njihovom vlasništvu. Nosiocima prava je omogućeno da kupuju jedan udeo akcija u toku trajanja prava na kupovinu, koji je najčešće deset godina. Sve do momenta kada nastupe određene okolnosti, na koje je u radu već ukazano, kao što je kupovina 20% izdatih akcija, ili ponuda koja se odnosi na 30% akcija ciljnog preduzeća, ostvaruje se pravo trgovanja običnim akcijama i akcionarima se ne daju neke posebne potvrde. Kada nastupi određena okolnost, prava stupaju na snagu i postaju izvršna, a potvrde o pravima se akcionarima dostavljaju putem pošte.

Emitent akcija, ukoliko smatra da je to korisno, može da otkupi prava za nominalni iznos. Ako emitent akcija dobije ponudu za koju utvrdi da je povoljna, postojeća prava mogu da budu prepreka korisnom poslu i on ih može poništiti.

Imajući u vidu činjenicu da menadžment može da poseduje i ovlašćenje da izdaje prava, emisije akcija uređene su aktima preduzeća. Upravo iz tog razloga, uobičajeno je, da menadžment preduzeća obezbedi određenu količinu prioritetnih akcija koje bi bile emitovane u slučaju da

prava stupe na snagu. Navedeno stvara mogućnost menadžmentu da ne mora tražiti odobrenje od akcionara za izmenu statuta preduzeća za emitovanje akcija u cilju pokrivanja prava. Upućivanje zahteva akcionarima na odobrenje moglo bi da znači isto što i referendum o primeni same otrovne pilule. To bi predstavljalo i dodatno odlaganje i neizvesnost, posledica čega bi bilo, slabljenje odbrambene moći otrovne pilule.

Menadžment može da odluči da ukine otrovne pilule. Tada ponuđači često nastoje da isto iskoriste i upute nove direktne ponude. Veća ponuđena premija stvara i veći pritisak na menadžment da ukloni odbrambenu pilulu.

U literaturi, kao i u praksi mnogih zemalja, sreće se još jedna vrsta pilula, pilula iz senke. Ponuđač, često na bazi iskustva može da zaključi, da li ciljno preduzeće ima otrovnu pilulu kao odbrambenu meru ili ne, sa kojom je moguće da se suoči u slučaju da se opredeli za upućivanje ponude. Pri ovome, ponuđač, mora da ima u vidu, da ciljno preduzeće može da usvoji pilule kao odbrambeni mehanizam i nakon upućene ponude. Izloženo, nedvosmisleno, ukazuje da ponuđači sve ovo moraju respektovati kod procene odbrambene moći ciljnog preduzeća.

Bogato praktično iskustvo kako, preduzeća preuzimača tako i ciljnog preduzeća, uslovilo je veliku budnost kao i potrebu kontinuiranog usavršavanja kako metoda napada tako i metoda odbrane. U toj lepezi metoda, tehnika odbrane ciljnog preduzeća, pored prezentovanih oblika otrovnih pilula nalaze se i otrovne put opcije. One podrazumevaju emitovanje obveznica koje sadrže prava koja se aktiviraju samo u slučaju pokušaja neprijateljskog preuzimanja. Put opcija omogućuje nosiocima obveznica da neki instrument proda drugom subjektu ili preduzeću u toku određenog vremena i po određenoj ceni.

Emitent kasnije teži da gotovinskom realizacijom obveznica stvori veliku potražnju za novcem kod novonastalog integrisanog preduzeća, što bi učinilo preuzimanje preduzeća neatraktivnim. Ovakva prodaja može biti zaustavljena kada kupac ubedi nosioce obveznica da iste ne realizuju. Manji izgledi za realizaciju obveznica su i u slučaju kada se iste nude po višim, od uobičajenih kamata. Otrovnih put opcije ne obezbeđuju preduzeće od mogućih neprijateljskih ponuda.

1.8.1.2 Izmene u statutu korporacije

Jedna od mogućih metoda odbrane i izmena opštih akata korporacije. Obim izmena, u zemljama sa značajnijom prisutnošću aktivnosti na preuzimanju preduzeća, opredeljuju i zakoni federalnih jedinica. Izmjena opštih akata preduzeća, uglavnom, zahteva i saglasnost akcionara. Iskustva u praksi ukazuju da se, najčešće, izmene akata preduzeća koje se odnose na mere protiv preuzimanja prihvataju, a otpor, akcionari ispoljavaju u slučaju lošeg upravljanja preduzećem.

Najčešće izmene opštih akata, a koje se odnose na mere protiv preuzimanja su:

- Proređivanje mandata članova odbora direktora
- Odredbe o supervećini pri glasanju
- Odredbe o usklađenoj ceni
- Dvojna kapitalizacija.

Proređivanje mandata članova odbora direktora

Odbrana proređivanjem mandata direktora, čini mandate odbora promenljivim. Direktori se biraju u različitim periodima trajanja mandata, a ne zajednički. Mišljenje je, da to može da bude veoma značajno za ishod borbe oko preuzimanja. Odbor može da bude sastavljen i od članova, naklonjenih postojećem upravljačkom timu, a u njegovom sastavu mogu biti i članovi uprave. Nesporno je, da je u ovakvim aktivnostima poželjno i mišljenje direktora, koji mogu da preporuče integraciju ili pak, da odluče da neka ponuda nije ni vredna glasanja akcionara. U slučaju da je ponuđač već otkupio većinsku kontrolu nad preduzećem, proređeni mandati članova odbora mogu da ga spreče da izabere članove upravljačkog tima koji bi štitio njegove interese i namere.

Odredbe u vezi proređenih mandata članova odbora unose se u formi amandmana na statut korporacije. U radu je već ukazano, da su, uglavnom, prava i načini za izmenu statuta preduzeća opredeljeni važećim zakonima federalnih jedinica. Za realizaciju navedenog, obično je potreban i pristanak akcionara. Odredbe u vezi proređenih mandata članova odbora obično propisuju da se trećina odbora bira svake godine na trogodišnji mandat a ostatak odbora bira se jednom godišnje. U praksi se obično, pomenuti prvi deo odbora naziva klasifikovanim, a drugi deo neklasifikovanim. Proređeni izbori doprinose produžavanju vremenskog perioda koji ponuđač mora da sačeka kako bi osvojio većinu u odboru direktora, a i onemogućava ga da uvede i promene u politici preduzeća. Hoće li, kada i zašto, kupac sačekati taj vremenski period za preuzimanje kontrole nad kompaniom teško je ovom prilikom odgovoriti. Odluku po tom pitanju, sigurno je, opredeliće i mnoštvo drugih faktora.

Kako je u radu navedeno da se, uglavnom, izmene statuta usklađuju sa zakonima federalnih jedinica, ne retko se, utvrđuju i neophodni uslovi za uklanjanje direktora iz odbora. Tako je moguće da, npr. uslovi za uklanjanje direktora iz odbora bivaju utvrđeni u zavisnosti od toga da li isti pripadaju grupi klasifikovanih ili neklasifikovanih. Zakonom je moguće utvrditi, da se klasifikovani članovi odbora ne mogu ukloniti pre isteka mandata, a neklasifikovani članovi u bilo koje vreme odlukom većine akcionara.

Efekti primene ove metode odbrane, obično, nisu dovoljni da spreče dobro finansiran neprijateljski pokušaj preuzimanja. Napadači smatraju da će sa većinom postojećih akcija biti u stanju da se bore sa odborom putem parnice, kao i da će se članovi iz prethodnog sastava odbora prikloniti odlukama nove većine akcionara jer su odbori uglavnom poverenici akcionara koji bi trebalo da rade u njihovu korist. Ovo je zapravo, još jedna od metoda na koju ponuđač mora da računa, kao metodu odbrane ciljnog preduzeća. Ciljno preduzeće očekuje, da će joj primena kombinovanih prepreka uperenih prema ponuđaču, olakšati pregovaračku poziciju i doprineti poboljšanju upućenih joj ponuda.

Odredbe o supervećini pri glasanju

Jedna od mogućih izmena akata odnosi se i na odredbe o potrebnoj supervećini glasova. Statutom korporacije utvrđen je neohodan broj glasova za, između ostalog, usvajanje izmena statuta ili neke od važnih odluka u koju svrstavamo i onu o integraciji. Odredbe o supervećini glasova ukazuju na potrebu većeg učešća glasova od uobičajene proste većine. To može da bude zahtev za, na primer, dvotrećinskom većinom, ili u nekim slučajevima više od toga. Odredbe o supervećini glasova mogu da zahtevaju procentualno veću većinu ukoliko je i udeo ponuđača u akcijama veći. Normalno, ove mere biće efikasnije kada upravljački tim ili neka druga grupa koja teži da podrži upravu, pa i po stavu o pitanju integracija, drži dovoljan broj akcija, koje bi mogle da spreče donošenje pozitivne odluke.

Odredbe o potrebnoj supervećini glasova, generalno, sadrže i klauzule koje, kada se za to ukaže potreba, omogućuju preduzeću da odbaci ili ukine odredbe o potrebnoj supervećini glasova.

Odredbe o usklađenoj ceni

Odredba o usklađenoj (fer) ceni, podrazumeva izmenu statuta u cilju stvaranja preduslova, da preduzeće može da insistira, da ponuđač plati akcije najmanje u visini trenutne tržišne cene. Ove odredbe se obično aktiviraju kada ponuđač uputi ponudu. I ovo su odredbe koje su u skladu sa zakonskom regulativom federalnih jedinica. Ciljno preduzeće može da odbaci većinu odredbi o fer ceni, za koju joj je neophodna, obično saglasnost 95% većine glasačkog tela i potvrda odbora direktora.

Dvojna kapitalizacija

Dvojna kapitalizacija podrazumeva restrukturiranje kapitala u dve klase akcija sa različitim glasačkim pravima. Cilj primene dvojne kapitalizacije je da grupi akcionara koja je naklonjena stavovima upravljačkog tima daju veća glasačka prava. Tipična dvojna kapitalizacija uključuje emisiju jedne druge klase akcija koja nosi veća glasačka prava u odnosu na postojeće akcije. Akcije sa većim glasačkim pravima mogu da imaju 10 do 100 glasova po jednoj akciji. Ove akcije se obično realizuju njihovom emisijom i dostavljanjem svim akcionarima. Akcionarima je dato i pravo da ove akcije zamene za obične. Mnogi to i čine, jer se njima obično ne trguje i one donose nisku dividendu. I uprava, može da bude vlasnik ovih akcija, ali ne može da zameni svoja glasačka prava za obične akcije. Upravljački tim je na taj način povećavao svoju kontrolu nad preduzećem

1.8.1.3 Zlatni padobranci

Zlatni padobranci su posebni sporazumi o kompenzaciji koju preduzeće daje višim članovima uprave. Svoje efekte protiv preuzimanja, ove mere ispoljavaju u slučajevima kada se primenjuju bilo kao preventivna bilo kao aktivna mera. Analize pokazuju da plaćanja u okviru zlatnog padobrana predstavljaju samo mali procenat ukupne prodajne cene, kao i da efekti ovih mera protiv preuzimanja mogu biti relativno mali u odnosu na moguću korist. Jedan od problema sa kojim se suočavaju preduzeća u toku borbe oko preuzimanja, je i kako zadržati članove upravljačkog tima. Po okončanju procesa preuzimanja, oni su često opsedani raznim ponudama. Članovi upravljačkog tima koji nisu sigurni, relativno brzo prihvataju druge, adekvatne ponude. Navedeno, upućuje na zaključak da neka preduzeća, usvajaju zlatne padobrane, kako bi povećala sigurnost radnih mesta zaposlenih. Po mišljenju nekih autora, uspešno konstruisan zlatni padobran utiče na motivaciju upravljačkog tima za pregovore o većim premijama za akcionare prilikom preuzimanja.

Sporazum o zlatnom padobranu podrazumeva isplatu zaokružene sume određenom višem funkcioneru upravljačkog tima, po prekidu rada nastalom njegovom voljom ili ne. Najčešće, on stupa na snagu, ukoliko se prekid desi u toku prve godine nakon promene u kontroli preduzeća. Ovaj sporazum može da sadrži i fiksiran datum ili da bude zaista na godinu dana, uz mogućnost, da se automatski produži na još jednu godinu, ukoliko u toku jedne godine nije došlo do promene u kontroli nad preduzećem. Sredstva za finansiranje zlatnih padobrana mogu da se odlažu i na posebne račune, namenske fondove, što na neki način uliva i sigurnost, da će po potrebi sredstva i biti isplaćena.

Visinu kompenzacije određuju godišnja primanja zaposlenih kao i godine minulog rada u preduzeću. Moguće je sporazumom predvideti da, otpušten zaposleni primi nekoliko poslednjih godišnjih primanja, uz mogućnost da na prethodna primanja određeni broj godina prima i stimulacije i druge dodatke. Zlatni padobrani se obično aktiviraju kada se proceni da neki od ponuđača ima veliku šansu da osvoji adekvatan broj akcija.

U praksi se mogu, u obliku izuzetka, pojaviti i srebrni padobrani. Oni predstavljaju kompenzacione sporazume sa većinom zaposlenih u preduzeću, uključujući i zaposlene na nižim nivoima poslova. Najčešća vrsta srebrnog padobrana je sporazum o jednogodišnjoj otpremnini.

U stručnoj literaturi, vezano za primenu zlatnog padobrana sreće se ocena, da isti predstavlja blagu prepreku i ne smatra se baš mnogo efikasnom merom protiv preuzimanja, ali bi u kombinaciji sa nekim, mnogo jačim merama, moglo da doprinese i odbijanju ponuda.

1.8.2 Aktivne mere odbrane

Aktivne mere odbrane su one koje se preduzimaju, nakon saznanja da preduzeće može postati ciljno preduzeće ili po prijemu neželjene ponude. U grupu ovih mera spadaju:

- Zelena pošta
- Sporazum o mirovanju
- Beli vitez

- Izmene u strukturi kapitala
- Restrukturiranje preduzeća
- Parničenje
- Pak-Man odbrana.

1.8.2.1 Zelena pošta

Zelena pošta podrazumeva otkup svojih akcija od ponuđača uz premiju, odnosno otkup akcija uz isplatu visoke premije vlasnicima većeg broja akcija, u zamenu za sporazum da neće pokrenuti ponudu za preuzimanje kontrole nad ciljnim preduzećem. Otkup sopstvenih akcija uz premiju je forma ponovne kupovine udela u ciljnom preduzeću, kao termin koji se šire primenjuje obuhvatajući ostale vrste kupovina akcija od određenih grupa akcionara, koji možda uopšte ne slute da je počeo napad na njihovo preduzeće.

1.8.2.2 Sporazum o mirovanju

Sporazum o mirovanju kupovine hartija od vrednosti pojavljuje se kada ciljno preduzeće ugovorom obaveže potencijalnog kupca da u određenom vremenskom periodu neće uvećavati svoje vlasništvo u ciljnom preduzeću. Ovaj sporazum se aktivira kada kupac poseduje dovoljan broj akcija za otpočinjanje borbe za preuzimanje ciljnog preduzeća.

Ovi sporazumi još mogu da daju pravo ciljnom preduzeću da odbije prvu ponudu, u slučaju da kupac odluči da proda akcije koje poseduje u tom trenutku. Ovaj sporazum sprečava i da akcije padnu u ruke drugog ponuđača, koji bi mogao da natera ciljno preduzeće da mu isplati nadoknadu za sporazum o mirovanju kupovine, kao i da pokuša da preuzme ciljno preduzeće. U okviru mogućih sporazuma o mirovanju kupovine, nalazi se i onaj, po kojem je postignuta saglasnost, da kupac ne uvećava svoje vlasništvo u akcijama iznad određenog procenta. Naravno, kupac ovo prihvata uz određenu naknadu.

Kao i kod zelene pošte i ovde je predviđena kompenzacija kupcu za nepreuzimanje kontrole nad ciljnim preduzećem. U stručnoj literaturi se, često, ukazuje na činjenicu da su sporazumi o mirovanju kupovine obično praćeni zelenom poštom.

1.8.2.3 Beli vitez

Beli vitezovi, spadaju u grupu mera odbrane koja se primenjuje u slučaju da preduzeće postane meta neprijateljskog preuzimanja, ili mu preti kupovina. Ciljno preduzeće traži ponudu drugog preduzeća koja bi za njega bila prihvatljiva, ono traži pomoć belog viteza.

Beli vitez upućuje ponudu za kupovinu cele ili samo dela ciljnog preduzeća pod povoljnijim uslovima nego prvobitni ponuđač. Uprava, obično kod opredeljenja za preduzeće u ulozi belog viteza, očekuje da će ono, između ostalog, ponuditi veću cenu, da neće rastaviti ciljno preduzeće, otpustiti članove upravljačkog tima ili zaposlene. Naravno, ovo nije lako postići. Tome prethode teški pregovori za prihvatanje pomenutih uslova, a sve u cilju odbijanja neželjenog ponuđača.

Ciljno preduzeće belog viteza pronalazi uglavnom putem prethodnih kontakata ili putem usluga investicionih bankara koji mu pronalaze odgovarajućeg partnera. Potencijalni beli vitez može da zahteva i posebne uslove ili ustupke kako bi ušao u posao.

Ciljno preduzeće obično nastoji da sklopi sporazum sa prijateljskom stranom u obostranom interesu. Sporazum može biti formulisan na način koji isključuje nepoželjnog učesnika, utvrđivanjem visokih naknada ili kompenzacija za obustavu transakcije, što neprijateljskom ponuđaču otežava i poskupljuje preuzimanje.

1.8.2.4 Izmena strukture kapitala

Ciljno preduzeće može da inicira i razne izmene strukture svog kapitala, u pokušaju da odbije neprijateljskog ponuđača. Izmena strukture kapitala može se koristiti na četiri osnovna načina:

- Rekapitalizacija
- Pribavljanje većeg duga
- Emitovanje dodatnih akcija
- Otkup akcija

Rekapitalizacija

Rekapitalizacija je postala sve popularnija mera odbrane od preuzimanja, kasnih osamdesetih godina. Spada u drastičnu meru. Nakon rekapitalizacije preduzeće je u sasvim drugačijoj finansijskoj situaciji u odnosu na prethodnu. Plan rekapitalizacije obuhvata i isplatu super dividendi akcionarima koja se obično finansira velikim dugovima. Preduzeće koje se odluči za rekapitalizaciju, pretvara veći deo svog kapitala u dug isplaćujući pri tome akcionarima velike dividende. Pored dividendi akcionari mogu da dobiju i akcijsku potvrdu-talon koja predstavlja njihov novi vlasnički udeo u preduzeću. U literaturi se sreće ocena da je plan rekapitalizacije privlačan jer omogućava preduzeću da deluje kao sopstveni beli vitez.

Pribavljanje većeg duga

Povećanje duga preduzeća istu čini manje atraktivnom, eventualnim ponuđačima. Akcionari uvećavaju vrednost svojih akcija koja znatno premašuje dotadašnju. Sve ovo čini se sa namerom da ona bude superiornija od neprijateljske ponude. Ovom prilikom ukazujemo na još jednu od osobina rekapitalizacije, a to je, da upravi pruža mogućnost veće kontrole glasova. Postoji mogućnost da se i u vidu drugih vrednosnih opcija uveća snaga uprave prilikom glasanja. Ostali akcionari, primiće samo po jednu akciju u rekapitalizovanom preduzeću tzv. talon kao i bilo kakvu drugu kombinaciju duga ili gotovine. Preduzeće bi trebalo da obezbedi da akcionari koji nisu članovi uprave dobiju najmanje sličnu novčanu protivvrednost za svoje obične akcije.

U skladu sa važećom zakonskom regulativom i statutom preduzeća, rekapitalizacija najčešće zahteva i saglasnost akcionara. Na bazi izloženog nameće se zaključak da rekapitalizacija podrazumeva preuzimanje većih dugova. Međutim, preduzeće može da direktno preuzme nova dugovanja, a da pri tome ne koristi rekapitalizaciju kao odbrambenu meru. Niži nivo dugovanja u odnosu na postojeći kapital povećava rizik od preuzimanja. Neprijateljski ponuđač koristi dužnički kapacitet ciljnog preduzeća kako bi finansirao njenu kupovinu. U praksi se sreću i slučajevi kada se nizak nivo dugovanja tumači kao dobar pokazatelj stanja preduzeća. Dodatna dugovanja uvećavaju nivo rizika preduzeća zbog povećanog obima sredstava neophodnih za servisiranje u odnosu na priliv sredstava ciljnog preduzeća. Ovo je, u literaturi, poznata vrsta odbrane tzv. spržene zemlje, jer postavljenje barijera dodatnim zaduživanjem, može da okonča bankrotom ciljnog preduzeća. Ciljno preduzeće zaduženost može da poveća pozajmicom direktno od banke ili nekog drugog i emitovanjem obveznica.

Emitovanje dodatnih akcija

U radu je već ukazano da je jedna od mogućnosti odbrane od preuzimanja i emitovanje dodatnih akcija. Emitovanjem dodatnih akcija želi se osujetiti napadač ciljnog preduzeća da osvoji kontrolu nad istom. Ovim emitovanjem menja se struktura kapitala preduzeća, uvećava se kapital uz zadržavanje istog iznosa duga. Postupkom emitovanja akcija ciljno preduzeće komplikuje, a i poskupljuje eventualnu kupovinu većeg udela u akcijama. Naravno da emitovanje dodatnih akcija ima i svoje nedostatke. U grupu nedostataka ubraja se i činjenica da ona osipa koncentraciju kapitala akcionara. Emitovanje novih akcija doprineće i padu cena akcija. Imajući u vidu mogući gubitak akcionara, mnoge zemlje su zakonom regulisale, utvrdile zahtev da preduzeća prime adekvatnu kompenzaciju za novoemitovane akcije.

Opšta emisija akcija podrazumeva emitovanje istih, a ne i njihovo dodeljivanje određenoj grupi ili preduzeću. Imajući u vidu činjenicu da bi iste, dodatno emitovane akcije, mogle da padnu u ruke neprijateljskog ponuđača, ciljno preduzeće nastoji da izda dodatne akcije direktno u sigurne, prijateljske ruke. To je slučaj kada se radi o odbrani belim štitonošom kada ciljno preduzeće istovremeno uvećava broj akcija neophodan za osvajanje kontrole i obezbeđuje da novoemitovane akcije neće pasti u ruke neprijateljskog ponuđača.

Otkup akcija

Još jedna od mogućnosti, da se osujeti preuzimanje ciljnog preduzeća, je da ciljno preduzeće ponovo otkupi svoje akcije. Ponovna kupovina, između ostalog, učiniće akcije nedostupnim, kako ponuđaču tako i arbitražerima. Za pribavljanje sopstvenih akcija preduzeću je omogućeno da koristi i svoja raspoloživa sredstva. Ako ciljno preduzeće iskoristi gotovinsku rezervu za kupovinu svojih akcija, jasno je, da kupac kasnije neće moći ta ista sredstva da koristi za otplatu dugova nastalih kupovinom ciljnog preduzeća, što će mu, nesporno, otežati situaciju.

Prezentovano, može da posluži i kao osnova za rezonovanje i kod kupovine akcija od strane ciljnog preduzeća finansiranih dugom. Ciljno preduzeće koristi svoje kapacitete za pozajmice koje bi kasnije mogle poslužiti za finansiranje akvizicije. Ovo bi mogla biti i značajnija odbrambena mera za ponuđače koji su eventualno planirali oslanjanje na velike dugove kod akvizicije.

1.8.2.5 Restrukturiranje preduzeća

U grupu drastičnih mera odbrane od preuzimanja spada i restrukturiranje preduzeća. Ova mera može da obuhvati najvažnije delove cilnog preduzeća ili da se iskaže kroz velike kupovine. Restrukturiranje može da posluži i kao preventivna i kao aktivna mera odbrane od preuzimanja. Ako neko preduzeće veruje da može postati ciljno preduzeće za preuzimanje ono može da se restrukturiše kako bi sprečilo ovakav razvoj događaja. Restrukturiranje može da se pojavi i u toku same borbe oko preuzimanja kada je ciljno preduzeće ubeđeno da bi samo drastične mere odbrane mogle da spreče preuzimanje. Nesporno je da je, upravi preduzeća, teško da obrazloži i opravda restrukturiranje kao meru odbrane od preuzimanja, jer bi u tom slučaju uprava morala da ima i veliku slobodu u raspolaganju sredstvima akcionara. Uprava mora da bude sposobna da ubedi akcionare da je u njihovom interesu drastična promena politike poslovanja preduzeća, kao i da je neophodno da odbije predloženu premiju od strane ponuđača. Defanzivno restrukturiranje može da poprimi sledeće oblike: privatizacija preduzeća kroz LBO, prodaja vredne imovine, kupovina drugih preduzeća i likvidacija preduzeća.

1.8.2.6 Parničenje

Jedna od uobičajenih mera odbrane od preuzimanja je i parničenje. Sredinom sedamdesetih godina ono je predstavljalo efikasnu meru. Vremenom je njena efikasnost slabila i danas je ono samo jedna u nizu mera odbrane koju primenjuju ciljna preduzeća.

U literaturi se navode četiri cilja parničenja kao odbrane od preuzimanja:

- Izbor najpogodnijeg suda
- Sprečavanje osvajača da preuzme inicijativu i prvi utuži
- Odlaganje ponude dok ciljno preduzeće ne pronađe odgovarajućeg belog viteza
- Pružanje psihološke podrške upravi cilnog preduzeća

Među prve zakonske mogućnosti koje bi ciljno preduzeće moglo da preduzme je podnošenje zahteva sudu da izda nalog kojim bi se zaustavio proces preuzimanja. Ovakav nalog mogao bi da zaustavi neprijateljskog ponuđača da nastavi kupovinu novih akcija, sve dok ne ubedi sud da su optužbe cilnog preduzeća bez osnova. Ovim zastojem u procesu preuzimanja ciljno preduzeće dobija u vremenu za uvođenje efikasnijih mera odbrane, a istovremeno stvaraju joj se, ovim odlaganjem, uslovi i za pronalaženje belog viteza. Stvara se i dodatno vreme da se pojača nadmetanje. Naime, sada i ostali ponuđači imaju dovoljno vremena da dobro razmotre

upućivanje svojih ponuda ciljnom preduzeću. Naravno, proces nadmetanja trebalo bi da se okonča povoljnijim cenama za ciljno preduzeće. Istovremeno i ponuđaču je omogućeno da koriguje cenu ponude naviše. U okviru navedenih aktivnosti moguće je i da ciljno preduzeće indirektno stavi ponuđaču do znanja, da ukoliko cena i uslovi ponude budu bolji, može da obustavi parnicu.

U stručnoj literaturi kao mogući oblici parničenja radi odbrane od preuzimanja navode se:

- Antitrustovske odredbe zakona
- Neodgovarajuća dokumentacija
- Prevara

1.8.2.7 Pak-Man odbrana

U grupu aktivnih mera odbrane od preuzimanja spada i Pak-Man odbrana. Ova metoda odbrane dobila je naziv po video igri u kojoj likovi pokušavaju da pojedju jedni druge. Suština ove metode je, da ciljno preduzeće nudi da kupi napadača i to kao odgovor na njegovu ponudu. Ova metoda odbrane u praksi se tretira kao "paklena mašina". Ovom metodom se često preti, ali se ona retko primenjuje.

2. Proces merdžera i akvizicija

Implementacija strategije preuzimanja, odnosno sam proces merdžera i akvizicije, jeste jedan od ključnih faktora koji određuje ishod spajanja i pripajanja. Međutim proces akvizicije nije jedini faktor koji određuje uspešnost merdžera i akvizicije. Pored samog procesa, tu su strateško i organizaciono uklapanje. Strateško uklapanje predstavlja stepen do kog se strategija preduzeća koje se preuzima uklapa i dopunjuje u strategiju preduzeća koje preuzima. Drugim rečima, strateško uklapanje se odnosi na to koliko se finansijski i nefinansijski ciljevi uklapaju. Sa druge strane, organizaciono uklapanje je definisano kao veza između administrativnih, kulturoloških karakteristika kao i svojstva zaposlenih dva preduzeća. Većina literature okrenuta je ka značajnosti strateškog uklapanja, dok se veoma značajni troškovi organizacionog uklapanja zanemaruju.

Proces merdžera i akvizicije se sastoji od sledećih faza:

- Faza analize
- Faza pregovaranja
- Faza integracije

Faza analize je prva i početna faza merdžera i akvizicije i ona se sastoji od nekoliko podfaza. Pre svega se donosi strateška odluka o korišćenju M&A strategije, zatim *business intelligence* – proces koji zapravo predstavlja sakupljanje informacija iz spoljašnjosti preduzeća kako bi se uočila nova šansa za poslovni rast. Posle spoznaje novih i pristupačnih šansi na tržištu, sledi pretraživanje preduzeća, koja imaju predispozicije za ispunjavanje uočenih tržišnih šansi. Zatim se kreira lista potencijalnih preduzeća koja ispunjavaju sve tražene uslove, kako bi se zatim pokrenuo postupak *due diligence* – postupak koji predstavlja analizu celog preduzeća.

Kada se odluči o tome, koja preduzeća su ispunila sve tražene uslove i ako su rezultati analize zadovoljavajući, sledi faza pregovaranja, koja se sastoji od tri podfaza. Prva podfaza se odnosi na procenjivanje vrednosti preduzeća, zatim sledi podfaza pregovaranja, da bi se na kraju sklopio ugovor, gde su svi aspekti merdžera i akvizicije dogovoreni.

Faza integracije je poslednja faza, a neki stručnjaci govore i ključna faza u procesu merdžera i akvizicija. Faza integracije se sastoji od post-merdžer integracije, gde se zapravo strategija spajanja ili preuzimanja ostvaruje.

U nastavku rada, biće predstavljene neke od najvažnijih podfaza procesa merdžera i akvizicija, a to su: identifikacija preduzeća za preuzimanje, zatim analiza preduzeća i due diligence, procena vrednosti preduzeća, pregovaranje, sklapanje ugovora i post-merdžer integracija.

2.1 Identifikacija preduzeća za spajanje ili preuzimanje

Kada jedno preduzeće odluči da koristi M&A strategiju, iza ove odluke stoji strateški cilj kojim se teži. Drugim rečima, postoji motiv zašto se konkretno preduzeće upušta u merdžer ili u akviziciju. Strateško razmišljanje nije ni malo lako, jer se moraju sagledati sve ostale alternative, koje mogu dovesti do istog cilja. Kao što je bilo predloženo u prethodnom delu, gde su se upoređivala različita korporativna restrukturiranja, postavlja se pitanje da li je merdžer ili akvizicija najefikasnije sredstvo za postizanje određenog strateškog cilja. Osim pitanja o mogućim alternativama, menadžment preduzeća takođe mora da razmišlja o drugim pitanjima kao što su: koja preduzeća, u kojoj industriji su pogodna za preuzimanje, koji će se kriterijumi koristiti u poređenju preduzeća, da li je preduzeću potrebna konsultantska usluga i koju ulogu u ovoj fazi procesa akvizicije imaju investicione banke. Iako postoji mnogo pitanja na koja menadžment preduzeća mora odgovoriti, ovo područje donekle ostaje crna kutija, jer ne postoji dovoljno istraživanja koja bi mogla dati odgovarajuće odgovore.

Posle donošenja strateške odluke o korišćenju M&A strategije, sledi proces pretrage za novim mogućnostima u okruženju preduzeća. Taj proces se još naziva i business intelligence i jedan je od značajnih pokretača merdžera i akvizicija. Preduzeće na taj način sagledava sve nove mogućnosti za poboljšanje poslovanja na tržištu, koje će rezultirati ukupnim ekonomskim poboljšanjem.

Pretraživanje kandidata, predstavlja jedan vremenski dugotrajan proces, koji zahteva veliku preciznost u postavljanju kriterijuma pretraživanja. Motiv korišćenja M&A strategije, predstavlja polaznu tačku u postavljanju kriterijuma pretraživanja potencijalnih preduzeća. Kada se proces pretraživanja preduzeća završi, sledi rangiranje preduzeća koje su ušla u uži izbor i koja su

zadovoljila postavljene kriterijume. Preduzeća koja su ušla u uži izbor, se zatim detaljno analiziraju i taj proces se naziva due diligence.

2.2 Analiza preduzeća

Polazište ove podfaze, čine ona preduzeća koja su ušla u uži izbor da budu spojena ili preuzeta od strane drugog preduzeća. Ovo je podfaza gde preduzeće koje preuzima, ima kratak spisak potencijalnih preduzeća koja mora detaljno izanalizirati kako bi utvrdio sve snage i slabosti potencijalnih preduzeća. U okviru ove podfaze vrši se tzv. due diligence koji treba da omogući razumevanje svih procesa koji se odvijaju u preduzeću, kao i svih pravila pod kojim preduzeće posluje odnosno kako bi se omogućilo suštinsko razumevanje strateške pozicije preduzeća (sa svim njegovim prednostima i manama) kao i razvijanje alternativnih scenarija i njihovo prevođenje u finansijske izveštaje (projektovani bilans uspeha i stanja) odakle se, putem odgovarajućih matematičkih formula dobija sama vrednost posmatranog preduzeća. Ključni element Due diligence predstavlja finansijska analiza preduzeća.

2.2.1 Finansijska analiza

Finansijska analiza preduzeća započinje opštom analizom osnovnih finansijskih izveštaja, pre svega bilansa stanja i bilansa uspeha. U načelu, opšta analiza je prvenstveno sračunata na identifikovanju trendova u kretanju pojedinih delova imovine, kapitala i obaveza, kao i troškova, obima prodaje, prihoda od prodaje i dobitka preduzeća. Finansijska analiza se kao takva najčešće sprovodi putem:³

- Vertikalne analize finansijskih izveštaja;
- Horizontalne analize finansijskih izveštaja;
- Grafičke analize finansijskih izveštaja

³ Stevanović N, Malinić D, Milićević V, 2007, Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet

2.2.1.1 Vertikalna analiza finansijskih izveštaja

Vertikalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja sračunata je na analizu strukture bilansa stanja i bilansa uspeha koja ima za cilj da identifikuje učešće pojedinih grupa, podgrupa i pozicija u karakterističnom zbiru (totalu) koji manifestuje celinu izveštaja koji se analizira. U slučaju vertikalne analize bilansa stanja taj karakteristični zbir je ukupna aktiva odnosno ukupna pasiva, tako da se utvrđuje učešće svih pozicija aktive u ukupnoj aktivu tj. u ukupnoj imovini, kao i svih pozicija pasive u ukupnoj pasivi tj. u ukupnim izvorima finansiranja preduzeća. U slučaju vertikalne analize bilansa uspeha taj karakteristični zbir je prihod od prodaje ili poslovni prihod, pa se utvrđuje učešće svih pozicija bilansa uspeha u prihodima od prodaje ili ukupnim poslovnim prihodima.

2.2.1.2 Horizontalna analiza finansijskih izveštaja

Nakon vertikalne analize strukture osnovnih finansijskih izveštaja, horizontalna analiza razvoja njegovih pozicija obezbeđuje nam dodatne informacije neophodne za sklapanje preliminarne slike o finansijskom položaju i dobitnosti konkretnog preduzeća. Horizontalna analiza podrazumeva praćenje kako su se menjale iz godine u godinu pozicije bilansa stanja odnosno bilansa uspeha, tj. da li su se povećavale ili smanjivale. Kod horizontalne analize uglavnom se posmatra višegodišnja serija izveštaja, obično od tri do pet godina, zavisno od potreba analize. Horizontalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja se može realizovati u apsolutnim ili relativnim brojevima, mada se u praksi uglavnom koriste relativni brojevi, pre svega indeksi, jer oni predstavljaju najindikativniji vid horizontalne analize. Kod horizontalne analize pomoću indeksa, prva godina predstavlja baznu godinu i njenim vrednostima se dodeljuje indeks 100, i vrednosti u narednoj godini se porede u odnosu na vrednosti iz bazne godine, pa pozicije koje su u porastu imaju vrednost indeksa veći od 100, dok pozicije koje se smanjuju imaju indeks manji od 100.

Horizontalna analiza još više dobija na značaju ukoliko se zasniva na osnovnim finansijskim izveštajima što većeg broja uzastopnih perioda, a posebno ako je moguće sprovesti komparativnu analizu sa najvažnijim postojećim ili potencijalnim konkurentima, srodnim

preduzećima i industrijskom granom. Ovaka analiza omogućava dolazak do veoma dragocenih zaključaka o relativnom položaju preduzeća unutar industrijske grane kojoj pripada.

2.2.1.3 Grafička analiza finansijskih izveštaja

Ovaj vid analize finansijskih izveštaja postao je naročito popularan sa sve rasprostranjenijom upotrebom kompjutera, koji uz primenu adekvatnih programa omogućavaju praktično automatsku grafičku prezentaciju osnovnih finansijskih izveštaja u formi različitih vrsta histograma, linija trendova tzv. pita, grafikona. Grafička analiza finansijskih izveštaja omogućava brz i jednostavan uvid u strukturu, interne odnose, razvoj finansijskog položaja i razvoj dobitnosti preduzeća u velikom broju povezanih vremenskih perioda.

2.2.2 Racio analiza finansijskih izveštaja

Racio analiza predstavlja središnji deo finansijske analize preduzeća. U njenoj osnovi nalazi se ispitivanje odnosa između logički povezanih delova finansijskih izveštaja sa ciljem da se istaknu i objasne ključne relacije od kojih zavisi ocena trenutnog i projekcija budućeg finansijskog položaja i prinosne (zarađivačke) sposobnosti preduzeća koje je predmet analize. Racio u kontekstu racio analize treba razumeti kao odnos između dve vrednosti koje su iskazane u finansijskim izveštajima preduzeća, i uobičajeno su iskazani u vidu razlomka, količnika ili procenta, u zavisnosti od toga šta više odgovara suštini ispitivanog odnosa.

Uspešno sprovođenje racio analize u praksi uobičajeno podrazumeva tri koraka, i to:

- Izbor potrebnih racija;
- Obračun vrednosti izabranih racija;
- Poređenje i tumačenje dobijenih vrednosti odabranih racija.

Kada je reč o problemu izbora racija njega nažalost nije moguće otkloniti izborom jednog superiornog racija, jer on zapravo ne postoji. Umesto toga na ovaj problem treba gledati kao na slaganje puzzle, jer je nekada potrebno složiti mnogo delova, odnosno racio brojeva kako bi se dobila čitava slika. U tom smislu, pred analitičarima stoji veliki broj racio brojeva koji su dosada

predstavljani u finansijsko-računovodstvenoj literaturi, od kojih treba izabrati one koji će mu omogućiti sticanje što jasnije slike o konkretnom preduzeću.

Ono o čemu treba posebno voditi računa jeste da je u mnogim slučajevima izračunavanje racio brojeva predstavljeno na različite načine. To u praksi može da ugrozi najpre sam obračun, a kasnije što je sa aspekta same analize još važnije, iskrivi zaključke u vezi sa onim zbog čega su ti racio brojevi prvobitno i izabrani. Da do svega ovoga ne bi došlo, potrebno je obezbediti verodostojnost i konzistentnost u primeni racio brojeva.⁴

Osnovne vrste racio analize finansijskih izveštaja su:

- Racio analiza likvidnosti;
- Racio analiza solventnosti;
- Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima;
- Racio analiza profitabilnosti.

S obzirom na to da je bilans stanja uglavnom osnova za sprovođenje prve dve vrste racio analize, njih još nazivamo i racio analizama stanja, dok su osnova za sprovođenje poslednje dve vrste racio analize podjednako i bilans stanja i bilans uspeha, pa ih zato jednim imenom nazivamo racio analiza ostvarenja ili racio analiza performansi preduzeća.

Posebno treba naglasiti da se iz suštinskih razloga izračunavanje izabranih racija ni u kom slučaju ne sme poistovetiti sa samom racio analizom, pre svega zbog toga što ona obuhvata i interpretaciju dobijenih vrednosti, što zapravo i predstavlja krucijalnu fazu racio analize. Ona je usmerena na tumačenje šta dobijene vrednosti znače i pokazuju, kakva je njihova informaciona vrednost, za šta ih i kako treba upotrebljavati, itd.

Ovde posebno treba napomenuti da se interpretacija dobijenih vrednosti nikako ne sme ograničiti na poređenje sa tzv. idealnim vrednostima za pojedina racija. Ovo pre svega zbog toga što takav pristup predstavlja veoma opasno pojednostavljivanje stvari kada je u pitanju upotreba finansijskih racija u svrhu vrednovanja performansi bilo kog preduzeća. Ako se racio analiza sprovodi u različitim uslovima poslovanja i u različitim vremenskim trenucima, dobijene vrednosti za jedan te isti racio biće značajno različiti ne samo od jedne do druge privredne

⁴ Moon P, Bates K, Management Accounting Research, Core Analysis in Strategic Performance Appraisal.

grane, nego čak i između preduzeća koja pripadaju istoj grupaciji preduzeća u okviru jedne te iste privredne grane. Zbog svega navedenog neophodno je da se u jednom dužem vremenskom periodu (obično je to period od tri do pet godina) obračunavaju ključna racija za određeno preduzeće, zatim da se sagleda kretanje njihovih vrednosti i pokuša da se ustanovi linija trenda u tom intervalu, i konačno napravi poređenje sa planiranim vrednostima, ostvarenjima istog racija kod leaderskog preduzeća, identifikovanih postojećih i potencijalnih konkurenata i sa prosečnom vrednosti tog racija za čitavu granu, što je danas široko dostupna informacija zahvaljujući nadležnim institucijama u mnogim zemljama.

2.2.2.1 Racio analiza likvidnosti

Likvidnost preduzeća se definiše kao sposobnost preduzeća da blagovremeno izmiruje dospele kratkoročne obaveze u bilo kom trenutku dospeća. U stručnoj literaturi likvidnost se poistovećuje sa analizom kratkoročne finansijske sigurnosti ili analizom kratkoročnog rizika ulaganja (investiranja) u jedno preduzeće. Za procenu likvidnosti posebno su zainteresovani kratkoročni poverioci (banke, dobavljači i dr.). Racija likvidnosti mere kratkoročnu sposobnost preduzeća da plati dospele obaveze, kao i da zadovolji neočekivane potrebe za novim sredstvima.

Kod racio analize likvidnosti razlikujemo:

- Statičku analizu likvidnosti i
- Dinamičku analizu likvidnosti.

Statička analiza likvidnosti

Statička analiza likvidnosti nastala je kao posledica dovođenja u vezu bilansne vrednosti obrtno imovine i/ili njenih delova i kratkoročnih obaveza, i uglavnom se sprovodi preko racija tekuće likvidnosti i racija redukovane likvidnosti.

Racio tekuće likvidnosti (Current ratio)

Racio tekuće likvidnosti = Obrtna imovina / Kratkoročne obaveze

Racio tekuće likvidnosti pokazuje odnos između tekuće aktive i tekućih obaveza i pokazuje sposobnost preduzeća da tekuće obaveze (kratkoročne obaveze) plati iz tekućih sredstava (obrtne imovine). Na osnovu racija tekuće likvidnosti se može konstatovati da je situacija u pogledu likvidnosti bilo kog preduzeća utoliko bolja ukoliko dato preduzeće pri postojećim kratkoročnim obavezama raspolaže sa što je moguće primerenijim obimom obrtne imovine i obrnuto, ukoliko pri datoj obrtnoj imovini ima što je moguće manje kratkoročnih obaveza. U praksi među analitičarima se smatra da je vrednost od 2 orijentaciona norma za tumačenje stanja likvidnosti preduzeća na bazi ovog racija. Ovakvo stanovište je posledica uvažavanja dosta strogog pravila finansiranja koje je nasleđeno iz američke bankarske prakse prema kome odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza treba da bude 2:1. Danas se može reći da je ovo pravilo dosta relaksirano time što banke dozvoljavaju da odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza može biti čak i ispod odnosa 2:1, pre svega zbog toga što se u praksi pokazalo da takve relacije ne moraju biti pokazatelj pogoršane kreditne sposobnosti preduzeća, naročito ako je njegova profitabilnost na zavidnom nivou. Osnovni nedostatak ovog racija je u tome što zanemaruje sastav obrtne imovine, s obzirom na to da je primera radi, dinar u gotovini raspoloživiji za plaćanje od dinara u zalihama, koje su inače najnelikvidniji deo obrtne imovine.

Racio redukovane likvidnosti (Quick ratio)

Racio redukovane likvidnosti = Monetarna aktiva / Kratkoročne obaveze

Monetarna aktiva = Gotovina i gotovinski ekvivalenti + Kratkoročna potraživanja + Kratkoročni finansijski plasmani

Racio redukovane likvidnosti predstavlja dosta strožiji test likvidnosti preduzeća, zbog toga što se iz računice tj. njegovog brojioca isključuju zalihe koje uprkos relativno brzom obrtu, predstavljaju u celini ili svojim dobrim delom, trajno ulaganje preduzeća koje je dosta slično ulaganju u stalnu imovinu. U pozadini ovog racija nalazi se acid test (ljuti test), koji zahteva da odnos monetarne aktive i kratkoročnih obaveza bude barem 1:1, tako da je 1 orijentaciona norma za tumačenje ovog racija.

Ukoliko se vrednost racija redukovane likvidnosti kreće iznad jedan, to govori o izrazito snažnoj finansijskoj strukturi preduzeća koja se uglavnom vidi kroz natprosečno visok neto obrtni kapital i činjenicu da preduzeće iz dugoročnih izvora, pored zaliha finansira i jedan deo potraživanja. Nasuprot tome, ako je vrednost racija redukovane likvidnosti ispod jedan to govori o lošoj

finansijskoj poziciji preduzeća. Međutim, da li će takva pozicija i u kojoj meri ugroziti likvidnost zavisi prvenstveno od brzine obrta zaliha, brzine obrta potraživanja i spremnosti dobavljača i drugih kratkoročnih poverilaca da tolerišu eventualna kašnjenja u izmirivanju obaveza preduzeća.

Dinamička analiza likvidnosti

Dinamička analiza likvidnosti vrši se preko racija likvidnosti na bazi neto novčanog toka iz poslovanja (Cash ratio). Testiranje likvidnosti preduzeća preko ovog racija predstavlja novi koncept i prevazilazi osnovne nedostatke prethodna dva racija, pre svega statičnost.

Racio likvidnosti na bazi novčanog toka iz poslovanja = Novčani tok iz poslovanja / Prosečne kratkoročne obaveze

Racio likvidnosti na bazi novčanog toka iz poslovanja pokazuje sa koliko je dinara novčanog toka iz poslovanja preduzeća pokriven svaki dinar prosečnih obaveza u toku godine. Novčani tok iz poslovanja predstavlja priliv gotovine iz poslovnih operacija preduzeća nakon zadovoljenja potreba finansiranja obrtno imovine i podmirenja poslovnih obaveza

Ovde treba istaći da se novčani tok iz poslovanja stavlja u odnos sa prosečnim iznosom kratkoročnih obaveza iz razloga što su prilivi i odlivi gotovine po osnovu poslovne aktivnosti preduzeća pritali tokom cele poslovne godine kao posledica različitog stanja kratkoročnih obaveza, zbog čega je neophodno njihovo uprosečavanje. Obračunatu vrednost ovog racija treba uporediti sa iskustvenom normom (norma koja nije proistekla iz nekog tradicionalnog pravila finansiranja) ili granskim prosekom i na osnovu toga doneti zaključak o likvidnosti preduzeća.

Posebno treba naglasti, da prilikom upotrebe ovih racija za ocenu likvidnosti, treba voditi računa da u situaciji kada preduzeće raspolaže skromnim iznosima gotovine, to ne mora biti signal o narušenoj likvidnosti ukoliko ono ima mogućnost da se u veoma kratkom vremenskom periodu dodatno zaduži.

2.2.2.2 Racio analiza solventnosti

Analiza solventnosti se još naziva i analiza dugoročne finansijske sigurnosti, mada je moguće sresti je i pod nazivom analiza dugoročnog rizika ulaganja (investiranja) u neko preduzeće. Solventnost preduzeća se definiše kao sposobnost preduzeća da u roku i prema ranije ugovorenoj dinamici izmiruje troškove kamata i vrši otplate dugoročnih obaveza. Solventnost preduzeća zavisi od velikog broja faktora koji se mogu sistematizovati u tri velike grupe i to:

- Vrednost i struktura imovine kojom raspolaže preduzeće;
- Vrednost i struktura izvora finansiranja ili ukupnog kapitala;
- Profitabilnost ili zarađivačka moć (prinosna snaga) preduzeća.

Na osnovu ovoga se može zaključiti da je dugoročna finansijska sigurnost preduzeća određena njegovom imovinskom pozicijom, snabdevenošću preduzeća vlasničkim kapitalom u meri koja je prihvatljiva za dugoročne poverioce i njegovom zarađivačkom moći, odnosno prinosnom snagom.

Pri analizi solventnosti preduzeća koristimo sledeća racija, koja još nazivamo i racijima finansijskog leveridža⁵:

- Racio pokrića stalne imovine;
- Racio pokrića realne imovine;
- Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom;
- Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom;
- Racio zaduženosti;
- Racio pokrića obaveza neto novčanim tokom iz poslovanja;
- Racio pokrića kamata zaradom;
- Racio pokrića kamata neto novčanim tokom iz poslovanja.

Navedeni pokazatelji solventnosti tj. racija se mogu iskazati kao koeficijenti i/ili kao stope, pri čemu se, naravno, vrednost brojioca mora pomnožiti sa 100.

Racio pokrića stalne imovine

⁵ U ovom kontekstu englesku reč leverage možemo prevesti kao efekat poluge koji se u svetu korporativnih finansija koristi najpre da ilustruje odnos između dugova, sa jedne, i vlasničkog kapitala i imovine preduzeća, sa druge strane, a onda i da posluži kao svojevrsna mera prihvatljivog načina finansiranja aktivnosti preduzeća iz pozajmljenih izvora.

Racio pokrića stalne imovine = Kapital / Stalna imovina

Racio pokrića stalne imovine oslikava u kojoj meri je stalna imovina, kao najrizičniji deo aktive, finansirana vlasničkim kapitalom. Kao orijentaciona norma se uzima jedan. Ukoliko preduzeće ima racio pokrića imovine veći od jedan, znači da iz sopstvenih izvora pokriva celokupna ulaganja u stalnu imovinu i da jednim delom iz sopstvenih izvora finansira i obrtnu imovinu, pre svega jedan deo zaliha. Međutim, ako preduzeće ima racio pokrića stalne imovine manji od jedan to ne mora *a priori* da znači ugroženu dugoročnu finansijsku sigurnost, odnosno opadanje solventnosti, ukoliko preduzeće, u nedostatku vlastitog kapitala uspeva da podmiri ulaganja u stalnu imovinu iz kvalitetnih pozajmljenih izvora, kao što su dugoročne obveznice, povoljni dugoročni krediti i sl.

Racio pokrića realne imovine

Racio pokrića realne imovine = (Kapital + Dugoročna rezervisanja + Dugoročne obaveze) / Realna imovina

Realna imovina = Stalna imovina + Zalihe

Racio pokrića realne imovine oslikava upotrebu dugoročnih pozajmljenih izvora za finansiranja ne samo stalne imovine već i tzv. gvođenog stanja zaliha. Realna imovina ili radna kako se još naziva predstavlja imovinu koja stvara učinke. Orijetaciona norma ovog racija je jedan i nametnula su je opšteprihvaćena pravila finansiranja. Racio pokrića realne imovine oko ili viši od orijentacione norme pokazuje da preduzeće skoro celokupne zalihe finansira dugoročnim kapitalom, što dodatno ukazuje na visoki neto obrtni kapital. Nasuprot svemu ovome, ukoliko bi vrednost racija pokrića realne imovine bila značajno niža od orijentacione norme, situacija u pogledu dugoročne finansijske situacije ne bi bila ni malo sjajna, posebno ukoliko bi preduzeće imalo negativan neto obrtni kapital, odnosno ukoliko bi preduzeće iz kratkoročnih izvora finansiralo i jedan deo stalne imovine.

Prilikom tumačenja vrednosti racija pokrića stalne imovine i racija pokrića realne imovine u priličnoj meri se oslanjamo na tumačenje neto obrtnog kapitla, što i nije slučajno, s obzirom da u neto obrtnom kapitalu dugoročni poverioci prepoznaju svojevrsnu maržu sigurnosti za svoja ulaganja. S tim u vezi, važi pravilo, što veći neto obrtni kapital to je veća dugoročna finansijska sigurnost preduzeća i obrnuto.

Racija pokrića zaliha i obrtne imovine neto obrtnim kapitalom

Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom = Neto obrtni kapital / Zalihe

Neto obrtni kapital = Neto obrtna imovina = Kapital + Dugoročna rezervisanja + Dugoročne obaveze – Stalna imovina = Obrtna imovina – Kratkoročne obaveze

Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom = Neto obrtni kapital / Obrtna imovina

Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom i racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom upotrebljavaju se za potrebe dubljeg testiranja visine neto obrtnog kapitala i postojanja finansijske ravnoteže u jednom preduzeću. Za ova dva racija ne postoji orijentaciona norma, zbog toga što je visina neto obrtnog kapitala individualno uslovljena dejstvom brojnih različitih faktora, tako da je nemoguće definisati neku opšteprihvaćenu normu koja bi važila za sva preduzeća, nezavisno od toga čime se bave.

Racio zaduženosti

Racio zaduženosti = Ukupne obaveze / Kapital

Ukupne obaveze = Dugoročna rezervisanja + Dugoročne obaveze + Kratkoročne obaveze

Racio zaduženosti predstavlja jedan od najčešće korišćenih pokazatelja finansijskog leveridža. Ovaj racio pokazuje stepen opterećenosti vlasničkog kapitala ukupnim obavezama, pri čemu važi pravilo da što je manja vrednost racija zaduženosti to je veća sigurnost dugoročnih poverilaca, kao i solventnost preduzeća. U praksi se sve češće mogu sresti preduzeća čiji racio zaduženosti beleži vrednosti koje su značajno iznad jedan. Takve vrednosti su uobičajeno posledica dominirajućeg učešća obaveza u ukupnom kapitalu preduzeća, odnosno njegovog, uslovno rečeno, visokog stepena zaduženosti. Visok stepen zaduženosti ne mora uvek da znači i ugroženu solventnost tj. dugoročnu nesigurnost. Naime, ukoliko menadžment preduzeća efikasno upravlja ukupnom imovinom, pogotovo obrtnom imovinom, ono će proizvesti sve više prihoda u kojima uz stalnu brigu o troškovima mora održavati ili eventualno povećati udeo dobitka. Samo u takvim okolnostima preduzeće neće imati problema sa dugoročnom finansijskom sigurnošću uprkos dominirajućem učešću obaveza u ukupnom kapitalu. Sa ovom

pričom nikako ne bi trebalo mešati prezadužena preduzeća, koja su kroz gubitak pojela vlasnički kapital i kod kojih imovina nije dovoljna za pokriće ukupnih obaveza.

Racio pokrića ukupnih obaveza neto novčanim tokom

Racio pokrića ukupnih obaveza neto novčanim tokom = Novčani tok iz poslovanja / Prosečne ukupne obaveze

Racio pokrića ukupnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovanja, je još jedan racio koji meri izloženost dugoročnim finansijskim rizicima. Orijentaciona norma ovog racija je 0,2, i ukoliko preduzeće ima ovaj racio oko ili viši od ove orijentacione norme znači da nije izloženo dugoročnom finansijskom riziku. U informacionom smislu značajna je i recipročna vrednost ovog racija, jer ona pokazuje za koliko godina preduzeće može vratiti ukupne obaveze iz internih izvora.

Racio pokrića kamata zaradom preduzeća

Racio pokrića kamata zaradom preduzeća = EBIT⁶ / Troškovi kamata

Racio pokrića kamata zaradom preduzeća, pri čemu je zarada u ovom slučaju definisana kao zbir neto dobitka, troškova kamata i poreza na dobitak (EBIT). Putem ovog racija meri se koliko ima prostora između troškova kamata i zarada preduzeća. U načelu važi pravilo da što je veći ovaj prostor to će potraživanja dugoročnih poverilaca biti sigurnija. Orijentaciona norma ovog racija je od 5-7. Pošto ovaj racio ne pokazuje da li preduzeće ima dovoljno gotovine da otplati dugove po njihovom dospeću, što je za analizu solventnosti ovde od suštinske važnosti, to ga treba dopuniti raciom pokrića kamata neto novčanim tokom iz poslovanja.

Racio pokrića kamata neto novčanim tokom = Novčani tok iz poslovanja / Troškovi kamata

2.2.2.3 Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima

⁶ EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) je dobit pre kamata i poreza

Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima u ekonomskom svetu se poistovećuje sa analizom obrta, koja se kao takva nalazi u sedištu racio analize finansijskih izveštaja. Koeficijentima obrta meri se brzina nadoknade ulaganja u pojedine imovinske delove i vreme vezivanja pojedinih delova imovine preduzeća. U osnovi analize obrta nalazi se poređenje planiranih i/ili ostvarenih ulaganja kapitala u određene imovinske delove, sa jedne, i planiranih i/ili ostvarenih efekata (najčešće u formi prihoda od prodaje) koji proističu iz tih ulaganja, sa druge strane. Ukoliko se u fokusu ove analize nalaze ulaganja u ukupnu ili stalnu imovinu, onda analiza njihovog obrta mora biti sračunata na testiranje sposobnosti takve imovine da stvara prihode preduzeću. Nasuprot tome, ako se analiza efikasnosti ograničava na uloženi kapital u obrtnu imovinu i njene delove (pre svih, zalihe i potraživanja) onda u osnovi takve analize mora biti mnogo više testiranje brzine vraćanja celokupne obrtne imovine i/ili njenih delova u početni novčani oblik, nego testiranje njihovih prihodnih sposobnosti.

Posebno treba naglasiti da se efikasno upravljanje imovinom i kapitalom nalazi u direktnoj vezi sa likvidnošću, solventnošću i profitabilnošću preduzeća i zbog toga se analiza obrta nalazi u sedištu analize finansijskih izveštaja. Efikasnije upravljanje imovinom, prvenstveno obrtnom imovinom i njenim delovima, rezultiraće povećavanjem broja obrta i bržem oslobađanju novčanih sredstava koja su potrebna za plaćanje dospelih kratkoročnih obaveza. Brži obrt sredstava znači manji stepen njihove zauzetosti, samim tim smanjuje se potreba za zaduživanjem preduzeća u cilju finansiranja tih sredstava, takođe kroz brži obrt sredstava oslobađa se i više novčanih sredstava koja se jednim delom mogu upotrebiti i za plaćanje dospelih otplata i kamata za dugoročne obaveze, što obezbeđuje i veću dugoročnu finansijsku sigurnost. Pored svega navedenog, treba imati u vidu da obrt ukupne imovine i vlasničkog kapitala predstavlja multiplikator profitabilnosti zbog čega povećavanje obrta, odnosno podizanje sposobnosti stvaranja prihoda u kojima će biti sadržan postojeći ili povećan udeo dobitka, rezultuje povećavanjem profitabilnosti preduzeća.

Ključna racija koja na smislen način opisuje efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom su:

- Racio obrta poslovne imovine;
- Racio obrta fiksne imovine;
- Racio obrta vlasničkog kapitala;
- Racio obrta obrtne imovine;
- Racio obrta zaliha;
- Racio obrta potraživanja od kupaca;

- Racio obrta obaveza prema dobavljačima.

Veoma često se u kombinaciji sa prethodno navedenim pokazateljima koristi i pokazatelj vremena trajanja obrta koji se za svaki od navedenih racija dobija tako što se 365 (366 ako je u pitanju prestupna godina) ili 12 podeli sa vrednošću racija obrta u zavisnosti od toga da li se vreme trajanja obrta želi iskazati u danima ili mesecima. U praksi se najčešće vreme trajanja obrta iskazuje u danima.

Racio obrta poslovne imovine

Racio obrta poslovne imovine = Prihod od prodaje / Prosečna poslovna imovina

Racio obrta poslovne imovine predstavlja najopštiji pokazatelj efikasnosti upravljanja ukupnom imovinom preduzeća. Ovim raciom se meri efikasnost kojom preduzeće koristi svoju imovinu kako bi realizovalo prodaju tj. pokazuje koliko puta se u toku jedine godine ukupna poslovna imovina obrne kroz prihode od prodaje. Sa stanovišta likvidnosti, solventnosti i pre svega profitabilnosti, bolje je ukoliko je ovaj racio obrta što veći, odnosno ukoliko preduzeće efikasnije upošljava svoju imovinu. Maksimiziranje racija obrta poslovne imovine je određeno maksimiziranjem parcijalnih racija obrta njenih sastavnih delova, pre svih maksimiziranjem obrta obrtne imovine, a unutar nje maksimiziranjem obrta zaliha i potraživanja od kupaca. Ovde posebno treba istaći neraskidivu vezu između ovog pokazatelja i pokazatelja profitabilnosti preduzeća. Ovu neraskidivu vezu treba posmatrati tako da povećavanje broja obrta ukupne poslovne imovine, pri postojećoj dobitnosti prihoda od prodaje, rezultuje većom profitabilnošću preduzeća i obrnuto. Pored toga, ukoliko pri svemu ovome poraste učešće dobitka u prihodima od prodaje, onda ubrzavanje obrta poslovne imovine stvara multiplikovani efekat povećavanja profitabilnosti preduzeća.

Racio obrta fiksne imovine

Racio obrta fiksne imovine = Prihod od prodaje / Prosečna fiksna imovina

Racio obrta fiksne imovine predstavlja pokazatelj efikasnosti dugoročnih ulaganja u jedno preduzeće. U suštini on oslikava prihode od prodaje koji nastaju kao posledica određenih investicija u proizvodno-prodajne kapacitete. Kod tumačenja ovog racija posebno treba obratiti pažnju na fazu životnog ciklusa u kojoj se nalazi dato preduzeće. U inicijalnoj fazi potpuno je

realno očekivati niske vrednosti ovog racija koje nastaju kao posledica isuviše malog obima poslovne aktivnosti u odnosu na veličinu instaliranih kapaciteta. Kako raste obim proizvodnje i obim prodaje, obrt fiksne imovine beležiće trend rasta sve dok poslovna aktivnost ne dostigne punu iskorišćenost instaliranih kapaciteta. Nakon toga, u preduzeću obično dolazi do preduzimanja novih kapitalnih ulaganja u proizvodne kapacitete što obara racio obrta fiksne imovine, sve dok obim prodaje ponovo ne sustigne povećane instalirane kapacitete. Taj trenutak je poznat kao tačka zrenja, nakon koje sledi faza opadanja kada racio obrta fiksne imovine počinje ponovo da pada zbog nemogućnosti privlačenja novih kapitalnih investicija i posledičnog pada obima prodaje.

Ovde posebno treba voditi računa da je racio obrta fiksne imovine uslovljen vremenskim trenutkom nabavke i/ili izgradnje osnovnog sredstva. Tako preduzeće koje ima stara obrtna sredstva imaće veći racio obrta i obrnuto, ovo zbog toga što će visoke ispravke vrednosti smanjiti neto sadašnju vrednost osnovnih sredstava. Taj efekat će biti utoliko izraženiji ukoliko preduzeće primenjuje ubrzano otpisivanje koje ne mora da korespondira sa stvarnim povećanjem efikasnosti u sveri proizvodnje. Zbog ovih činjenica, analitičari ovaj racio izračunavaju na osnovu bruto vrednosti fiksne imovine, odnosno vrednosti pre obračuna amortizacije.

Racio obrta vlasničkog kapitala

Racio obrta vlasničkog kapitala = Prihod od prodaje / Prosečan vlasnički kapital

Racio obrta vlasničkog kapitala oslikava efikasnost upotrebe vlasničkog kapitala. Naravno što je ovaj racio viši to je bolje i treba ga porediti u odnosu na granski prosek. Ukoliko je racio obrta vlasničkog kapitala veći od racija obrta poslovne imovine to je efekat finansiranja dela poslovne imovine iz pozajmljenih izvora, i on se u korporativnim finansijama popularno naziva efekat finansijskog leveridža.

Racio obrta obrtne (tekuće) imovine

Racio obrta obrtne imovine = Prihod od prodaje / Prosečna obrtna imovina

Racio obrta obrtne imovine pokazuje koliko se dinara prihoda od prodaje ostvari na svaki dinar uloženi u ovaj oblik imovine, odnosno pokazuje koliko se puta prosečno angažovana obrtna

imovina obrnula, odnosno vratila u prvobitan novčani oblik. Pozitivan trend ovog racija, kao i vrednost veća od granskog proseka oslikavaju efikano upravljanje obrtnom imovinom, i u prvom redu pozitivno se odražava na likvidnost i solventnost, a posredno preko racija obrta ukupne poslovne imovine i na profitabilnost preduzeća.

Racio obrta zaliha

Racio obrta zaliha = Prihod od prodaje / Prosečne zalihe

Racio obrta zaliha pokazuje koliko se puta zalihe vrte u početni novčani oblik odnosno pokazuje vremenski period njihovog zadržavanja u preduzeću. Pošto su zalihe najneposrednije povezane sa prihodima, to povećavanje obrta zaliha rezultira u povećavanju prihoda u masi, zatim manjim angažovanjem skupih i najčešće pozajmljenih sredstava u ovom obliku imovine, i rezultira bržem oslobađanju gotovine koja je neophodna za izmirivanje dospelih kratkoročnih i dugoročnih obaveza. Brži obrt zaliha rezultira većom likvidnošću i solventnošću, a posredno ima pozitivan uticaj i na povećavanje profitabilnosti.

U praksi, analitičari se veoma često nezadovoljavaju obračunom i tumačenjem zbirnog racija obrta zaliha i vrše obračun i tumačenje kretanja tzv. parcijalnih obrta zaliha, kao što su:

- Racio obrta materijala;
- Racio obrta nedovršene proizvodnje;
- Racio obrta gotovih proizvoda;
- Racio obrta robe.

Tehnika analize ovih racija je ista kao i racija obrta zaliha, a formule za izračunavanje su:

Racio obrta materijala = Troškovi materijala / Prosečna vrednost zaliha materijala

Racio obrta nedovršene proizvodnje = Cena koštanja završenih proizvoda / Prosečna vrednost zaliha nedovršene proizvodnje

Racio obrta gotovih proizvoda = Cena koštanja prodatih proizvoda / Prosečna vrednost zaliha gotovih proizvoda

Racio obrta robe = Prihod od prodaje robe / Prosečna vrednost zaliha robe

Racio obrta potraživanja od kupaca

Racio obrta potraživanja od kupaca = Prihod od prodaje / Prosečna potraživanja od kupaca

Racio obrta potraživanja od kupaca pokazuje efikasnost naplate potraživanja, tj. koliko puta u toku godine preduzeće naplaćuje svoja potraživanja od kupaca. Ovaj racio takođe polazi od ukupnih prihoda od prodaje koji se umanjuje za iznos prihoda koji su ostvareni internom realizacijom ili tzv. internim aktiviranjem učinaka, pošto se radi o prihodima koji nisu ostvareni na eksternom tržištu kroz pravu prodaju proizvoda ili usluga. Ukupni prihodi od prodaje se moraju korigovati i za iznos prihoda ostvaren prodajom za gotovo.

Kada broj dana u godini (365 ili 366) podelimo sa vrednošću racija obrta potraživanja od kupaca dobijamo racio kreditiranja kupaca, koji predstavlja prosečnu dužinu vremenskog perioda u kome preduzeće beskamatno kreditira kupce.

Racio obrta obaveza prema dobavljačima

Racio obrta obaveza prema dobavljačima = Ukupna nabavka / Prosečne obaveze prema dobavljačima

Ukupna nabavka se odnosi na ukupnu godišnju potrošnju koja se koriguje naviše u slučaju povećavanja vrednosti zaliha materijala i robe, odnosno naniže u slučaju njihovog smanjenja. Ukupna godišnja potrošnja se dobija sabiranjem sledećih pozicija: nabavna vrednost realizovane robe, troškovi direktnog materijala, troškovi ostalog materijala, troškovi goriva i energije i troškovi proizvodnih usluga.

Racio obrta obaveza prema dobavljačima pokazuje efikasnosti preduzeća u pogledu izmirivanja obaveza prema dobavljačima. Deljenjem broja dana u godini sa vrednošću ovog racija dobijamo prosečan period u kome dobavljači beskamatno kreditiraju preduzeće (poznatiji kao racio regulisanja obaveza prema dobavljačima).

Svi gore navedeni raciji obrta imaju barem dvostruku analitičku vrednost. Prva vrednost je što predstavljaju osnovu za ocenu postignutih performansi, a druga je njihova projekciona mogućnost tj. mogućnost predviđanja budućih performansi.

2.2.2.4 Racio analiza profitabilnosti

Finale racio analize finansijskih izveštaja preduzeća obično je rezervisano za merenje i analizu profitabilnosti, koja predstavlja sposobnost preduzeća da kreira dodatnu vrednost sa svojim novcem, odnosno jednostavno rečeno sposobnost preduzeća da zaradi više nego što potroši (uloži). Racio analiza profitabilnosti sprovodi se pomoću nekoliko različitih i istovremeno međusobno povezanih pokazatelja, koji se mogu podeliti u dve velike grupe. Prvu grupu čine pokazatelji profitabilnosti (dobitnosti) prihoda u čijoj osnovi se nalazi utvrđivanje procentualnog učešća dobitka u prihodima koji su ostvareni prodajom učinaka na eksternom i internom tržištu. Drugu grupu čine različite stope prinosa na ukupno uloženi kapital i /ili stope prinosa na ukupnu imovinu. Zbog mogućnosti uzimanja u obzir različitih oblika dobitka (poslovni dobitak, neto dobitak posle oporezivanja, neto dobitak uvećan za troškove kamata korigovane za poreske uštede, neto dobitak pre oporezivanja, neto dobitak pre plaćanja poreza i naknada kamata, neto dobitak korigovan za preferencijalne dividende) i različitih varijanti uloženog kapitala (celokupan vlasnički kapital, kapital koji pripada običnim akcionarima, dugoročni kapital preduzeća, ukupni kapital, ukupna imovina i sl.) u praksi se pojavljuje više verzija obračuna stopa prinosa namenjenih merenju, analizi i upravljanju ukupnom profitabilnošću preduzeća.

Kako u vezi sa obračunom brojioca i imenioca ovih pokazatelja ne postoji univerzalno pravilo niti univerzalna definicija to prilikom njihove upotrebe moramo biti svesni razlika u obračunatim vrednostima i biti dosledni u primeni bilo kog mogućeg rešenja.

U skladu sa navedenim ograničenjima ovde ću navesti nekoliko pokazatelja profitabilnosti koji su sa mog aspekta najvažniji i to su:

$$\text{EBITDA marža} = \text{EBITDA}^7 / \text{Poslovni prihodi} * 100$$

$$\text{EBIT marža} = \text{EBIT}^8 / \text{Poslovni prihodi} * 100$$

⁷ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) je dobit pre kamata, poreza i amortizacije.

⁸ EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) je dobit pre kamata i poreza.

$EBT \text{ marža} = EBT^9 / \text{Poslovni prihodi} * 100$

$\text{Neto profitna marža} = \text{Neto dobitak} / \text{Poslovni prihodi} * 100$

$\text{Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA)} = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečna poslovna imovina}$

$\text{Stopa prinosa na vlasnički kapital (ROE)} = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečan kapital}$

2.3 Procena vrednosti preduzeća

Procena vrednosti preduzeća (valuacija) podrazumeva donošenje suda o njegovoj vrednosti. To je zapravo proces određivanja vrednosti preduzeća u određenom vremenskom trenutku, a baziran je na istorijskim i sadašnjim informacijama, paralelno sa očekivanim budućim poslovanjem ciljnog preduzeća, a u kontekstu celokupnih privrednih kretanja i uvažavanja svih specifičnosti samog preduzeća.

Ne postoji jedan, univerzalni metod koji daje apsolutno tačnu vrednost preduzeća. S obzirom na to da vrednost preduzeća zavisi od velikog broja faktora koji se menjaju tokom vremena, razvijen je čitav niz tehnika koje omogućavaju utvrđivanje vrednosti preduzeća. Ove tehnike se mogu klasifikovati u tri osnovna pristupa:

- Pristup baziran na prihodima (Income Base Approach);
- Pristup baziran na imovini (Asset Base Approach);
- Tržišni pristup (Market Approach).

2.3.1 Pristup baziran na prihodima

Pristup baziran na prihodima podrazumeva dugoročni pogled na poslovanje preduzeća. Okrenut je budućnosti i suštinskom razumevanju glavnih generatora prihoda, rashoda i posledično novčanih tokova. Ovaj pristup uključuje metod diskontovanja novčanih tokova (Discounted Cash Flow, DCF) koji procenjuje vrednost preduzeća tako što izračunava neto sadašnju vrednost novčanih tokova koji će biti ostvareni kroz poslovanje preduzeća.

⁹ EBT (Earnings Before Taxes) je dobit pre poreza.

Po metodu diskontovanja novčanih tokova¹⁰ (Discounted Cash Flow, DCF), vrednost preduzeća predstavlja zbir sadašnjih vrednosti budućih novčanih tokova koje će generisati preduzeće, odnosno predstavlja očekivane buduće novčane tokove diskontovane na sadašnju vrednost po stopi koja reflektuje rizike posmatranih novčanih tokova.

Koraci metoda diskontovanja novčanih tokova su:

- Analiza preduzeća i njegovih istorijskih performansi;
- Predviđanje budućeg poslovanja;
- Određivanje slobodnog novčanog toka
- Utvrđivanje diskontne stope;
- Izračunavanje rezidualne vrednosti;
- Određivanje vrednosti preduzeća

Metoda diskontovanog novčanog toka je danas široko rasprostranjena metodologija procene vrednosti preduzeća. Kako je već istaknuto, ključ njene popularnosti i opšte prihvaćenosti leži u činjenici da raščlanjava poslovanje preduzeća na pojedinačne operacije i identifikuje glavne generatore vrednosti. Tako, na osnovu procene vrednosti preduzeća ovom metodologijom, jasno se može razumeti zašto je vrednost tolika i šta treba menadžer da učini da bi se ta vrednost povećala.

2.3.2 Pristup baziran na imovini

Pristup baziran na imovini u centar analize postavlja resurse preduzeća, odnosno sabira vrednosti pojedinih delova preduzeća i suprotstavlja im ukupne obaveze. Ovaj pristup se bazira na knjigovodstvenoj i likvidacionoj vrednosti preduzeća.

2.3.2.1 Knjigovodstvena vrednost preduzeća

Knjigovodstvena vrednost preduzeća predstavlja razliku između ukupnih sredstava preduzeća (njegove aktive) i obaveza. Kao parametar, ona ima nedostatke koji se prevashodno odnose na

¹⁰ Diskontovani novčani tok prvi put pominje John Burr Williams davne 1938. godine u svom radu *The Theory of Investment Value* koji je objavljen neposredno posle sloma američkog finansijskog tržišta 1929. godine.

ograničenja računovodstvenog sistema koji se upotrebljava. Kao što je poznato, pozicije aktive se obično knjiže u skladu sa principom istorijskog troška, tj. nabavne vrednosti umanjene za ispravku vrednosti, dok se obaveze knjiže prema njihovoj nominalnoj vrednosti. Pozicije nematerijalnih sredstava se ne pojavljuju u bilansu sve dok se ne materijalizuju kroz npr. preuzimanje (akviziciju) preduzeća (goodwill). Takođe, potencijalna sredstva/obaveze (contingent assets/ liabilities) se obično ne pojavljuju u bilansu. Potencijalna sredstva/ obaveze su recimo, sudski procesi u kojima je preduzeće tužilac ili tuženi, i od čijeg ishoda može nastati potraživanje ili obaveza u bilansu stanja. Zbog toga, knjigovodstvena vrednost preduzeća može biti potcenjena ili precenjena u odnosu na njegovu tržišnu vrednost. Svi ovi faktori utiču na to da na dugi rok tradicionalni računovodstveni sistem izveštavanja nije u stanju da adekvatno izrazi vrednost preduzeća, i da razlike između knjigovodstvene vrednosti i prave vrednosti preduzeća, vremenom postaju sve veće.

Računanje knjigovodstvene vrednosti preduzeća ima smisla prilikom procene vrednosti preduzeća koja se bave finansijskim uslugama ili distribucionih preduzeća, jer kod ovakvih preduzeća likvidna sredstva često čine značajan procenat ukupne aktive.

2.3.2.2 Likvidaciona vrednost preduzeća

Likvidaciona vrednost preduzeća je jednaka razlici između tržišne vrednosti njegove aktive prema cenama koje bi se mogle postići u slučaju likvidacije i tržišne vrednosti njenih obaveza i troškova likvidacije preduzeća. Likvidaciona vrednost podrazumeva cenu sredstava preduzeća koja bi se mogla postići u slučaju likvidacije ako bi se ona prodavala pojedinačno. Sama likvidacija preduzeća može biti rezultat bankrotstva preduzeća ili dobrovoljna likvidacija, kada vlasnici procene da je likvidaciona vrednost preduzeća veća od going concern vrednosti.¹¹

U praksi, obračun likvidacione vrednosti preduzeća zahteva angažovanje profesionalnih procenjivača. U nekim slučajevima, troškovi nadoknada za procenjivače, pravne i finansijske savetnike mogu predstavljati značajan izdatak. Likvidacione vrednosti pojedinačnih sredstava se razlikuju po granama privrede. One takođe zavise od celokupnog stanja u privredi i od toga koliko brzo treba prodati aktivu da bi se izmirile obaveze prema poveriocima.

¹¹ Going concern vrednost se obično definiše kao vrednost preduzeća koja je veća od prostog zbira vrednosti njegovih delova

Analitičari često procenjuju likvidacionu vrednost preduzeća kako bi utvrdili minimalnu vrednost preduzeća u slučaju najnepovoljnijeg scenarija, tj. bankrotstva. Pri tom se pretpostavlja da postoji razuman vremenski period (od 9 do 12 meseci) u toku koga je potrebno izmiriti obaveze prema poveriocima. Pod ovakvim uslovima, kvalitetna potraživanja se mogu prodati za 80-90% od njihove knjigovodstvene vrednosti. Zalihe se takođe mogu prodati za 80-90% od knjigovodstvene vrednosti, u zavisnosti od njihovog stanja i stepena zastarelosti. Brži proces likvidacije može oboriti vrednost zaliha na 60-65% knjigovodstvene vrednosti. Likvidaciona vrednost opreme najviše fluktuiira, u zavisnosti od njene starosti, zastarelosti i stanja u kome se nalazi.

2.3.3 Tržišni pristup

Tržišni pristup polazi od pretpostavke da je tržište efikasno u smislu da tekuće vrednosti preduzeća utvrđene na tržištu sadrže sve trenutno raspoložive informacije. Tržišni pristup obuhvata sledeće metode procene vrednosti:

- Metod cenovnih množioca (P/E, P/B, P/S i P/CF)
- Metod uporednih preduzeća
- Metod uporednih transakcija

2.3.3.1 Metod cenovnih množioca

Cenovni množioc predstavlja odnos ili racio cene akcija i neke fundamentalne varijable po akciji (dobit, prodaja, tok gotovine, poslovni rezultat, itd). Takođe se mogu izračunati i kao odnos ukupne tržišne kapitalizacije¹² i ukupne fundamentalne veličine. Ukoliko se radi o preduzeću koje nije akcionarsko društvo do množilaca se dolazi tako što se ukupna vrednost sopstvenog kapitala (to bi trebalo da bude procenjena tržišna vrednost kapitala) podeli sa ukupnom vrednošću fundamentalne varijable.

$$PM = P / F$$

Gde su:

PM - cenovni množioc (Price Multiple)

P - cena po akciji

¹² Tržišna kapitalizacija se izračunava tako što se cena akcije pomnoži sa ukupnim brojem emitovanih akcija.

F – fundamentalna veličina po akciji

Cenovni množiocci služe investitorima da brzo i jednostavno dođu do slike o vrednosti preduzeća. Međutim, investitori se nikako ne mogu oslanjati samo na vrednovanje pomoću množilaca, jer je ovaj metod vrednovanja veoma uprošćen. Najčešće korišćeni množiocci su:

- P/E (Price to Earnings);
- P/B (Price to Book);
- P/S (Price to Sales);
- P/CF (Price to Cash Flow).

P/E racio

P/E racio predstavlja odnos cene akcije i neto dobitka po akciji ili tržišne kapitalizacije i ukupne neto dobiti. Postoje dve osnovne verzije ovog racija:

Istorijski P/E = Trenutna cena akcije / Neto dobit po akciji u prethodnoj godini
ili

Istorijski P/E = Tržišna kapitalizacija / Neto dobit u prethodnoj godini

Budući P/E = Trenutna cena akcije / Neto dobit po akciji u narednoj godini
ili

Budući P/E = Tržišna kapitalizacija / Neto dobit u narednoj godini

Za vrednovanje se mogu koristiti obe verzije ovog racija, ali treba znati da istorijski P/E nije dobar za vrednovanje ukoliko se u narednoj godini očekuju veće promene u poslovanju, dok budući P/E nije od koristi ako preduzeće ima izuzetno promenljiv nivo neto rezultata. P/E predstavlja jedan od najčešće korišćenih cenovnih množilaca u praksi.

P/B racio

P/B racio predstavlja odnos cene akcije i vrednosti sopstvenog kapitala iz bilansa stanja po akciji. Može se izračunati i tako što se tržišna kapitalizacija podeli sa ukupnom vrednošću kapitala

$P/B = \text{Cena akcije} / \text{Sopstveni kapital po akciji}$

ili

$P/B = \text{Tržišna kapitalizacija} / \text{Sopstveni kapital}$

P/S racio

P/S racio predstavlja odnos cene akcije i vrednosti prihoda od prodaje po akciji. Još se može izračunati i tako što se tržišna kapitalizacija podeli sa ukupnom vrednošću prihoda od prodaje.

$P/S = \text{Cena akcije} / \text{Prihod od prodaje po akciji}$

ili

$P/S = \text{Tržišna kapitalizacija} / \text{Prihod od prodaje}$

P/CF racio

P/CF racio predstavlja odnos između cene akcije i tokova gotovine po akciji. Još se može izračunati tako što se tržišna kapitalizacija podeli sa ukupnom vrednošću tokova gotovine.

$P/CF = \text{Cena akcije} / \text{Tokovi gotovine po akciji}$

ili

$P/CF = \text{Tržišna kapitalizacija} / \text{Tokovi gotovine}$

Kao tok gotovine mogu se uzeti razne vrednosti, kao što su:

- Dobit + troškovi koji nemaju karakter gotovine;
- Slobodni novčani tok preduzeća (FCFF);
- Tokovi gotovine iz poslovnih aktivnost;
- EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization).

2.3.3.2 Metod uporednih preduzeća

Metod uporedivih preduzeća, kao metod procene vrednosti preduzeća, sadrži sledeće korake:

- Identifikovanje Peer grupe¹³;
- Utvrđivanje cenovnih množilaca za celu grupu;
- Izračunavanje prosečne vrednosti množilaca;
- Izračunavanje mediane ukoliko se pojave ekstremi.

Procena vrednosti preduzeća primenom metode uporedivih preduzeća započinje identifikovanjem peer grupe odnosno pronalaženjem preduzeća koja su veoma slična sa posmatranim preduzećem. Zatim se za svako preduzeće iz peer grupe utvrđuju dati cenovni množioc. Izračunati množioc se upoređuju i izračunava se njihova aritmetička sredina ili mediana (ukoliko se pojave ekstremi) koja se zatim množi sa odgovarajućom fundamentalnom veličinom i tako se dolazi do vrednosti preduzeća.

Primena metode procene vrednosti preduzeća pomoću uporedivih preduzeća podrazumeva pronalaženje preduzeća koja su veoma slična sa posmatranim preduzećem. Glavna prednost ovog pristupa se zasniva na činjenici da koristi tržišno zasnovane veličine, a ne pretpostavke, kao što je to slučaj sa metodom diskontovanog novčanog toka. Zahvaljujući ovoj karakteristici, metod uporedivih preduzeća se smatra objektivnijim od alternativnih pristupa.

Procena vrednosti na bazi uporedivih preduzeća podrazumeva implicitno dve pretpostavke. Prvo, pretpostavlja se da će slobodan novčani tok uporedivih preduzeća rasti po istoj stopi i da su istog stepena rizika kao i firme čija se vrednost procenjuje. Drugo, vrednost preduzeća će varirati u direktnoj proporciji sa promenom u konkretnom pokazatelju performansi (na primer, ukoliko očekivani prihod posmatranog preduzeća poraste za 10%, očekivana vrednost će takođe porasti za isti procenat). Ukoliko se ove pretpostavke potvrde, rezultat procene vrednosti na bazi ovog metoda će biti mnogo pouzdaniji u odnosu na metod diskontovanog novčanog toka, budući da se ovaj metod zasniva na sadašnjim tržišnim očekivanjima o visini budućih slobodnih novčanih tokova i diskontnoj stopi. Međutim, u stvarnosti je veoma teško naći idealno uporediva preduzeća u smislu stope rasta njihovih novčanih tokova i rizika. Takođe, ne postoji konkretan odgovor na pitanje koji pokazatelj performansi (npr. prihodi od prodaje, poslovni dobitak, neto dobitak) je najpogodniji za poređenje.

Osnovno ograničenje ovog metoda se sastoji u nemogućnosti pronalaženja preduzeća koja su u potpunosti uporediva sa posmatranim preduzećem. Drugim rečima, u praksi je često nemoguće

¹³ Peer grupa predstavlja uzorak sličnih preduzeća za koje možemo da utvrdimo množioce.

pronaći sasvim uporediva preduzeća u smislu tržišta koje se opslužuje, proizvodnog asortimana, stepena zaduženosti i ukupne veličine. Čak i u slučaju da se pronađu takva preduzeća, postoji verovatnoća da će se racio brojevi razlikovati u zavisnosti od vremenskog trenutka u kome se posmatraju. Kao posledica, mogu postojati značajna odstupanja u procenjenoj vrednosti kod poređenja koja se prave u različitim vremenskim periodima. Ova odstupanja se mogu minimizirati uzimanjem proseka za šestomesečni ili jednogodišnji period.

2.3.3.3 Metod uporednih transakcija

Metod uporedivih transakcija je veoma sličan prethodno objašnjenom metodu. Multiplikatori koji se koriste za procenu vrednosti preduzeća se dobijaju deljenjem cene koja je plaćena za preduzeća, koja su nedavno preuzeta od strane drugih preduzeća sa nekim od pokazatelja kao što su P/E racio, obim prodaje i prihoda, novčani tok, i sl. Kao što se iz same definicije može zaključiti, glavno ograničenje ove metode jeste pronalažanje uporedivih transakcija koje su se desile relativno nedavno.

Kada se vrednost preduzeća proceni, sledi proces pregovaranja, proces gde se svi aspekti preuzimanja ili spajanja razmatraju. Dva preduzeća moraju da se dogovore oko uslova kupovine, tehničkih aspekta, kao i oko obaveza koje preduzeće mora ispuniti. Jedan od važnijih aspekta oko koga se preduzeća moraju dogovoriti, jeste način isplate, odnosno način finansiranja M&A strategije. Kao što je ranije bilo napomenuto, to može biti u novcu, akcijama, preko instrumenta duga, ili kombinacijom prethodno navedenih načina.

2.4 Sklapanje ugovora

Konačno, kada se ciljno preduzeće složi sa tenderskom ponudom i sa regulatornim zahtevima, M&A transakcija se kreće dešavati po utvrđenim pravilima koja su preduzeća postavila. Međutim, kada je tenderska ponuda objavljena, nema garancije da će se preuzimanje desiti po toj ceni. Vrlo često se dešava da preduzeća moraju povećati tu cenu, kako bi došlo do M&A transakcije. U nekim slučajevima, dogovor može da bude poništen. O odlučivanju da li će tender biti prihvaćen ili ne odlučuje svakako menadžment samog preduzeća, ali isto tako i akcionari preduzeća koje se preuzima. U posebnim slučajevima, čak i kada menadžment i akcionari

pristanu na M&A transakciju, nju mogu osporiti i poništiti regulatorna tela koja se u toj državi nalaze, zapravo reč je o anti-trust zakonu, koji je donet da bi se proces monopolizacije sprečio.

2.5 Post-merdžer integracija

Post-merdžer integracija je verovatno proces o kojem se najviše govorilo kada je u pitanju M&A strategija. Postoje mnoge zvanične literature, case study istraživanja o tome koliko uspeh, odnosno neuspeh post-merdžer integracije u velikoj meri utiče na krajnji ishod M&A strategije. Faktori koji mogu uticati na uspešnost post-merdžer perioda jesu: veličina preduzeća koje se preuzima, da li je u pitanju domaće preuzimanje ili prekogranično, koji su kulturalni akpeki države u kojoj se merdžer odvija, socijalizacija, koja je razlika u organizacionim kulturama, da li postoji dovoljno dug period upoznavanja i da li se organizuju zajednički socijalni događaji, da li postoje rotacije radnih mesta i dr.

Pored sagledavanja faktora koji utiču na uspešnost post-merdžer perioda, menadžment preduzeća takođe mora uzeti u obzir pitanja kao što su, kako će preduzeće realizovati očekivanu sinergiju, zatim da li će preduzeće kreirati timove koji će sprovoditi post-merdžer integraciju, da li je lakše integrirati preduzeće iz celosti ili deo po deo, koji deo preduzeća je lakše ili teže integrirati i dr.

Post-merdžer integracija se može podeliti u dve kategorije: jedna kategorija podrazumeva stvaranje operacione sinergije (task integration), dok druga podrazumeva kreiranje pozitivnog stava preuzete kompanije prema integraciji (human integration). Pored dve uopštene kategorije post-merdžer integracije, takođe postoje i tri različite integracione tipologije:

- Soft avoiding integration – kao što sam naziv govori, ima za cilj očuvanje vrednosti obe kompanije. Integracija se odvija lagano, a poverenje se uspostavlja postepenim učenjem jedne kompanije o drugoj. Kod ovog tipa integracije, akcenat je dat na ljudskoj integraciji, dok je organizaciona integracija zanemarena.
- Hard or controlling integration – je totalno suprotan način post-merdžer integracije, koji pokušava da izbegne moguće kulturalne sukobe i otpor zaposlenih, što je brže moguće. Hard or controlling integraion može postići funkcionalnu i organizacionalnu integraciju, ali po velikoj ceni, koja se odnosi na otpor zaposlenih.

- Co-competence integration – se fokusira na iskorišćavanju kompetentnosti (znanja) dveju kompanija. Ovo zahteva intenzivnu interakciju i učenje između dve kompanije. Iako ovaj način integracije iskorišćava najbolje iz dve kompanije, bez žrtvovanja ljudske ili organizacione integracije, njega je izuzetno teško implementirati.

Post-merdžer integracija predstavlja poslednju podfazu M&A strategije, i ima ključnu ulogu kada je ishod, odnosno uspešnost merdžera ili akvizicija u pitanju. Veliki procenat neuspeha M&A transakcija, se upravo događa jer post-merdžer integracija nije odrađena adekvatno. Prema statističkim podacima, 50-75% M&A transakcija je neuspešno, a kao najveći razlog neuspeha se upravo navodilo loše sprovođenje integracione strategije.

3. Specifičnost merdžera i akvizicija u bankarskom sektoru

Savremeno bankarstvo karakteriše neprestani razvoj i stalne promene koji nastaju kao rezultat globalizacije koji je zahvatio društvo u celini, odnosno kompletnu svetsku ekonomiju. Ono trenutno prolazi kroz najburniji period od svog nastanka, iz razloga što se pod uticajem stalno rastuće konkurencije, čak i od strane drugih finansijskih institucija, moraju prilagođavati novonastaloj situaciji. Poslovi meržera i akvizicija vezani su za različite oblike poslovnih kombinacija označavajući pokretanje niza složenih aktivnosti banaka koje se manifestuju u formi ekspanzije, kontrakcije, promeni korporativne kontrole i vlasničkih transformacija. Veliki broj kompanija i banaka nastoji da kupi ili preuzme po što povoljnijim uslovima manje uspešne banke sa ciljem za uvećanje efikasnosti i profitabilnosti poslovanja. Velika svetska ekonomska kriza je usporila ove procese tokom 2009. i 2010. godine, ali su već uočljivi prvi znaci oporavka.

3.1 *Motivi i razlozi za merdžere i akvizicije u bankarskom sektoru*

Proces nacionalnih i internacionalnih privatizacija banaka u savremenim uslovima podrazumeva pre svega postojanje velikog broja različitih oblika kupoprodaje i to počev od tržišnog i slobodnog pa preko dobrovoljnog i prinudnog do bilateralnog i multilateralnog oblika kupoprodaje. Svi ti oblici u praksi zemalja razvijene tržišne privrede se zajednički označavaju kao fuzije i/ili integracije. Ovaj jedinstveni naziv za sve oblike privatizacije kupoprodajama u bankarsko-finansijskoj industriji omogućava uspešna istraživanja svih relevantnih faktora i motiva koji stoje u vidokrugu ili u senci svakog kupoprodajnog procesa. Potpuno celovito, korektno i jasno poznavanje motiva kupoprodaje i selektivni pristup u korišćenju tako identifikovanih motiva, osnovni je uslov ostvarivanja privatizacije kupoprodajama, odnosno fuzije i/ili integracije na principima poslovne etike: obostrane korisnosti, međusobno poverenja, dobrih namera, objektivne cene, egalizacije antagonističkih interesa kupca i prodavca i sl.

Sistematizacija tih motiva je u teoriji i praksi različita ali najčešće je korišćena sistematizacija motiva iz projekata novijih privatizacionih kupoprodaja. Osnovni motivi svakog oblika kupoprodaje, prema toj sistematizaciji bili bi:

- Mogućnost ostvarivanja profita – odražava očekivanja akcionara da će porasti mogućnost ostvarivanja većeg profita kada se ti procesi okončaju. Ukoliko banka koja vrši kupovinu i/ili pripajanje ima agresivniji menadžment nego ona koja se prodaje i/ili pripaja, prihodi i zarade mogu da porastu u uslovima veće iskorišćenosti tržišta boljom ponudom novih finansijskih proizvoda i usluga. Ovo posebno važi za međudržavne ili međunarodne kupoprodaje i/ili fuzije, gde dolazi do osvajanja novih tržišta, čime se u značajnijoj meri stvara mogućnost za nove profite. Štaviše, ukoliko je menadžment banke koja vrši kupovinu i/ili pripajanje poslovno sposobniji nego menadžment institucije koja se prodaje i/ili pripaja, efektivnost i kupljene i/ili pripojene banke može da se poveća, što u krajnjoj liniji rezultira u većoj efikasnosti kontrole rizika i troškova. U svakom slučaju putem nižih troškova ili par većih prihoda – kupoprodaje i/ili fuzije pružaju veću i pouzdaniju za uvećanje profita. Pod pretpostavkom da su drugi faktori stabilni, vrednost akcija obe banke koje se fuzionišu može da poraste, donoseći dobrobit njihovim akcionarima.
- Smanjivanje rizika – odražava očekivanja korporacionih učesnika u procesu stvaranja kupoprodaje i/ili fuzije da će doći do smanjenja svih vrsta komercijalnih rizika, a posebno gotovinskog cash-flow-a. Smanjeni rizik može da proistekne iz činjenice da kupoprodaje i/ili fuzije povećavaju sveukupnu veličinu i ugled jedne banke, otvaraju nova tržišta sa različitim ekonomskim karakteristikama u odnosu na ona tržišta na kojima su već poslovali, ili omogućavaju ponudu novih proizvoda i usluga čiji gotovinski tokovi imaju drugačiji vremenski tajming od već postojećih gotovinskih tokova. U skladu sa time, banka koja je orijentisana na velikoprodaju i/ili korporativno bankarstvo traži banku koja je orijentisana na maloprodaju, odnosno na ritel bankarstvo, ili se banka udruži sa osiguravajućim društvom sa ciljem da proširi svoju ponudu, smanjujući na taj način rizik nedovoljne ponude svojih proizvoda i usluga. Prema tome, fuzije mogu da pomognu da se u jednoj banci diversifikuju združeni izvori gotovinskog cash-flow-a što ima za posledicu da finansijska kompanija postaje mnogo stabilnija i sposobnija da se uspešnije suprotstavi širokim fluktuacijama u ekonomskom okruženju i tržišnoj konkurenciji u ovoj delatnosti.
- Spašavanje investicija koje propadaju – neuspeh banke obično je motiv za kupoprodaju odnosno fuzionisanje. Na primer, mnoge bankarske fuzije bile su podržane od strane Agencije za osiguranje depozita i drugih bankarskih i štednih nadzornih agencija sa ciljem da se zaštite oskudna sredstva rezervi za osiguranje depozita i da se izbegnu generalna bankrotstva i štedno-depozitna stampeda.

- Motivi za poresko i tržišno pozicioniranje – očekivana poreska korist bila je razlog nastanku mnogih fuzija, posebno u situaciji kada se poslovni gubitak pripojene banke mogao otpisati na teret oporezovane dobiti kompanije koja ja izvršila pripajanje. Takođe kao motiv mogla bi da bude i korist od tržišnog pozicioniranja, pri čemu fuzionisanje dozvoljava instituciji koja vrši pripajanje da osvoji dobru poziciju na potpuno novom tržištu. Na primer, pripajanjem neke banke, mnogo više nego kada bi se osnivala nova bankarska kompanija sa novim kadrovima, mogli bi se znatno smanjiti troškovi osvajanja (pozicioniranja) novog tržišta. Na taj način moguća je i dalja ekspanzija u formi filijala ili budućih fuzija, s tim da se kupljena banka iskoristi kao odskočna daska.
- Motivi smanjenja troškova i veće poslovne efikasnosti – smanjenje broja zaposlenih, kao i eliminisanje dupliranih kapaciteta, bili su veoma veliki motivi za jedan broj najvećih fuzionisanja u finansijsko bankarskom sektoru.
- Motivi smanjenja konkurencije – smanjenje stepena konkurencije na tržištu bila je motiv mnogih kupoprodaja i/ili fuzija. Kada se dvojici konkurenata dozvoli da se fuzionišu, usluge u njihovom poslovanju pruža manji broj rivala. Kvalitet usluga može da opadne, a njihove cene i prihodi mogu da porastu. U najmanju ruku konzistentno sa ovim objašnjenjem stvaranja fuzija, ide i brz rast koncentracije finansijsko-bankarske ponude na nacionalnom a naročito na internacionalnom nivou. Ako se korišćenje ovog motiva i dalje intenzivno nastavi, postoji potencijalna opasnost nastanka velike štete od ovih fuzija što bi zahtevalo agresivniji nastup antimonopolskih zakona i drakonskih kazni. Iz tih razloga zakonska bankarska regulativa obavezuje svaku nacionalnu agenciju za bankarski nadzor da u postupku bankarske kupoprodaje tj. fuzije apsolutni prioritet daju sagledavanju efekata fuzije na slobodnu konkurenciju i demonopolizaciju. To podrazumeva potrebu da se izvrši procena verovatnih efekata koje će stvaranje takve fuzije imati na cene i ponudu (dostupnost) bankarskih proizvoda i usluga kao i na stepen koncentracije depozita ili aktive u najvećim finansijskim institucijama na nacionalnom bankarskom tržištu. Tamo gde postoji visoka koncentracija – to jest, gde najveća finansijska institucija kontroliše većinski deo lokalnih depozita ili finansijske aktive – rizik ugrožavanja slobodne konkurencije je veći, i u takvim uslovima manji su izgledi da fuzija dobije zakonsku saglasnost, osim ukoliko banka koja vrši pripajanje pristane da se odrekne nekih svojih filijala ili poslovnih jedinica.

Kretanje stepena koncentracije (prisutnosti banaka i sredstava) pod detaljnim je nadzorom od strane bankarskih kontrolnih nacionalnih agencija. Manji su izgledi da banka koja vrši kupovinu tj. pripajanje dobije saglasnost za stvaranje fuzije na tržištu na kojem je nedavno došlo do

povećanja stepena koncentracije nego na tržištu gde dolazi do njenog smanjenja. Drugi faktori, koji se takođe uzimaju u obzir (uključuju tu i analizu dosadašnjeg finansijskog poslovanja i stanja banke koja vrši kupovinu) su stepen adekvatnosti njenog kapitala, mogućnost zarade, snaga i kvalitet menadžmenta, zahtevi države, poreske stope i sl. Fuzije koje nemaju efekata na slobodnu konkurenciju podležu obaveznoj kontroli državnih organa, osim ukoliko podnosilac zahteva ne pruži dokaze da će takva kombinacija doneti značajnu korist javnom sektoru i nacionalnoj ekonomiji. Ta značajna moguća korist mogla bi da bude na primer pružanje finansijskih usluga tamo gde ih do tada nije bilo na adekvatan način, kao i spašavanje neuspešne finansijske institucije čije bi propadanje proizvelo štetne posledice na nacionalnu ekonomiju. Osnovni zadatak ovih nadzornih agencija je znači da daju saglasnost na kupoprodaju onim bankama čije će fuzionisanje unaprediti finansijsku snagu novo stvorene institucije. Nadzorni organi stalno naglašavaju potrebu za unapređenjem menadžerske sposobnosti, kao i za jačanjem akcijskog kapitala. Postojanje ovakvih zakona i pravila stvara prepreku za one kupoprodaje banaka koje bi izazvale značajne promene u podeli tržišta i tržišnoj koncentraciji, sa mogućnošću da dođe do ugrožavanja slobodne konkurencije na celom nacionalnom tržištu. Ovo otvara dilemu o opravdanosti primene ovog motiva naročito kod agresivnih finansijskih kompanija. Menadžment, čija je orijentacija razvoj i širenje, polazi od toga da vlasnici akcija moraju da razlikuju kombinacije koje će verovatno da budu podložne verifikaciji države, kombinacije sa skupim zakonskim i sudskim procesima, od onih kombinacija koje mogu lako da prevaziđu sve zakonske prepreke.

3.2 Modeli kupoprodaje banaka

U tržišnoj privredi svaka promena statusa banke bilo koje vrste se smatra kupoprodajom. Zato se i kaže da su ovi procesi u bankarstvu tržišnih privreda bili i osnovni uzrok svih statusnih promena u tim bankarskim sistemima. Kupoprodajni procesi kao i svaki drugi, od svog nastanka do danas, imali su svoju evoluciju i svoje različite oznake i nazive. Svi ovi različiti nazivi kupoprodaje imali su jedan jedini funkcionalni cilj, a to je da spreče bankrotstva nastala stampedom štediša i deponenata čija imovina je kriminalizovana kreditnom politikom banke bankrota.

Savremeni kupoprodajni procesi u industrijskom bankarstvu koji imaju veliki broj svojih različitih pojava oblika i naziva (otkup, podržavljenje, spajanje, pripajanje, preuzimanje, integrisanje i

sl.), sažimaju se u jedan jedinstven, u nauci i praksi prihvaćen, naziv „bankarske interesne fuzije i/ili merdžovanja“.

U postupku sprovođenja kupoprodajnih procesa u praksi ova odrednica u sebi obuhvata i sadržajno reprezentuje značenje i svih drugih odrednica ove tematike a posebno odrednice:

- Akvizicija koja iskazuje kupoprodaje svih vrsta i oblika,
- Preuzimanje koje iskazuje sve vrste prijateljskih i neprijateljskih preuzimanja kao i odrednica
- Fuzija koja iskazuje sve vrste spajanja a pre svega spajanja ravnopravnih partnera.

Ovi i ovakvi kupoprodajni procesi imaju veliki broj ciljeva od kojih su: privatizacija, demonopolizacija, transparentnost, internacionalizacija i globalizacija svakako ključni. No, bez obzira na nazive i motive, svaki kupoprodajni proces predstavlja u osnovi kompleksnu tržišnu transakciju koja rezultira u kupovini jedne banke od strane jedne ili više drugih banaka. Kupljena banka ili neka druga finansijska korporacija radi ostvarivanja sopstvenog interesa odriče se svog postojećeg statusa a najčešće i svog imena i prihvata novi status i novo ime. Aktiva i pasiva kupljene banke pripaja se banci koja kupuje. Fuzionisanje se obično realizuje nakon zaključenja dogovora menadžmenta dve banke koje se kupoprodajom spajaju. Predložena transakcija mora da bude ratifikovana od strane odbora direktora svake banke, a najčešće je potrebna i odluka akcionara svake banke. Ukoliko akcionari daju saglasnost (obično je potrebna dvotrećinska većina), državni nadzorni organ (uobičajeno je to onaj koji je izdao prvobitnu dozvolu za rad banke) mora tu saglasnost da notifikira i to zajedno sa bilo kojom državnom kontrolnom agencijom koja ima nadzorna ovlašćenja u odnosu na instituciju koja je uključena u procesu stvaranja fuzije.

U odlučivanju o tome da li da se izvrši kupovina ili ne, menadžment i odbor direktora banke koja kupuje, često razmatraju brojne karakteristike banke koja se prodaje. Te karakteristike banke koja se prodaje sistematizovane su obično u šest kongruetnih studijsko-projektnih celina i to:

- Komparativni stilovi menadžmenta banke koja se kupuje
- Glavni klijenti kojima banka koja se kupuje pruža usluge
- Tekuće zaposleno osoblje i privilegije koje oni koriste
- Kompatibilnost računovodstvenog i menadžerskog informacionog sistema između banaka koje se merdžuju

- Stanje materijalno-finansijske aktive banke koja se kupuje
- Vlasnička struktura i struktura zarada pre i posle izvršene kupovine.

Najnovije iskustvo u kupoprodajnim procesima pokazalo je da je apsolutno neophodno da se unapred izvrši detaljno ispitivanje bilo kakve predložene korporativne fuzije odnosno bankarske kupoprodaje.

To i takvo detaljno ispitivanje predstavlja ekspertske konsultacije i ocenjivanja od strane analitičara koji se bave fuzijama, sistematizovanih u šest metodoloških celina i to:

- Istorijat banke
- Vlasništvo i menadžment
- Bilansno stanje
- Prethodni pokazatelji razvoja i poslovni rezultat banke
- Stanje i izveštaj o prihodima i novčanim tokovima
- Uslovi i perspektiva razvoja lokalnih ekonomija u kojima banka koja se pripaja pruža finansijske usluge
- Struktura konkurencije na tržištu na kojem banka posluje (na koju ukazuju bilo kakve prepreke za ulazak, podelu tržišta i stepen koncentracije na tržištu).

Svi pojavni oblici bankarskih kupoprodaja bez obzira na njihove nazive, u savremenim tržišnim uslovima, u nauci i praksi, svrstavaju se u tri osnovna kupoprodajna modela i to:

- Model interesne kupoprodaje
- Model čiste kupoprodaje
- Model vaučerske kupoprodaje

Prva dva modela nalaze primenu u svim tržišnim privredama (više u razvijenim a manje u ostalim) dok treći model ima svoju primenu u zemljama tranzicije koje su svoju privatizaciju izvele masovnim vaučerskim emisijama.

3.2.1 Model interesne kupovine

Model interesne kupoprodaje podrazumeva pripajanje prodavčeve ukupne imovine kupčevoj bez ostatka i bez ikakvog dodatka. Partneri u ovom modelu jednostavno sabiraju obim svoje aktive, pasive i vrednost akcijskog kapitala evidentiranog u okviru kupoprodajnog procesa. Rezultat je jasno fuzionisana banka koja iskazuje jednostavno sjedinjenu ukupnu vrednost aktive, pasive i akcijskog kapitala u jedan zajednički knjigovodstveni bilans stanja i bilans uspeha banke. Izveštaj o prihodima nove, konsolidovane banke obračunavaće prihode i rashode obe banke sabrane zajedno, za ukupan vremenski period koji je pokriven izveštajima o prihodima i rashodima. Poslovno pripajanje rezultiralo je jednom bankom od trenutka kada su začeti prvi poslovni izveštaji. Ovim modelom, za razliku od modela čiste kupovine, banka koja kupuje ne kupuje banku koja se prodaje po tržišnoj ceni već po knjigovodstvenoj ili bilateralno ugovorenoj ceni. Ovaj metod kupoprodaje zahteva od oba partnera jasnu artikulaciju njihovih pojedinačnih i zajedničkih interesa kao i različito vrednovanje kupca od vrednovanja prodavca (kupac se vrednuje po tržišnim i većim cenama a prodavac po knjigovodstvenim i obično nižim cenama) kako bi se znalo ko koga kupuje. Banka koja kupuje vodi knjigovodstvenu evidenciju po ceni koja je isplaćena akcionarima kupljene banke, pri čemu se postojećoj aktivi prodavca ne dodaje iznos nematerijalne aktive (gudvil), bez obzira na postojanje ili nepostojanje razlike između tržišne vrednosti i cene koja je postignuta prilikom kupovine.

Gudvil predstavlja nematerijalnu aktivu koja se obično pojavljuje prilikom bankarske kupoprodaje u kojoj je kupovna cena prodaje banke veća nego razlika između korektne vrednosti njene aktive umanjene za bilo koju vrednost zaduženosti koja je prihvaćena. Tako se može gudvil označiti kao „nematerijalna sinergija“ kupljene banke nastale primenom ovog modela bankarske kupoprodaje. Brzim razvojem bankarskih kupoprodaja poslednjih godina došlo je praktično do eksplozije unošenja nematerijalne aktive (gudvila) u knjigovodstvene bilanse (sa rastom po stopi od 30 procenata godišnje da bi se popeo na 1 procenat ukupne aktive u bankarskoj delatnosti u poslednjoj dekadi). To znači da model interesnog merdžovanja ne uvažava primenu gudvila u banci koja se kupuje i ne dozvoljava vrednovanje njene aktive nematerijalnom aktivom pošto bi se na taj način sprečilo pogoršanje finansijske snage kupljene banke. Zato i novi bilans stanja u sebi ne sadrži iznos vrednovanja nematerijalne aktive kupljene banke. Ovaj vrednosni iznos, ako zaista i postoji, evidentira se obično u bilansu stanja kao vanbilansna stavka.

3.2.2 Model čiste kupovine

Model čiste kupoprodaje podrazumeva, čisto, transparentno i jasno definisanje svega što kupac konkretno kupuje a prodavac konkretno prodaje kao i sadržinu, formui i način te kupoprodaje. Pri tom je osnovno opredeljenje vezano za kupovinu prodavčeve aktive u celini ili delimično i/ili za kupovinu prodavčevih akcija u celini ili delimično (kupovina učešća i/ili kupovina paketa akcija).

Metod kupovine aktive, znači da banka koja kupuje aktivu (u celini ili delimično) banke koja se prodaje, koristi jednu od metoda javne trgovine. U fuzijama koje su nastale metodom kupovine aktive; kupljena banka obično raspodeljuje imovinu ili akcije svojim akcionarima u obliku konačne dividende,

nakon čega kupljena kompanija gubi svoju samostalnost. Ona može da nastavi da dalje radi ali taj rad mora da obavlja pod novim imenom i u okviru novog statusnog rešenja.

Metodom kupovine akcija kupljena banka prestaje da postoji, a banka koja je izvršila kupovinu preuzima svu aktivu i sve dugove. Imovina prodane banke se može koristiti za realizaciju bilo koje stare obaveze koja je odredbama akta o fuziji dozvoljena, dok se sva nova plaćanja moraju vršiti isključivo iz kapitala stvorenog emisijom dodatnih akcija banke kupca (dokapitalizacijom). Transakcije sa kupovinom akcija imaju prednost, jer nisu predmet oporezivanja koje počinje sa svakom daljom akcijskom kupoprodajom odnosno akcijskom preprodajom za gotovinu. Transakcije sa akcijama podrazumevaju kupoprodaju tekuće dobiti za buduću dobit, za koju se očekuje da će biti veća ukoliko se sve realizuje kako je planirano. Ovaj oblik kupoprodaje u bankarstvu danas najčešće uključuje velike banke u metropolama koje kupuju manje banke u zemljama najčešće u inostranstvu. Ovo stvara mogućnost velikim i javnim korporativnim bankama da dobiju pristup računima klijenata koji imaju relativno niske troškove, i manje su osetljivi na kamate, kao i to da ta depozitna sredstva usmere u profitabilne korporativne zajmove. Većina ovih kupoprodaja banaka vrši se na prijateljskoj osnovi uz stvarnu saglasnost svih stranaka iako postoji i mali broj neprijateljskih kupoprodaja, gde otpor najčešće pružaju postojeći menadžment i vlasnici akcija. Model čiste kupovine akcija banke u savremenoj praksi se ostvaruje jednim od berzanskih ili vanberzanskih oblika kupoprodaje akcija. Najpoznatiji i najčešće korišćeni kupoprodajni oblici akcija ovog modela vidljivi su iz pregleda tih oblika koji se koriste na primarnim (emisionim) i sekundarnim (berzanskim) tržištima i berzama akcija u Americi, Engleskoj i EU. Najčešće korišćeni oblici kupoprodaje banke primenom modela čiste kupovine u zemljama tranzicije su: tender i javna prodaja kao i preuzimanje na primarnom tržištu akcija i berzanska i vanberzanska regulisana i regularna kupoprodaja na sekundarnom tržištu akcija. Koji od ovih najčešće korišćenih oblika je u najvećoj primeni zavisi pre svega od domicila ino savetnika pod čijim stručnim patronarstvom se ove

kupoprodaje banaka i izvode kao i od izabраниh ino-konsultanata kao market eksperata, akvizitera i agenta za bankarske prodaje.

3.2.3 Model vaučerske kupoprodaje

Model vaučerske kupoprodaje banaka karakterističan je i primenjuje se isključivo u zemljama tranzicije koje su svoje programe masovne privatizacije celokupne nacionalne privrede pa tako i bankarskog sektora, bazirale na emisiji vaučera. Pioniri u primeni ovog modela kupoprodaje banaka su Rusija, i Češka koje su sa manjim izmenama prosto kopirale, Poljska, Maarska, Rumunija i Bugarska. Model vaučerske kupoprodaje banaka osmišljen je tako da promoviše pravičnost u distribuciju finansijskog bogatstva i široku participaciju javnosti u privatizaciji bankarskog sektora kao ključnog resursa nacionalne ekonomije. U praksi, međutim, ova osmišljenost je najčešće pretvarana u besmislenost. Vaučerska kupoprodaja banaka ni pod kojim uslovima nije u stanju da obezbedi efikasnost kupoprodaje odnosno privatizacije banaka, ako nije sposobna da ostvari efektivnu dokapitalizaciju banaka, da uvede nove tehnologije i poveća stručnost bankarskog kadra, da ostvari potreban minimum kontrole odnosa akcionara i menadžera i na kraju da privatizovana banka modelom vaučerske kupoprodaje uspešno i profitabilno posluje.

Ovo pre svega zato što su tokom sprovođenja modela vaučerske kupoprodaje banaka pojedinci – vlasnici masovno emitovanih vaučera, svoje vaučere prodavali investicionim posrednicima raznih vrsta bud zašto. Zahvaljujući ovim prodajama, kvazi investicioni fondovi u ovim zemljama su nicali i bujali kao pečurke posle kiše i u velikoj meri su bili u vlasništvu domaćih ili međunarodnih tajkuna. Kao takvi ovi fondovi špekulativno konstatuju da je iz vaučerskog portfolija za njih korisnije i atraktivnija da odobravaju kredite svojim pouzdanim klijentima, nego da svojim kapitalom dokapitalizuju i restrukturiraju prvo banke pa zatim i druge kompanije nacionalne ekonomije. U svakom slučaju ova naopaka dvostranost u ponašanju "kvazi fondova" je osnovni uzročnik negativno ostvarenih rezultata ovog modela kupoprodaje banaka, koji je samo po osnovu konflikta interesa naneo ogromne štete kupoprodajnom procesu nacionalnih banaka i cele ekonomije. Na kraju, treba posebno uzeti u obzir činjenicu da je konkurencija u nacionalnom bankarstvu ovih zemalja još uvek relativno slaba, zbog čega ove nove kvazi privatizovane banke modelom vaučerske kupoprodaje bez problema i bez smetnji mogu da generišu značajne profite za nove vlasnike, koristeći velike kamatne spreadove između pasivnih i aktivnih kamatnih stopa, što im omogućava dalje povećano sopstveno bogaćenje na teret

nacionalnog siromaštva. Sve to mnogo pogoduje daljem zadržavanju loših a nasleđenih portfolia, zatim njihovom generalnom pasivnom posmatranju, na koji način ne samo da ne doprinosi već u mnogome usporava i opstruira fundamentalne promene. To su bili i osnovni razlozi zbog kojih je model vaučerske kupoprodaje banaka u ovim tranzicionim zemljama izazvao negativne turbulencije i to prvo u bankarskom sektoru pa zatim, preko nestabilnih i kriminalizovanih finansijskih tržišta i berzi, do nacionalnih ekonomskih, političkih i socijalnih kriza koje su od strane političko finansijske oligarhije formalno od javnosti skrivane i zataškavane političko-medijskom kvazi informatikom.

3.3 Efekti merdžera na performanse banaka

Brze i kompleksne promene u strukturi ponude proizvoda ili usluga u savremenim tržišnim ekonomijama, povezane su sa promenama u vlasničkoj strukturi. One se takođe odnose i na promenu menadžmenta i predstavljaju osnovu za promenu poslovne strategije i poslovnog modela za kompanije, odnosno banke koje ostvaruju nedovoljne performanse. Tada dolazi do situacije da manje uspešne banke prelaze u ruke uspešnijih. Njihova vrednost se povećava kroz kontinuirano poboljšanje njenih performansi, jer veća vrednost je rezultat boljeg rada banke. S tim u vezi, upravljanje vrednošću podrazumeva dugoročno upravljanje performansama kroz integraciju i sinergiju strategija banke koje kreiraju vrednost. Sam proces upravljanja vrednošću banke podrazumeva investiranje, restrukturiranje i primenu nove poslovne filozofije. Pozitivni efekti transfera vlasničkih prava kod merdžera i akvizicija, sastoje se u njihovom dejstvu na procese restrukturiranja koji treba da dovedu do poboljšanja performansi banaka i drugih finansijskih institucija. Poboljšane performanse ogledaju se u:

- Povećanom obrtu fiksne i obrtne aktive
- Većoj profitabilnosti banke
- Poboljšanim deviznim efektima

Pozitivni procesi spajanja i pripajanja ne mora da bude iniciran jedino vlasničkim preuzimanjem. Menadžement tim može da bude taj koji će inicirati promene u kvalitetu poslovanja, strategiji, organizacionom modelu i sl. Preuzimanje slabih banaka vrše ekonomski i finansijski jake banke, a sve u cilju njihove poslovne rehabilitacije. Dosadašnja iskustva pokazuju da su efekti merdžera i akvizicija znatno snažniji i brži pre svega na planu povećanja tržišne snage preko stvaranja velikih bankarskih institucija nego na planu povećanja profitabilnosti banaka. Proces vlasničkih i

organizacionih integracija odmah povećavaju tržišnu snagu bankarskih institucija koje ostaju na tržištu¹⁴. S toga, možemo zaključiti da su fuzije i akvizicije bitna strategijska odluka koja utiče na poslovne performanse banke.

Vlasnička preuzimanja kod banaka deluju pre svega na povećanje aktive banaka, jačanje distribucione mreže i uvođenje novih proizvoda i usluga banke u asortiman bankarskih proizvoda. Neka spajanja i pripajanja imaju pozitivne efekte koji se impliciraju na profitabilnost banke, dok kod nekih projektovani efekti izostaju. Jedna od pozitivnih strana ovakvih procesa jeste njihovo preventivno dejstvo na funkcionisanje banaka i ponašanje top menadžmenta, jer sama pretnja da može doći do promene menadžment tima u procesima spajanja i pripajanja može delovati preventivno. Tada menadžment postaje aktivniji jer želi da poveća profitabilnost i tržišnu vrednost banke, čime će smanjiti opasnost da bude ciljana banka za preuzimanje. Takođe, mogu imati pozitivno dejstvo na povećanje efikasnosti banaka putem ekonomije obima i diversifikacije i pružaju povoljnu priliku da se izvrši reorganizacija banke u skladu sa najboljom praksom u grani.

Bitan preduslov uspešnosti procesa merdžera i akvizicija je brzo aktiviranje strategije i programa integracije koji treba da sadrži jasne ciljeve i zadatke koje stoje pred menadžmentom i koje treba ostvariti, odnosno postići. Ukoliko ciljevi i zadaci nisu jasno postavljeni, javlja se opasnost od neuspeha, konfuzije i razaranja vrednosti za akcionare banke.

3.4 Merdžeri i akvizicije u bankarskom sektoru Srbije

Merdžeri i akvizicije su najvažniji razvojni faktor zemalja u tranziciji, pa samim tim i Srbije. Za Srbiju su karakteristične akvizicije više nego merdžeri (merdžeri su mnogo više prisutni u razvijenim zemljama). Posmatrano po privrednim granama najviše akvizicija zabeleženo je u oblasti finansijskog posredovanja i saobraćaja, posebno telekomunikacija (najveća akvizicija je iz 2006. godine kada je Telenor kupio Mobtel za 1.53 milijarde evra). U Srbiji je rekordan broj merdžera i akvizicija ostvaren u 2005. godini, dok je njihova vrednost dostigla maksimum u 2006. godini, kada je ostvaren priliv od 4.387 milijardi dolara, pre svega zahvaljujući dolasku Telenora.

¹⁴ Čirović, M, 2006, Bankarstvo, European Center for Peace and Development, Beograd, str.299

Domaći sektor bankarstva najveće promene pretrpeo je u periodu 2001-2003. godine. Pre toga težak period kroz koji je prošla Srbija u okviru bivše SFRJ i potom SRJ rezultirao je u nasleđenom bankarskom sistemu opterećenom brojnim problemima. Zaključno sa 2000. godinom bankarski sektor Srbije imao je ukupno 96 banaka. U periodu 2001-2003. godine sa ukidanjem četiri velike banke (Beobanka, Beogradska banka, Investbanka i Jugobanka), kao i drugih banaka došlo je do smanjenja ukupnog broja banaka u Srbiji za 50%. Time je svetski trend smanjenja ukupnog broja banaka karakterisao i bankarski sektor Srbije.

Promene koje su se dešavale u bankarskom sektoru Srbije uključivale su kupovine i spajanje banaka, ukрупnjavanje kapitala banaka kao i ulazak stranih banaka na domaće tržište (greenfield investicije).

Sa aktivnom politikom liberalizacije u pogledu uslova ulaska stranog kapitala u bankarski sektor Srbije došlo je do značajnih priliva stranih direktnih investicija u bankarski sektor i povećavanja banaka u stranom vlasništvu. Naime, deset privatnih banaka je osnovano stranim kapitalom po konceptu greenfield-a: Raiffeisen banka, Societe Generale banka, ProCredit bank, HVB banka (sada UniCredit bank), Hypo Alpe-Adria-Bank, Nacional bank of Greece (ušla na tržište kao greenfield a kasnije preuzela Vojvođansku banku), Volksbank (sada Sberbank), Alpha bank, Eurobank (EFG) i LHB banka.

Privatizacija banaka odvija se kroz prodaju državnog paketa akcija u bankama u kojima je Republika Srbija stekla vlasništvo po osnovu konverzije obaveza banaka prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba i konverzije obaveza po osnovu stare devizne štednje građana. Privatizacija je bila u jeku tokom 2005-2006. godine kada je privatizovanon šest banaka:

- Jubanka, Beograd - u februaru 2005. godine. Alpha Bank S. A. (Grčka) je kupila 88,64% akcijskog kapitala Jubanke za 152 miliona evra
- Novosadska banka, Novi Sad - u julu 2005. godine Erste Bank (Austrija) je kupila 83,01% akcijskog kapitala za 73,1 milion evra. Preuzimanjem još 12,3% akcija za 10,8 miliona evra, Erste Bank je u novembru 2005. godine postala vlasnik ukupno 95,6% akcijskog kapitala
- Continental banka, Novi Sad - u julu 2005. godine Nova Ljubljanska banka (Slovenija) je kupila 98,01% akcijskog kapitala za 49,5 miliona evra

- Niška banka, Niš - u martu 2006. godine OTP Bank RT (Mađarska) je kupila 89,39% akcijskog kapitala za 14,2 milion evra. Pored Niške banke OTP banka je kupila dve domaće privatne banke Zepter banku i Kulsku banku.
- Panonska banka, Novi Sad - u jula 2006. godine San Paolo IMI (Italija) je kupila 87,39% akcijskog kapitala za 140 miliona evra.
- Vojvođanska banka, Novi Sad - u decembru 2006. godine National bank of Greece je kupila 99,44% akcijskog kapitala za 385 miliona evra.

Preuzimanja i pripajanja:

- Post banka, Beograd – tokom drugog kvartala 2003. godine preuzeta od strane EFG Eurobank Ergasis S. A. (Grčka)
- Atlas banka, Beograd – tokom drugog kvartala 2005. godine preuzeta od strane Piraeus Bank (Grčka)
- Meridijan banka, Novi Sad – tokom drugog kvartala 2005. godine preuzeta od strane Credit Agricole (Francuska)
- Nova banka, Beograd – tokom četvrtog kvartala 2005. godine preuzeta od strane Findomestic bank (Italija, sada je Francuska s obzirom da je matična banka preuzeta od strane francuske Paribas Bank)
- Eksim banka, Beograd – tokom četvrtog kvartala 2005. godine pripojena HVB banci
- Nacionalna štedionica banka, Beograd – tokom četvrtog kvartala 2005. godine preuzeta od strane EFG Eurobank (Grčka)
- Kulaska banka, Novi Sad – tokom četvrtog kvartala 2006. godine preuzeta od strane OTP Bank RT (Mađarska)
- Zepter banka, Beograd – tokom četvrtog kvartala 2006. godine preuzeta od strane OTP Bank RT (Mađarska)
- Panonska banka – tokom četvrtog kvartala 2007. godine pripojena je Banci Intesa (Italija) usled spajanja matičnih banaka
- A banka – tokom četvrtog kvartala 2007. godine preuzeta od strane KBC (Belgija)
- NLB LHB banka, Beograd – tokom četvrtog kvartala 2008. godine spojena sa NLB Continental banka, Novu Sad i posluju pod nazivom NLB banka
- Credy banka, Kragujevac – tokom četvrtog kvartala 2009. godine preuzeta od strane NKBM, Ljubljana

Krajem marta 2006. godine potpisan je ugovor između predstavnika EBRD i Vlade Srbije o dokapitalizaciji 25% kapitala Komercijalne banke, Beograd za 70 miliona evra. Isto tako, krajem septembra 2006. godine potpisan je ugovor između predstavnika EBRD i Vlade Srbije o dokapitalizaciji 25% kapitala Čačanske banke, Čačak za 15 miliona evra.

U Srbiji je na kraju 2012. godine poslovalo 32 banke, od koji se 21 banka nalazi u vlasništvu stranih lica, a 11 u vlasništvu domaćih lica (osam u vlasništvu države kao većinskog ili najvećeg pojedinačnog akcionara i tri banke u vlasništvu pravatnih lica).

Banke u vlasništvu domaćih lica

Banke u vlasništvu domaćih lica su:

- Državne banke - Čačanska banka, Dunav banka, Jugobanka Jugbanka, Komercijalna banka, Komercijalna banka, Banka Poštanska Štedionica, Razvojna banka Vojvodine, Srpska banka, Privredna banka Beograd
- Privatne banke – AIK banka, JUBMES banka, Univerzal banka

Banke u vlasništvu stranih lica

U domaćem bankarskom sektoru preovlađuju banke u vlasništvu stranih lica sa ostvarenim dobitkom u iznosu od 150,4 miliona evra i učešćem od:

- 75% u ukupnoj aktivni bankarskog sektora
- 74% u ukupnom kapitalu bankarskog sektora
- 72% u ukupnom broju zaposlenih u bankarskom sektoru

Gore navedeno nedvosmisleno ukazuje na zaključak da je srpsko bankarstvo sa aspekta strukture vlasništva, kao i bankarstvo svih država u tranziciji, u rukama stranih banaka.

Banke u vlasništvu stranih lica potiču od bankarskih grupacija iz 11 zemalja:

- Austrija - Erste Bank, Hypo Alpe-Adria-bank, Raiffeisen banka
- Belgija - KBC banka
- Francuska - Credit Agricole banka, Findomestic banka, Societe Generale banka

- Grčka - Alpha bank, Eurobank, Piraeus bank, Vojvođanska banka
- Italija - Banca Intesa, UniCredit Bank
- Kipar - Marfin Bank
- Mađarska - OTP banka
- Nemačka - ProCredit Bank
- Ruska Federacija - Moskovska banka, Sberbank
- SAD - Opportunity banka
- Slovenija - Credy banka, NLB banka

Analizom tržišnog učešća banaka koje posluju u Srbiji na dan 31.12.2012. godine lider sa tržišnim učešćem od 14,4% je Banca Intesa. Odmah iza nje je Komercijalna banka sa tržišnim učešćem od 11,3%. Kumulativno učešće prvih deset banaka je 72,4% što ukazuje na veliku fragmentisanost domaćeg bankarskog sektora usled velikog broja banaka sa malim tržišnim učešćem, kao i malim učešćem u najznačajnijim kategorijama. Od domaćih banaka, pored Komercijalne banke, među Top 10 se nalazi samo još AIK banka.

Imajući u vidu da je 32 banke veliki broj za nerazvijeno tržište i s obzirom na efekte svetske finansijske krize, može se očekivati još jedna konsolidacija banaka u Srbiji. Male banke imaju problema sa finansiranjem, odnosno nedostatkom za kreditiranje.

Posebno treba naglasiti da je nedavna likvidacija dve banke (Agrobanka i Razvojna banka Vojvodine) uslovlila porast nepoverenja građana u domaći finansijski sektor.

4. Analiza slučaja iz prakse

U teorijskim poglavljima osnovni cilj je da se definišu osnovni pojmovi i da se da sistematičan teorijski okvir za razumevanje samog procesa merdžera i akvizicija, taktika i metoda koje se u samom procesu koriste, kao i motiva i efekata merdžera i akvizicija. Međutim, takav čisto teorijski pristup nije, sam po sebi, dovoljan da bi se razumeo celokupan postupak merdžera i akvizicija. Iz tih razloga, paralelno sa sopstvenim dubokim uverenjem da je za razumevanje celokupnog postupka merdžera ili akvizicija neophodan ilustrativan primer, poslužićemo se primerom iz domaće prakse. U fokusu analize nalazi se EFG Eurobank ad koja je akvizicijom Panonske banke ad obezbedila ulazak na domaći bankarski sektor, a kasnijom akvizicijom Nacionalne Štedionice ad obezbedila rast i ekspanziju na domaćem tržištu. U ovom delu rada detaljno će biti objašnjen postupak preuzimanja Nacionalne Štedionice ad metodom spajanja uz preuzimanje.

4.1 *EFG Eurobank ad*

4.1.1 Osnovne informacije o EFG Eurobank banci

Eurobank EFG ad posluje u okviru Eurobank EFG Grupa (Grčka). Eurobank EFG Grupa jedan je od ključnih aktera u bankarskom sektoru zemalja jugoistočne i centralne Evrope u kojima posluje. U proteklih nekoliko godina EFG Grupa je postala jedan od lidera na bankarskom tržištu Bugarske, Rumunije, Srbije, Poljske, Turske, Ukrajine i Kipra, sa ukupnim plasmanima od 15,5 milijardi evra, sa 1.112 ekspozitura, 89 poslovnih centara, 9 lizing i faktoring društava i 7 Sektora za likvidnost širom regiona. Ovo je mlada bankarska grupa koja ima ogromna iskusstva u sprovođenju akvizicija, kao dominantnom načinu razvoja i ekspanzije poslovanja. Putem akvizicija, kao brzom i efikasnom načinu ulaska na nova tržišta, banka je proširila poslovanje u zemlje CSEE – Bugarsku, Ukrajinu, Tursku, Rumuniju i Srbiju, tzv. Nove Evrope. Jedino u slučaju Poljske se radilo o greenfield investiciji. Uprkos otežanim uslovima krize i recesiji Eurobank EFG group je pokazala izuzetnu sposobnost i prilagodljivost i ostala snažno kapitalizovana i profitabilna. Čak je i po najgorem i najekstremnijem scenariju, u okviru nedavno sprovedenih evropskih stres testova Eurobank EFG bila među najbolje rangiranim bankama grčkog i kiparskog bankarskog sistema, kao i među vodećim međunarodnim bankarskim grupacijama u Evropi.

Eurobank EFG osnovana je 1990. godine u Grčkoj i danas je druga po veličini grčka bankarska i finansijska institucija. Eurobank EFG je prisutna u Grčkoj, Bugarskoj, Srbiji, Rumuniji, Turskoj, Poljskoj, Ukrajini, Velikoj Britaniji i na Kipru. Članica je EFG Group, međunarodne bankarske grupacije, koja posluje u preko 40 zemalja. Eurobank EFG Group je evropska bankarska organizacija sa ukupnom aktivom od 86,9 milijardi evra. Grupacija zapošljava preko 23.000 ljudi i nudi svoje proizvode i usluge kroz mrežu od preko 1.600 filijala i ekspozitura, kao i kroz alternativne distributivne kanale.

4.1.2 Poslovanje EFG Eurobank banke na bankarskim sektorima Centralne i Jugoistočne Evrope

Kao i druge banke sa razvijenih bankarskih sektora, Eurobank EFG je odlučila da svoje prisustvo proširi na rastući region zemalja u tranziciji Centralne i Jugoistočne Evrope. Eurobank EFG u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi kontinualno sprovodi strategiju značajnog prisustva i širenja svog poslovanja. Makroekonomski uslovi u regionu i aktivnosti u okviru politike ciljanog razvoja omogućuju Banci da dodatno unapređuje poslovanje sa korporativnim i sektorom stanovništva i koristi prilike koje nude domaće i strano tržište u pogledu nezavisnog finansiranja lokalnog poslovanja.

Ulazak na bankarske sektore Centralne i Jugoistočne Evrope sukcesivno je tekao od 1998. godine kada je banka ušla na bugarski bankarski sektor. Nakon uspešnog ulaska na ovo tržište banka je bila ohrabrena da se širi i u drugim zemljama. Dve godine kasnije nastavljeno je sa akvizicijama u Rumuniji, a zatim u Srbiji, Ukrajini, Turskoj, Poljskoj i na Kipru. Ovim se Grupa razvila u naistaknutijeg igrača u bankarskom sektoru šireg regiona.

4.1.3 Ulazak EFG Eurobank banke na srpski bankarski sektor

Strategija Eurobanke EFG je bila da postane jedna od vodećih univerzalnih banaka u Srbiji. Od ulaska na srpski bankarski sektor 2003. godine, Eurobank EFG je ostvarila najveću stopu rasta među vodećim bankama u Srbiji, sa mrežom od preko 900.000 klijenta i preko 126 filijala i poslovnih centara.

Eurobank EFG a.d. Beograd nastala je 27. marta 2003. godine akvizicijom domaće Postbanke od strane Eurobank EFG grupe, najpre sa 68,06% udela u kapitalu, a potom u 2004. udeo je uvećan na 93,5%. U drugoj fazi pozicioniranja banke na domaćem tržištu banka je izvršila akviziciju 62,3% udela Nacionalne Štedionice u 2005. godini, a potom 100% udela u 2006. godini. Nakon pravnog pripajanja Nacionalne Štedionice kreirana je Eurobank EFG Štedionica a.d. Beograd.

Kao deo strateškog plana centrala Eurobank EFG u Atini 2005. godine započela je pregovore sa Vladom Srbije oko preuzimanja Nacionalne Štedionice Banke a.d. Razlog za preuzimanje Nacionalne Štedionice, pored toga što ona servisira isplatu stare devizne štednje, je komplementarnost mreža ekspozitura. Ekspoziture EFG Eurobank su uglavnom u Beogradu, dok su Nacionalne štedionice u provinciji, tako da zajednički okrivaju teritoriju cele zemlje. Dodatan razlog je i kvalitet zaposlenih kadrova. Uz početnu saglasnost republičkih organa počeo je i formalno-pravni proces preuzimanja Nacionalne štedionice, koji je okončan u martu 2006. godine.

Nakon finalizacije transakcije potrebno je napore usmeriti na realizaciju ciljeva vezanih za stvaranje vrednosti iz merdžera ili akvizicije. Od vrste transakcije i strategijskih motiva za stvaranje vrednosti iz transakcije, zavise mere postakvizicione integracije.

Integracija dve kompanije ne zasniva se samo na promeni organizacione strukture kombinovane kompanije, već i na integraciji sistema, procesa, procedura, strategije itd. Uspešna integracija dva entiteta je od ključnog značaja u realizaciji potencijalnih sinergija M&A projekta. Da li će i u kojoj meri doći do poslovne integracije dva entiteta zavisi od ciljeva akvizitora, kao i od konkretnih okolnosti, pri čemu postoje sledeće četiri opcije:

- Odvojenost: Ciljna banka zadržava funkcionisanje i organizaciju kao i pre transakcije, uz integrisanje finansijskih izveštaja sa akvizitorom.
- Koordinacija: Opcija koja kombinuje direktne i prostije elemente dva entiteta (reviziju, benefite za zaposlene i sl.), dok glavne aktivnosti i organizacioni sistemi ostaju odvojene.
- Integracija pratećih aktivnosti: Opcija po kojoj se integrišu samo prateće aktivnosti, dok glavne aktivnosti - i posebno odnosi na klijentima - ostaju odvojene.
- Apsorpcija: Potpuna integracija dve organizacije.

Kod preuzimanja Nacionalne Štedionice radilo se o potpunoj integraciji preuzete banke u Eurobank EFG poslovni sistem. Potrebno je bilo integrirati sisteme, procese, procedure, strategije pod EFG korporativni identitet.

Postupak akvizicije, zbog svoje složenosti i kompleksnosti sproveden je u nekoliko faza:

- I faza: Regulisanje formalno-pravne regulative
- II faza: Uvođenje novih procedura u novu članicu EFG Grupe
- III faza: Promena imena imena u zajedničko ime Eurobank EFG Štedionica a.d. Beograd
 - Kako je Republika Srbija imala oko 30% udela u vlasništvu Nacionalne Štedionice, prilikom kupovine Štedionice od strane Eurobank EFG jednom od odredbi ugovora je propisano da u nazivu Banke mora da stoji Štedionica naredne 3 godine, na insistiranje države. Razlog tome je što se radilo o preuzimanju državne institucije sa velikim broj klijenata, te isplate stare devizne štednje.
- IV faza: Uvođenje informacione tehnologije i softverskih rešenja - Kod bankarskih merdžera potencijalne troškovne uštede na informacionim tehnologijama su veoma značajne i mogu da iznose čak 25%. Konsultantska firma McKinsey je procenila da 30-50% svih sinergija kod bankarskih merdžera direktno zavise od IT.
- V faza: Brendiranje ekspozitura u prepoznatljiv EFG korporativni identitet - Izazovi koji su stavljeni pred banku na srpskom tržištu ticali su se:
 - ✓ da kao nova banka na tržištu brzo postigne prisustvo na tržištu
 - ✓ da uspostavi poslovanje sa stanovništvom kao brend zasnovan na inovativnim proizvodima i uslugama
 - ✓ da kreira tehnološku infrastrukturu koja može da podrži rast i obezbedi poslovnu agilnost

4.1.4 Analiza finansijskih izveštaja EFG Eurobank ad

U ovom delu rada biće prezentovana finansijska analiza osnovnih finansijskih izveštaja (bilansa uspeha i bilansa stanja) za 2005. godinu (pre nego je Nacionalna Štedionica ad preuzeta), kao i analiza bilansa sa preseka na dan 30.06.2006. godine sa kojim je izvršeno spajanje sa EFG Eurobank ad.

4.1.4.1 Analiza bilansa uspeha

Tabela 1. Bilans uspeha EFG Eurobank ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2005.	30.06.2006.
Prihodi od kamata	708.383	863.641
Rashodi od kamata	272.941	277.650
Neto dobitak/gubitak po osnovu kamata	435.442	585.991
Prihodi od naknada i provizija	250.991	209.736
Rashodi od naknada i provizija	27.398	14.537
Neto dobitak po osnovu naknada i provizija	223.593	195.199
Dobici po osnovu HoV	41.823	85.846
Gubici po osnovu HoV	298	203.794
Neto dobitak/gubitak po osnovu prodaje HoV	41.525	-117.948
Pozitivne kursne razlike	4.970.268	8.416.127
Negativne kursne razlike	4.831.385	8.327.611
Neto prihodi/rashodi od kursnih razlika	138.883	88.516
Ostali poslovni prihodi	156.157	208.327
Rashodi indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja	639.398	1.235.750
Ostali poslovni rashodi	1.560.127	1.169.371
Dobitak/gubitak pre oporezivanja	-1.203.925	-1.445.036

EFG Eurobank ad je u 2005. godini generisala prihode (prihodi od kamata, naknada i provizija) u iznosu od 959,4 miliona dinara od kojih se 78,3% (708,4 miliona evra) odnosi na prihode od kamata, dok se preostalih 31,7% odnosi na prihode od naknada i provizija. Rashodi po osnovu kamata, naknada i provizija su iznosili 300,3 miliona evra od kojih se čak 90,9% odnosi na rashode kamata. Naime, neto dobitak po osnovu kamata, naknada i provizija na kraju 2005. godine je iznosio 659 miliona dinara. Pored navedenog Nacionalna Štedionica ad je iz poslova sa hartijama od vrednosti u 2005. godini ostvarila neto dobitak u iznosu od 41,5 miliona dinara, dok je neto prihod po osnovu kursnih razlika bio 138,9 miliona evra. EFG Eurobank ad u 2005. godini imala ostale poslovne rashode u iznosu od 1,6 milijardi dinara što znatno premašuje nivo prihoda po osnovu kamata, naknada i provizija. EFG Eurobank ad je 2005. godinu završila sa gubitkom pre oporezivanja u iznosu od 1,2 milijarde dinara

U prvoj polovini 2006. godine EFG Eurobank ad je generisala 781,2 miliona dinara neto dobitka od kamata, naknada i provizija. Usled visokog nivoa poslovnih rashoda i to pre svega ostalih poslovnih rashoda (1,2 milijarde dinara) i rashoda indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja (1,2 milijarde dinara) EFG Eurobank ad je na polugodišnjem preseku u 2006. godini generisala gubitak pre oporezivanja u iznosu 1,4 milijarde dinara.

4.1.4.2 Analiza bilansa stanja

Tabela 2. Bilans stanja EFG Eurobank ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2005.	30.06.2006.
--------------------	-------	-------------

Gotovina i gotovinski ekvivalenti	708.201	618.488
Depoziti kod centralne banke	2.408.502	5.083.654
Potraživanja za kamatu i naknadu	19.068	15.730
Plasmani bankama	205.260	4.381.015
Plasmani komitentima	6.259.846	10.705.571
HoV i drugi plasmani kojima se trguje	828.500	1.536.625
Učešće u kapitalu	0	4.279
Nematerijalna ulaganja	544.940	537.321
Osnovna sredstva	693.157	666.864
Ostala sredstva i aktivna vremenska razgraničenja	133.168	197.119
Odložena poreska sredstva	3.572	3.572
Ukupna aktiva	11.804.214	23.750.238
Obaveze	9.402.515	18.878.576
Obaveze prema bankama	787.679	1.014.850
Obaveze prema komitentima	7.887.494	17.099.009
Obaveze za kamate i naknada	25.618	32.520
Ostale obaveze iz poslovanja	123.046	110.751
Rezervisanja	60.036	147.774
Ostale obaveze i pasivna vremenska razgraničenja	518.642	473.672
Kapital	2.401.699	4.871.662
Akcijski i ostali kapital	3.661.100	7.576.100
Rezerve	303.549	303.549
Akumulirana dobit/gubitak	-1.562.950	-3.007.987
Ukupna pasiva	11.804.214	23.750.238

4.2 Nacionalna Štedionica ad – Target banka

4.2.1 Osnovne informacije o Nacionalnoj Štedionici ad

Nacionalna Štedionica ad je osnovana 25.12.2001. godine, a sa radom je zvanično počela 14.01.2002. godine.

Nacionalna Štedionica ad je osnovana sa ciljem da premosti jaz u bankarskom sektoru koji je nastao zatvaranjem četiri velike državne banke (JIK banka, Invest banka, Jugobanka i Slavija banka) koje su tada činile 80% bilansne sume celog bankarskog sistema Srbije ali su nagomilale gubitak u iznosu od čak 30% bruto društvenog proizvoda zbog čega je svaki pokušaj njihove rehabilitacije bio ekonomski besmislen.

Prevashodna uloga Nacionalne Štedionice ad je bila da vrati staru deviznu štednju građanima tj. da omogući efikasnu isplatu stare devizne štednje u propalim bankama (preko 2,5 miliona štednih knjižica i oko 8,7 milijardi nemačkih maraka).

Nacionalna Štedionica ad je osnovana kao nova banka sa većinskim državnim kapitalom (osnivački kapital banke je bio 365 miliona dinara tj. 5 miliona dinara). Inicijator osnivanja je Vlada Republike Srbije u dogovoru sa sledećim privrednim subjektima:

- JUBMES banka - 38,5% učešća
- Srpska banka - 9,6% učešća
- Beopetrol - 9,6% učešća
- Toza Marković - 9,6% učešća
- Energoprojekt - 5,8% učešća
- Apatinska pivara - 4,8% učešća
- DDOR - 4,8% učešća
- C Market - 4,8% učešća
- Kopaonik - 3,8% učešća
- Sintelon - 3,8% učešća
- Štedno-kreditna-zadruga - 2,9 % učešća
- Eurosalon - 1,9% učešća

Državno učešće u Nacionalnoj Štedionici ad u trenutku osnivanja je bilo 62,5% ali ne direktno, već indirektno preko akcionara.

Novim Zakonom o bankama cenzus je podignut na 10 miliona evra što je bilo neophodno da banke ispune najkasnije do 31.12.2003. godine, u suprotnom bi im pretilo oduzimanje dozvole za rad. Sve ovo je primoralo Nacionalnu Štedionicu ad na dokapitalizaciju tj. na novu (drugu) emisiju akcija koja je realizovana u junu 2002. godine u iznosu od 167,4 miliona dinara. Tom prilikom, nijedan od postojećih akcionara nije iskoristio pravo preče kupovine, već banka dobija četiri nova privatna akcionara sa ukupnim učešćem od oko 29% (Diners club, Principal, Pima, Skvadra). Nakon ove druge emisije indirektno učešće državnog kapitala u Nacionalnoj Štedionici ad svedeno je na oko 60%.

Skupšina akcionara jednoglasno donosi odluku o trećoj emisiji akcija 24.06.2003. godine kako bi dostigla neophodni cenzus. Država nije učestvovala u dokapitalizaciji što je dovelo do razvodnjavanja državnog kapitala. Naime, trećom emisijom akcija je izvršena dokapitalizacija od strane dva nova privatna akcionara u ukupnom iznosu od 200 miliona dinara čime je Nacionalna Štedionica ad dostigla cenzus od 10 miliona i time u poslednji čas izbegla bankrotstvo. Istovremeno, usled ne učestvovanja u dokapitalizaciji država gubi većinsko vlasništvo u

Nacionalnoj Štedionici ad (direktno učešće Republike Srbije u kapitalu Nacionalnoj Štedionici ad je iznosilo samo 10%).

Vlada Republike Srbije, 27.05.2004. godine donosi zaključak da ovlasti Ministarstvo finansija i Direkciju za imovinu da u postupku javnog nadmetanja ponudi na prodaju poslovni prostor i opremu bivšeg ZOP-a koje koristi 13 banaka, uz pravo preče kupovine od strane banaka i uz mogućnost isplate cene u novčanom obliku ili prenosom akcija poslovnih banaka u vlasništvo države. Od ukupno 13 banaka koje su koristile prostor bivšeg ZOP-a, čak 11 banaka je izrazilo interes za kupovinu poslovnog prostora, bilo plaćanjem u novcu, bilo izdavanjem akcija državi. Jedna od banaka koja je iskoristila ovu mogućnost bila je i Nacionalna Štedionica ad. Nakon sprovedene zakonske procedure, krajem juna 2005. godine Nacionalna Štedionica ad je realizovala četvrtu emisiju akcija u iznosu od 324,4 miliona dinara (kapital banke se time uvećava na sadašnjih 16 miliona evra), kojom Republika Srbija povećava svoj udeo u banci sa zatečenih 10% na 37,7%, konverzijom manjeg dela nekretnina koje banka koristi (10 objekata) u vlasništvo države. Na ovaj način, država ponovo stiče tzv. pravo blokirajuće manjine (učešće u kapitalu od preko 25%), koje joj omogućava pravo veta na sve odluke od strateškog značaja za rad Nacionalne Štedionice ad.

Kao rezultat uspešnog poslovanja, Nacionalna Štedionica ad je postala interesantna meta brojnim investitorima u okruženju. Najpovoljnija ponuda je došla od EFG Eurobank Ergasis S.A. (Grčka), tako da je Nacionalna Štedionica ad njima prodana u martu 2006. godine za iznos od 38 miliona evra što je čak 7,5 puta veća vrednost od iznosa koji je Republika Srbija uložila u kapital banke.

4.2.2 Analiza finansijskih izveštaja Nacionalne Štedionica ad

U ovom delu rada biće prezentovana finansijska analiza osnovnih finansijskih izveštaja (bilansa uspeha i bilansa stanja) za 2005. godinu (pre nego je Nacionalna Štedionica ad preuzeta), kao i analiza bilansa sa preseka na dan 30.06.2006. godine sa kojim je izvršeno spajanje sa EFG Eurobank ad.

4.2.2.1 Analiza bilansa uspeha

Tabela 3. Bilans uspeha Nacionalne Štedionice ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2005.	30.06.2006.
Prihodi od kamata	798.304	496.508
Rashodi od kamata	215.580	151.861
Neto dobitak/gubitak po osnovu kamata	582.724	344.647
Prihodi od naknada i provizija	453.556	267.694
Rashodi od naknada i provizija	59.586	22.539
Neto dobitak po osnovu naknada i provizija	393.970	245.155
Dobici po osnovu hartije od vrednosti	393.941	114.690
Gubici po osnovu hartija od vrednosti	23.710	33.686
Neto dobitak/gubitak po osnovu prodaje hartija od vrednosti	370.231	81.004
Pozitivne kursne razlike	958.396	895.397
Negativne kursne razlike	784.699	810.476
Neto prihodi/rashodi od kursnih razlika	173.697	84.921
Ostali poslovni prihodi	141.258	123.223
Rashodi indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja	319.266	640.550
Ostali poslovni rashodi	1.315.471	837.281
Prihodi od promene vrednosti imovine i obaveze	41.521	29.277
Rashodi od promene vrednosti imovine i obaveze	62.046	0
Neto prihodi/rashodi od promene vrednosti imovine i obaveze	-20.525	29.277
Dobitak/gubitak pre oporezivanja	6.618	-569.604

Nacionalna Štedionica ad je u 2005. godini generisala prihode (prihodi od kamata, naknada i provizija) u iznosu od 1,2 milijarde dinara od kojih se 63,8% (798,3 miliona evra) odnosi na prihode od kamata, dok se preostalih 36,2% odnosi na prihode od naknada i provizija. Rashodi po osnovu kamata, naknada i provizija su iznosili 275,2 miliona evra od kojih se čak 78,3% odnosi na rashode kamata. Naime, neto dobitak po osnovu kamata, naknada i provizija na kraju 2005. godine je iznosio 976,7 miliona dinara. Pored navedenog Nacionalna Štedionica ad je iz poslova sa hartijama od vrednosti u 2005. godini ostvarila neto dobitak u iznosu od 370,2 miliona dinara, dok je neto prihod po osnovu kursnih razlika bio 173,7 miliona evra. Nacionalna Štedionica ad u 2005. godini imala ostale poslovne rashode u iznosu od 1,3 milijarde dinara što čak premašuje nivo prihoda po osnovu kamata, naknada i provizija. Nacionalna Štedionica ad je 2005. godinu završila sa dobitkom pre oporezivanja u iznosu od 6,6 miliona dinara.

U prvoj polovini 2006. godine Nacionalna Štedionica ad je generisala 589,8 miliona dinara neto dobitka od kamata, naknada i provizija. Usled visokog nivoa poslovnih rashoda i to pre svega ostalih poslovnih rashoda (837,3 miliona dinara) Nacionalna Štedionica ad je na polugodišnjem preseku u 2006. godini generisala gubitak pre oporezivanja u iznosu od 569,6 miliona dinara.

4.2.2.2 Analiza bilansa stanja

Tabela 4. Bilans stanja Nacionalne Štedionice ad, za 2005. i 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2005.	30.06.2006.
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	1.521.420	1.739.653
Depoziti kod centralne banke	2.744.072	3.217.985
Potraživanja za kamatu i naknadu	29.265	39.145
Plasmani bankama	48.493	3.988.642
Plasmani komitentima	4.929.657	4.895.487
HoV i drugi plasmani kojima se trguje	1.228.816	495.609
Učešće u kapitalu	61.731	1.926.507
Nematerijalna ulaganja	52.146	65.525
Osnovna sredstva	584.443	637.999
Ostala sredstva i aktivna vremenska razgraničenja	232.885	175.652
Odložena poreska sredstva	25.989	25.990
Ukupna aktiva	11.458.917	17.208.194
Obaveze	10.128.690	12.912.197
Obaveze prema bankama	299.860	221.287
Obaveze prema komitentima	9.688.355	11.879.554
Obaveze za kamate i naknada	3.421	1.953
Ostale obaveze iz poslovanja	59.681	582.078
Rezervisanja	21.052	24.024
Ostale obaveze i pasivna vremenska razgraničenja	56.321	203.301
Kapital	1.330.227	4.295.997
Akcijski i ostali kapital	1.055.800	4.575.399
Rezerve	264.534	280.309
Akumulirana dobit/gubitak	9.893	-559.711
Ukupna pasiva	11.458.917	17.208.194

Aktiva Nacionalne Štedionice ad na kraju 2005. godine je iznosila 11,4 milijardi dinara. U strukturi aktive dominiraju plasmani komitentima sa učešćem od 43% dok se 23,9% odnosi na depozite kod centralne banke, 13,3% na gotovinu i gotovinske ekvivalente, a 10,7% na hartije od vrednosti i druge plasmane kojima se trguje. Plasmani komitentima se odnose na odobrene kredite i na kraju 2005. godine su iznosili 4,9 milijardi dinara. Depoziti kod centralne banke su iznosili 2,7 milijardi dinara i najvećim delom se odnose na obaveznu deviznu rezervu prema Narodnoj banci Srbije koja predstavlja minimalnu rezervu u stranoj valuti izdvojenu u skladu sa Odlukom Narodne banke Srbije o obaveznoj rezervi banaka kod Narodne banke Srbije, koja propisuje da banke obračunavaju obaveznu rezervu po stopi od 38% na iznos prosečnog dnevnog stanja deviznih sredstava u toku jednog kalendarskog meseca, kao i na iznos prosečnog dnevnog knjigovodstvenog stanja dinarskih depozita koji su indeksirani deviznom klauzulom. Od decembra 2005. godine, saglasno Odluci Narodne banke Srbije, u osnovicu za obračun obavezne devizne rezerve uključuje se i devizna štednja građana, koja se do tada vodila na posebnom računu kod Narodne banke Srbije i evidentirala u okviru Plasmata

bankama. Gotovina i gotovinski ekvivalenti na kraju 2005. godine je iznosila 1,5 milijardi dinara i najvećim delom se odnosi na obaveznu rezervu. U skladu sa Odlukom Narodne banke Srbije o obaveznoj rezervi banaka kod Narodne banke Srbije banka je dužna da obračunava i izdvaja obaveznu dinarsku rezervu po stopi od 18% na iznos prosečnog dnevnog stanja dinarskih sredstava u toku jednog kalendarskog meseca na svoj žiro račun kod Narodne banke Srbije. Kamatna stopa na iznos prosečnog stanja izdvojene dinarske rezerve u toku 2005. godine iznosila je 2,975% godišnje.

U strukturi pasive sa 84,5% učešća dominiraju obeveze prema komitentima, koje se odnose na primljene depozite. Kapital Nacionalne Štedionice na kraju 2005. godine je iznosio 1,3 milijarde dinara čineći 11,6% ukupne pasive.

Na polugodišnjem preseku u 2006. godini aktiva preduzeća je povećana 50,2% dostižući nivo od 17,2 milijarde dinara. Uzrok ovako velikog rasta aktive a samim tim i pasive je nova emisija akcija u iznosu od 3,5 milijarde dinara čime je povećana pozicija kapital u pasivi, odnosno pozicija plasmani bankama u aktivu.

4.3 *Preuzimanje Nacionalne Štedionice ad od strane EFG Eurobank ad*

4.3.1 Opis transakcije

Transakcija preuzimanja Nacionalne Štedionice ad od strane EFG Eurobank ad je realizovana metodom spajanja uz pripajanje koja je okončana 20 oktobra 2006. godine

Spajanje uz pripajanje je statusna promena kojom jedno društvo prestaje da postoji bez likvidacije, prenoseći drugom postojećem društvu celu svoju imovinu i obaveze, u zamenu za izdavanje akcija ili udela akcionarima ili članovima društva prestalog spajanjem od strane društva sticaoca, a ako je potrebno i novčanu doplatu koja ne prelazi 10% nominalne vrednosti tako izdatih akcija ili njihove računovodstvene vrednosti.

Upravni odbor EFG Eurobank ad i Upravni odbor Nacionalne Štedionice ad 12. maja 2006. godine usvojili su Pismo o namerama pripajanja Nacionalne Štedionice ad EFG Eurobanci ad. Na sednici Upravnog odbora Nacionalne Štedionice ad održanoj 7. juna 2006. godine usvojen je

nacrt Ugovora o spajanju kao i nacrt Odluke o spajanju uz pripajanje Nacionalne Štedionice ad EFG Eurobanci ad kojom je kao računovodstveni datum spajanja definisan 30. jun 2006. godine.

Skupštine obe banke su na sednicama održanim 28. septembra 2006. godine usvojile konačan Ugovor o spajanju. Agencija za privredne registre je 20. oktobra 2006. godine izdala Rešenje o spajanju uz pripajanje Nacionalne štedionice ad EFG Eurobanci ad čime je okončan proces spajanja uz pripajanje. Istog datuma je Agencija za privredne registre izdala i rešenje o promeni naziva banke u Eurobank EFG Štedionica ad.

4.3.2 Fuzija bilansa Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad

Kao računovodstveni datum spajanja definisan je 30.06.2006. godine. Spajanje uz pripajanje izvršeno je na osnovu metode udruživanja interesa. U skladu sa ovom metodom vrednost sredstava i obaveza priznata u finansijskim izveštajima svakog pojedinačnog pravnog lica je preneti u bilans spojenog pravnog lica.

Rezultat poslovanja Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad u periodu pre izvršenog spajanja uz pripajanje odnosno u periodu od 01.01.2006. godine do 30.06.2006. godine uključeni su u zbirni neto rezultat tekućeg perioda.

Tabela 5. Spojeni bilans Nacionalne Štedionica ad i EFG Eurobank ad na dan 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	Nacionalna Štedionica ad	EFG Eurobank ad	Prihodi/Rashodi iz međusobnih transakcija	Zbirno
Prihodi od kamata	496.508	863.641	5.501	1.354.648
Rashodi od kamata	151.861	277.650	5.501	424.010
Neto dobitak/gubitak po osnovu kamata	344.647	585.991		930.638
Prihodi od naknada i provizija	267.694	209.736		477.430
Rashodi od naknada i provizija	22.539	14.537		37.076
Neto dobitak po osnovu naknada i provizija	245.155	195.199		440.354
Dobici po osnovu HoV	114.690	85.846		200.536
Gubici po osnovu HoV	33.686	203.794		237.480
Neto dobitak/gubitak po osnovu prodaje HoV	81.004	-117.948		-36.944
Pozitivne kursne razlike	895.397	8.416.127		9.311.524
Negativne kursne razlike	810.476	8.327.611		9.138.087
Neto prihodi/rashodi od kursnih razlika	84.921	88.516		173.437
Ostali poslovni prihodi	123.223	208.327		331.550
Rashodi indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja	640.550	1.235.750		1.876.300
Ostali poslovni rashodi	837.281	1.169.371		2.006.652

Dobitak/gubitak pre oporezivanja	-569.604	-1.445.036	-2.014.640
----------------------------------	----------	------------	------------

Emisija akcija Nacionalne Štedionica ad

Na osnovu Odluke skupštine akcionara o povećanju osnovnog kapitala bez javne ponude od 12. maja 2006. godine i Odluke o izmenama odluke o distribuciji običnih akcija od 23. maja 2006. godine i Rešenja Komisije za hartije od vrednosti od 13. juna 2006. godine sprovedena je V emisija akcija Nacionalne Štedionice ad u vrednosti od 3.519.599 hiljada dinara. Emitovano je 5,215 akcija pojedinačne nominalne vrednosti od 100.000 dinara dok je prodajna vrednost iznosila 674.899 dinara pa je po osnovu ove emisije ostvarena emisiona premija u iznosu od 2.998.099 hiljada dinara. Emisiju akcija je u celosti otkupio postojeći većinski akcionar EFG Eurobank ad Eurobank Ergasias Atina.

Emisija akcija EFG Eurobank ad

Na osnovu Odluke Skupštine akcionara o povećanju kapitala bez javne ponude i Rešenja Komisije za hartije od vrednosti od 23. juna 2006. godine sprovedena je XI emisija akcija u vrednosti od 3.915.000 hiljada dinara. Emitovano je 27.000 akcija pojedinačne nominalne vrednosti od 100.000 dinara. Prodajna vrednost svake akcije iznosila je 145.000 dinara pa je po tom osnovu ostvarena emisiona premija u vrednosti od 1.215.000 hiljada dinara. Emisiju akcija je u celosti otkupio postojeći većinski akcionar EFG Eurobank ad Eurobank Ergasias Atina.

Budući da je sa stanjem na dan 30.06.2006. godine izvršeno spajanje uz pripajanje Nacionalne Štedionice ad EFG Eurobank ad, obe banke su u skladu sa zakonskom regulativom izvršile procenu kapitala sa stanjem na dati dan i sačinjen je Izveštaj o spajanju u kome je utvrđen ratio razmene akcija Nacionalne Štedionice ad od 3,65 odnosno svaki akcionar Nacionalne Štedionice ad za jednu svoju akciju dobija 3,65 akcija EFG Eurobank ad.

Tabela 6. Promene na kapitalu spojenog bilansa Nacionalne Štedionica ad i EFG Eurobank ad na dan 30.06.2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	Nacionalna Štedionica ad	EFG Eurobank ad	Zbirno
Stanje na dan 01.01.2006. godine	1.330.227	2.401.699	3.731.926
Nova emisija akcija	3.519.599	3.915.000	7.434.599
Povećavanje vrednosti po onovu revalorizacije	15.776		15.776

Rezultat perioda	-569.604	-1.445.036	-2.014.640
Stanje na dan 30.06.2006. godine	4.295.998	4.871.663	9.167.661

4.3.3 Analiza bilansa Eurobank EFG Štedionica ad

Nakon spajanja uz pripajanje Nacionalne Štedionice ad koji je zvanično okončan u oktobru 2006. godine, Eurobanka EFG ad menja naziv u Eurobank EFG Štedionica ad. U nastavku će biti prikazani bilansi spojenog preduzeća na dan 31.12.2006. godine. Ovde treba naglasiti da se prilikom sastavljanja bilansa pošlo od toga da su Nacionalne Štedionice ad i EFG Eurobank ad zajedno poslovale od početka 2006. godine iako je fuzija bilansa urađena tek na polugodišnjem preseku u 2006. godine.

Tabela 7. Bilans uspeha Eurobank EFG Štedionice ad, za 2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2006.
Prihodi od kamata	4.046.286
Rashodi od kamata	1.165.054
Neto dobitak/gubitak po osnovu kamata	2.881.232
Prihodi od naknada i provizija	889.425
Rashodi od naknada i provizija	156.012
Neto dobitak po osnovu naknada i provizija	733.413
Dobici po osnovu HoV	334.502
Gubici po osnovu HoV	556.148
Neto dobitak/gubitak po osnovu prodaje HoV	-221.646
Pozitivne kursne razlike	27.241.797
Negativne kursne razlike	26.936.833
Neto prihodi/rashodi od kursnih razlika	304.964
Ostali poslovni prihodi	256.601
Rashodi indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja	31.851
Ostali poslovni rashodi	4.289.598
Prihodi od promene vrednosti imovine i obaveze	32.421
Dobitak/gubitak pre oporezivanja	-334.464

Eurobank EFG Štedionica ad je na kraju 2006. godine generisala 4 milijarde dinara prihoda od kamate od čega je 48% kamata od stanovništva, 26,4% od NBS koja se plaća na obaveznu rezervu preko zakonskog minimuma i obveznice i blagajničke zapise, dok je samo 16,5% prihoda od kamata ostvareno od preduzeća. U 2006. godini ostvareno je i 889,4 miliona dinara prihoda od naknada i provizija.

U posmatranoj godini rashodi od kamata su iznosili 1,2 milijarde dinara a rashodi od naknada i provizija 156 miliona dinara tako da je neto dobitak po osnovu kamata, naknada i provizija u 2006. godini iznosio 3,6 milijardi dinara.

U 2006. godini Eurobank EFG Štedionica ad je generisala značajan nivo ostalih poslovnih rashoda u iznosu od 4,3 milijarde dinara što je čak više od ukupno generisanih prihoda od kamata kao i neto dobitka po osnovu kamata, naknada i provizija. U strukturi ostalih poslovnih rashoda dominiraju troškovi proizvodnih usluga (32,4%), troškovi zarada (30,8%) i sl. Ovako visok nivo ostalih poslovnih rashoda doveo je do gubitka pre oporezivanja u iznosu od 334,5 miliona dinara.

Tabela 8. Bilans stanja Eurobank EFG Štedionice ad, za 2006. godine, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2006.
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	1.471.226
Depoziti kod centralne banke	25.471.373
Potraživanja za kamatu i naknadu	73.832
Plasmani bankama	264.069
Plasmani komitentima	26.621.695
HoV i drugi plasmani kojima se trguje	215.831
Učešće u kapitalu	5.667.467
Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	4.569
Nematerijalna ulaganja	717.165
Osnovna sredstva	1.675.058
Ostala sredstva i aktivna vremenska razgraničenja	567.568
Odložena poreska sredstva	169.050
Ukupna aktiva	62.918.903
Obaveze	47.479.997
Obaveze prema bankama	3.761.180
Obaveze prema komitentima	42.072.057
Obaveze za kamate i naknada	53.885
Ostale obaveze iz poslovanja	356.611
Obaveze iz dobitka	700
Rezervisanja	34.636
Ostale obaveze i pasivna vremenska razgraničenja	1.200.928
Kapital	15.438.906
Akcijski i ostali kapital	16.366.226
Rezerve	817.140
Akumulirana dobit/gubitak	-1.744.460
Ukupna pasiva	62.918.903

Aktiva Eurobank EFG Štedionica ad na kraju 2006. godine je iznosila 62,9 milijardi dinara. U strukturi aktive dominiraju plasmani komitentima sa učešćem od 42,3% dok se 40,5% odnosi na depozite kod centralne banke, 9% na učešće u kapitalu.

Plasmani komitentima se odnose na odobrene kredite i na kraju 2006. godine su iznosili 26,6 milijardi dinara od koji se 42,1% odnosi na kratkoročne plasmane a preostalih 57,9% na

dugoročne plasmane. Analizom kreditnog portfolia po sektorima uočeno je da se 75,6% odnosi na stanovništvo, 12,2% na trgovinu, 3,2% na prerađivačku industriju i sl.

Depoziti kod centralne banke su iznosili 25,5 milijardi dinara od čega se 47,9% odnose na obaveznu deviznu rezervu prema Narodnoj banci Srbije koja predstavlja minimalnu rezervu u stranoj valuti izdvojenu u skladu sa Odlukom Narodne banke Srbije o obaveznoj rezervi banaka kod Narodne banke Srbije. Obaveznu rezervu banke obračunavaju na obaveze po deviznim depozitima i drugim deviznim obavezama. Obavezna rezerva se obračunava po stopi od 40% na iznos prosečnog dnevnog knjigovodstvenog stanja deviznih sredstava u prethodnom kalendarskom mesecu kao i dinarskih depozita koji su indeksirani deviznom klauzulom. Preostalih 52,1% depozita kod centralne banke se odnosi na REPO plasmane (REPO transakcije sa Narodnom bankom Srbije u iznosu od 278.734 hiljada dinara su reklasifikovane sa pozicije Plasmani bankama na poziciju Depoziti kod Narodne banke Srbije).

Pozicija učešće u kapitalu i ostale hartije od vrednosti raspoložive za prodaju u 2006. godini je iznosila 5,7 milijardi dinara i odnosi se na 48,84% učešća u kapitalu EFG Leasinga i na Obveznice stare devizne štednje se odnose na hartije od vrednosti koje je izdala Republika Srbija na osnovu Zakona o regulisanju javnog duga Savezne Republike Jugoslavije po osnovu devizne štednje građana. Obveznice su emitovane bez kupona, glase na ime i prenosive su. Obveznice glase na evro a mogu se isplaćivati u dinarima ili u evrima i registrovane su u Centralnom registru. Navedenim hartijama od vrednosti se aktivno trguje na Beogradskoj berzi. Banka je u toku 2006. godine vršila ulaganja viška likvidnih sredstava u obveznice stare devizne štednje koje su klasifikovane kao hartije raspoložive za prodaju budući da je namera Banke da se prodaja navednih hartija vrši prema potrebama za likvidnošću.

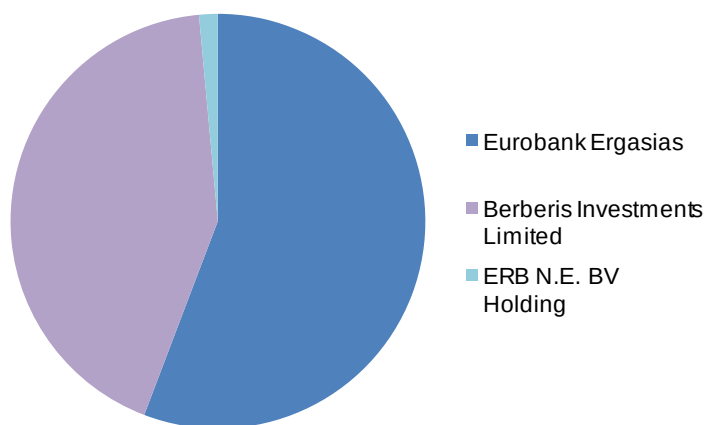
U strukturi pasive sa 66,9% učešća dominiraju obaveze prema komitentima, koje se odnose na primljene depozite. Depoziti su u 2006. godini iznosili 42,1 milijardu dinara od čega je 91,5% oročeno u stranoj valuti. Posmatrano po sektorskoj strukturi 48,9% depozita se odnosi na stanovništvo, 40,1% se odnosi na depozite stranih lica, 9,6% na depozite preduzeća.

Kapital Nacionalne Štedionice na kraju 2006. godine je iznosio 15,4 milijarde dinara čineći 24,5% ukupne pasive, pri čemu se 16,4 milijarde dinara odnose na akcijski kapital, 817,1 miliona dinara na rezerve a 1,7 milijardi dinara čini akumulirani gubitak iz prethodnih godina.

4.3.4 Eurobank ad danas

Danas (2012. godine) Eurobank ad je sa ukupnom aktivom od 168,9 milijardi dinara i tržišnim učešćem od 5,9% sedma rangirana banka na domaćem bankarskom sektoru. Na kraju 2012. godine Eurobank ad je imala 107 ekspozitura širom Srbije i zapošljavala 1.512 radnika.

Grafik 1. Vlasnička struktura Eurobank ad na dan 31.12.2012. godine



4.3.4.1 Analiza bilansa uspeha

Tabela 9. Bilans uspeha Eurobank ad za 2011. i 2012. godinu, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2011.	2012.
Prihodi od kamata	13.397.936	12.269.722
Rashodi od kamata	5.254.523	5.178.550
Neto dobitak/gubitak po osnovu kamata	8.143.413	7.091.172
Prihodi od naknada i provizija	2.151.961	2.237.312
Rashodi od naknada i provizija	277.376	282.845
Neto dobitak po osnovu naknada i provizija	1.874.585	1.954.467
Neto dobitak/gubitak po osnovu prodaje HoV	-10.919	-2.687
Neto prihodi/rashodi od kursnih razlika	347.578	-4.635.404
Prihodi od dividendi i učešća	893	0
Ostali poslovni prihodi	134.253	124.084
Neto prihodi/rashodi indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja	-2.297.519	-2.107.644
Troškovi zarada	2.080.335	2.005.819
Troškovi amortizacije	392.190	402.263
Ostali poslovni rashodi	2.962.913	2.960.838
Neto prihodi/rashodi od promene vrednosti imovine i obaveza	141.192	4.841.868

Dobitak/gubitak pre oporezivanja	2.898.038	1.896.936
---	------------------	------------------

Eurobank ad je u 2012. godini generisala prihode od kamata u iznosu od 12,3 milijarde dinara što predstavlja smanjenje od 8,4% u odnosu na prethodnu godinu. U strukturi prihoda od kamata dominiraju prihodi od kamata po osnovu kredita sa učešćem od 76,4%. Istovremeno generisano je 2,2 milijarde prihoda od naknada i provizija.

Ukupan neto dobitak po osnovu kamata, naknada i provizija na kraju 2012. godine iznosio je 9 milijardi dinara što predstavlja smanjenje od 9,7% u odnosu na nivo neto dobitka po osnovu kamata, naknada i provizija ostvarenog u 2011. godini (10 milijardi dinara).

Eurobank ad je u 2012. godini imala značajan nivo neto rashoda od kursnih razlika u iznosu od 4,6 milijardi dinara u odnosu na nivo iz 2011. godine kada je po osnovu kursnih razlika ostvaren neto prihod u iznosu od 347,6 miliona dinara.

I pozicija neto prihodi od promene vrednosti imovine i obaveza u 2012. godini je značajno promenjena u odnosu na 2011. godinu. Naime navedena pozicija je sa 141,2 miliona dinara povećana na čak 4,8 milijardi dinara.

Eurobank ad je u 2012. godinu završila sa dobitkom pre oporezivanja u iznosu od 1,9 milijardi dinara, što je za 34,5% manje u odnosu na nivo dobitka pre oporezivanja iz 2011. godine kada je ostvareno 2,9 milijardi dinara.

4.3.4.2 Analiza bilansa stanja

Tabela 10. Bilans stanja Eurobank ad za 2011. i 2012. godinu, u hiljadama dinara

u hiljadama dinara	2011.	2012.
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	6.143.802	18.611.242
Opozivi depoziti i krediti	30.021.537	16.525.669
Potraživanja za kamatu i naknadu	820.248	1.049.448
Dati krediti i depoziti	99.443.627	104.477.053
Hartije od vrednosti	14.393.074	19.031.938
Udeli (učešća)	20.479	20.479
Ostali plasmani	1.556.098	1.820.807
Nematerijalna ulaganja	1.580.939	1.688.581
Osnovna sredstva i investicione nekretnine	4.033.669	3.961.671
Odložena poreska sredstva	247.090	175.337

Ostala sredstva	2.214.174	1.565.279
Ukupna aktiva	160.474.737	168.927.504
Obaveze	116.714.916	123.515.989
Transakcioni depoziti	11.977.695	10.244.225
Ostali depoziti	74.558.308	82.647.147
Primljeni krediti	26.894.761	27.758.088
Obaveze po osnovu kamata, naknada i sl.	43.198	54.715
Rezervisanja	258.713	295.251
Obaveze za porez	17.689	20.021
Obaveze iz dobitka	700	700
Odložene poreske obaveze	28.397	110.200
Ostale obaveze	2.935.455	2.385.642
Kapital	43.759.821	45.411.515
Akcijski i ostali kapital	31.481.926	31.481.926
Rezerve	9.558.335	9.558.335
Revalorizovane reforme	18.930	141.979
Akumulirana dobit/gubitak	2.700.630	4.229.275
Ukupna pasiva	160.474.737	168.927.504

Aktiva Eurobank ad u 2012. godini povećana je 5,3% dostižući nivo od 168,9 milijardi dinara, čineći 5,9% ukupne aktive domaćeg bankarskog sektora. U strukturi aktive dominiraju sledeće pozicije: dati krediti i depoziti (61,8%), hartije od vrednosti (11,3%), gotovina i gotovinski ekvivalenti (11%) i opozivi depoziti (9,8%).

Dati krediti i depoziti u 2012. godini su iznosili 104,5 milijardi dinara što predstavlja povećanje od 5,1% u odnosu na nivo iz 2011. godine. U sektorskoj strukturi datih kredita i depozita 41,3% se odnosi na kredite odobrene stanovništvu, 33,5% se odnosi na kredite odobrene preduzećima, 16,7% se odnosi na kredite odobrene stranim licima i sl.

Gotovina i gotovinski ekvivalenti je u 2012. godini utrostručena do nivoa od 18,6 milijardi dinara od kojih se čak 68,7% odnosi na žiro račun. Od ukupno 12,8 milijardi dinara koliko se nalazi na žiro računu 8 milijardi dinara se odnosi na obračunatu obaveznu rezervu u dinarima. Upravo povećavanjem žiro računa povećana je i pozicija gotovina i gotovinski ekvivalenti.

Pozicija hartije od vrednosti u 2012. godini je iznosila 19 milijardi dinara što predstavlja povećanje od 32,2% u odnosu na nivo iz 2011. godine. U strukturi navedene pozicije 8,9 milijardi dinara se odnosi na obveznice stare devizne štedenja dok se 3,8 milijardi dinara odnosi na obveznice Ministarstva finansija Republike Srbije raspoložive za prodaju, a 6,3 milijarde dinara odnosi se na obveznice Ministarstva finansija Republike Srbije koje se drže do dospeća. Ostatak se odnosi na akcije.

Opozivi depoziti i krediti u 2012. godini su iznosili 16,5 milijardi dinara što predstavlja smanjenje od 45% u odnosu na prethodnu godinu. Opozivi depoziti i krediti u potpunosti se odnose na obaveznu rezervu kod Narodne banke Srbije u stranoj valuti.

U strukturi pasive u 2012. godini 73,1% se odnosi na obaveze, koje su povećane 5,8% do nivoa od 123,5 milijardi dinara. Ključne pozicije obaveza su: ostali depoziti (66,9%), primljeni krediti (22,5%), transakcioni depoziti (8,3%) i sl.

Pozicija ostali depoziti se odnosi na oročene depozite. U 2012. godini ostali depoziti su iznosili 82,6 milijardi dinara što je 10,8% u odnosu na nivo iz 2011. godine kada su iznosili 74,5 milijardi dinara. U strukturi depozita 81% se odnosi na depozite stanovništva, 6,2% na depozite preduzeća, 6% na depozite stranih lica i sl.

Primljeni krediti su u 2012. godini blago povećani (3,2%) do nivoa od 27,7 miliona evra i odnose se najvećim delom na kredite dobijene od Evropske investicione banke (3,5 milijardi dinara), Međunarodne finansijske korporacije (4,4 milijarde dinara), Evropske banke za obnovu i razvoj (2,7 milijardi dinara) i EFG Eurobank Ergasias (17,1 milijardi dinara).

Kapital Eurobank ad na kraju 2012. godine je iznosio 45,4 milijarde dinara čineći 26,9% ukupne pasive. U strukturi kapitala 69,3% se odnosi na akcijski i osnovni kapital, 21% na rezerve, 0,3% na revalorizovane rezerve a preostalih 9,3% na akumulirani dobitak iz prethodnih godina.

Zaključak

U transformacionim procesima koji su zahvatili savremenu industriju finansijskih usluga, merdžeri i akvizicije su se ispoljile kao značajna snaga i komponenta promena, koje su pre svega rezultirale u izmenjenoj strukturi bankarske industrije i zaoštavanju konkurencije u globalnim razmerama. Na globalnom bankarskom tržištu, i merdžeri i akvizicije velikih banaka se nastavljaju poslednjih godina, kreirajući velike i moćne finansijske institucije. Samim tim, banke proširuju svoje domete poslovanja, izvan nacionalnih granica i u prvi plan dolaze institucije koje svojom veličinom, tehnologijom i proizvodima zadovoljavaju potrebe klijenata. Samo krupni igrači na finansijskim tržištima imaju značajan uticaj na kretanje tokova kapitala i kreiranje međunarodnih finansijskih uslova. Iako su merdžeri i akvizicije u poslednjih par decenija naročito dobili na popularnosti, treba podvući činjenicu da njihova realizacija nije nimalo jednostavan čin. Bez obzira na to da li je nova kompanija, banka ili druga finansijska institucija nastala kao posledica spajanja ili preuzimanja, ona mora postići određena poboljšanja u svom poslovanju, kao rezultat sinergetskog delovanja. Jedino će ti efekti opravdati čitav postupak.

Postoje različite forme merdžera i akvizicija u zavisnosti od glavnih aktera i ciljeva koji se žele ostvariti. Koristi koje se očekuju od merdžera i akvizicija su: povećavanje tržišne snage, povećavanje profitabilnosti i povećavanje tržišne vrednosti banke.

Merdžeri i akvizicije u domaćem bankarskom sektoru realizovani su prodajom udela države u bankama stranim investitorima. Time je došlo do smanjenja broja banaka i dominantnog učešća stranih banaka na domaćem tržištu. S obzirom na svetsku finansijsku krizu i još uvek nerazvijeno domaće tržište i u narednom periodu se može očekivati smanjivanje broja banaka. Ovo se posebno odnosi na male banke koje nisu u vlasništvu stranih banaka i koje imaju ili će imati problema sa kreditiranjem, osiguravanjem profitabilnosti i likvidnosti.

U radu je korišćen primer preuzimanja tj. spajanja uz pripajanje Nacionalne Štedionice ad od strane Eurobank EFG ad. Eurobank EFG ad na domaći bankarski sektor je ušao 2003. godine u sklopu procesa transformacije domaćeg bankarskog sektora u savremeni sistem. Eurobank EFG ad je izvršila dve značajne akvizicije domaćih banaka. Prvo je akvizicijom Panonske banke ad obezbedila ulazak na domaće tržište dok je spajanjem uz preuzimanje Nacionalne Štedionica ad dobila razgranatu mrežu ekspozitura, pokrivši teritoriju cele zemlje i time povećavši tržišno učešće.

Preuzimanje Nacionalne Štedionice ad od strane EFG Eurobank ad realizovano je modelom interesne kupoprodaje i korišćenjem oblika neprijateljskog preuzimanja, što podrazumeva pripajanje prodavčeve ukupne imovine kupčevoj bez ostatka i bez ikakvog dodatka. Partneri u ovom modelu jednostavno sabiraju obim svoje aktive, pasive i vrednost akcijskog kapitala evidentiranog u okviru kupoprodajnog procesa. Rezultat je jasno fuzionisana banka koja iskazuje jednostavno sjedinjenu ukupnu vrednost aktive, pasive i akcijskog kapitala u jedan zajednički knjigovodstveni bilans stanja i bilans uspeha banke. Izveštaj o prihodima nove, konsolidovane banke obračunava prihode i rashode obe banke sabrane zajedno, za ukupan vremenski period koji je pokriven izveštajima o prihodima i rashodima.

Od ulaska na srpski bankarski sektor 2003. godine Eurobank EFG ad je ostvarila najveću ekspanziju tj. najveću stopu rasta među vodećim bankama u Srbiji. Danas je Eurobank ad sa ukupnom aktivom od 168,9 milijardi dinara i tržišnim učešćem od 5,9% sedma rangirana banka na domaćem bankarskom sektoru.

Literatura

1. Ćirović M, 2006, Bankarstvo, European Center for Peace and Development, Beograd
2. Damodaran A, 2007, Korporativne finansije - teorija i praksa, MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Prijepolje
3. Džek V, 2007, Veština pobeđivanja, Adižes, Novi Sad, str
4. Dess G, Lumpkin, G, Eisner A, 2007, Strategic Management, McGroaw-Hill Irwin
5. Freeman C, 1993, Daunsajzing and Redesingning Organizations, Organizational Change and Redesign“, Oxford University Press
6. Gogan P. A, 2004, Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija, Prometej, Novi Sad
7. Hitt A. M, Irleand D. R, Hoskisson, E. R, 2003, Strategic Management, Thomson South-Western
8. Colley J, Doyle J. L, Hardie R. D, 2001, Corporate Strategy, McGraw Hill
9. Kaplan R.S, Norton D.P, 2005, The strategy-focused organization: how balanced scorecard companies thrive in the new business environment, John Wiley and Sons
10. Lukić LJ, 2010, Upravljanje strukturnim promenama i konsolidacije u bankarstvu Srbije, Međunarodna Naučna Konferencija, Kruševac
11. Ranković M. J, 1996, Specijalni bilansi, Proinkom, Beograd
12. Rodić J, 1993, Poslovne finansije i procena vrednosti preduzeća, Ekonomika, Beograd
13. Schoenmaker D, 2011, The European Banking Landscape After The Crisis, Duisenberger School Of Finance, Amsterdam
14. Stojiljković M, Krstić J, 2000, Finansijska analiza, Ekonomski fakultet, Niš
15. Vasiljević S. M, 2009, Kompanijsko pravo, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd
16. Vučenović V, 1998, Menadžment-tehnologija i filozofija, Želnid, Beograd
17. Hadžić M, 2007, Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, Beograd
18. Lukić LJ, 2010, Upravljanje strukturnim promenama i konsolidacije u bankarstvu Srbije, Međunarodna Naučna Konferencija, Kruševac
19. Heffernan S, 2005, Modern Banking, John Wiley & Sons
20. Ćirović M, 2006, Bankarstvo, European Center for Peace and Development, Beograd
21. www.nbs.rs
22. www.eurobank.rs
23. www.eurobank.gr