

МЕРЏЕРИ И АКВИЗИЦИЈЕ КАО МЕТОДИ КОРПОРАТИВНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА

Јелена Мијатовић

Универзитет у Београду, Факултет организационих наука

Реструктурирање предузећа у најширем смислу подразумева сваку промену која је везана за власништво над предузећем, контролу, структуру капитала, његово пословање итд. У раду се детаљније разматрају мерџери и аквизиције. Циљ рада је да покаже разлоге који доводе до једног или другог, прикаже које се стратегије примењују код аквизиција, који су то специјализовани финансијски посредници, банке или брокерско-дилерске куће које пружају помоћ компанијама поступцима мерџера и аквизиција.

Кључне речи: *мерџер, аквизиција, корпорација, реструктурирање*

Увод

Куповина предузећа представља финансијску трансакцију која је често ризична али и скупа. Одабир начина финансирања и форме куповине предузећа веома су битни са становишта утврђивања трошкова ових трансакција и финансијске структуре компаније-купца, утицаја на очекивану стопу приноса на инвестиције спајања и ниво финансијског ризика. Најзаступљеније су готовина и акцијски капитал.

Стратегијско спајање је коришћење акцијског капитала у циљу финансирања, док се аквизиције углавном финансирају готовином. Значај појединих метода финансирања спајања предузећа мења се са променама тржишних услова. Током 60-тих и 70-тих година прошлог века конгломератски мерџери и аквизиције финансирани су се емитовањем обичних акција. Неколико година након колапса тржишта 1987. године, више од 70% свих трансакција спајања је било финансирало се готовински.

Свако успешно предузеће као и оно које то жели да постане, треба да постигне раст. Постоје унутрашњи и спољашњи раст предузећа. Раст највећег броја преузећа потиче из интерне експанзије, а она се јавља када постојећи делови предузећа остварују раст путем активности капиталног буџетирања. Пример раста који је много драматичнији и доводи до највећег раста цена акција јесу мерџери. Спољашњи раст подразумева власништво над другим предузећем. Преузимање других предузећа као и фузионисање предузећа спадају у процесе корпоративног реструктурирања.

Реструктурирање предузећа у најширем смислу подразумева сваку промену која је везана за власништво над предузећем, контролу, структуру капитала, његово пословање итд. Корпоративно реструктурирање укључује три различите групе активности које су међусобно повезане:¹ а) експанзију – мерџери и консолидације, јавне понуде, јоинт вентурес и аквизиције; б) контракције – (sell-offs, spin-offs) итд; ц) власништво и контрола – тржишта за контролу предузећа, берзанске понуде итд.

У наставку рада детаљније ћемо се бавити мерџерима и аквизицијама. Циљ овог рада је да покаже разлоге који доводе до једног или другог, прикаже које се стратегије примењују код аквизиција, као који су то специјализовани финансијски посредници, банке или брокерско-дилерске куће које пружају помоћ компанијама поступцима мерџера и аквизиција.

Појмови мерџера и аквизиција

Мерџери и аквизиције спадају у корпоративно реструктурирање. Ове активности за резултат имају експанзију предузећа или обима његове активности. Разлози и мотиви који доводе до одлуке да се два предузећа споје или да једно преузме друго, веома су разнолики. Због важности ових захтева и сложености поменутих активности са становишта предузећа, обично ове активности и стратегије помажу специјализовани учесници из области корпоративних финансија. Углавном се мисли на банке и брокерско-дилерске куће или друштва. У њима раде тимови експерата који нуде предузећима своју помоћ.

Активности које спадају у мерџере и аквизиције прецизно су законски регулисани. Законски акти прописују процедуру и начин одвијања ових активности, као и могућност примене одређених стратегија одбране и преузимања. У последње време ове активности су веома популарне али и носе високу новчану вредност, те је због тога битно да се прецизно регулишу процеси које ове активности укључују. Током ових процеса долази до промене у власништву, што утиче не само на власника него и на остале стејкхолдере (запослени, купци, добављачи, конкуренти, шира друштвена заједница итд.).

Закон прописује информације које морају бити јавно доступне приликом активности мерџера и аквизиција би све заинтересоване странке стекле увид у битна дешавања. Мерџери и аквизиције представљају битан део пословања инвестиционих банака и брокерско-дилерских друштава и они одавде генеришу значајан профит. Од 60-тих година XX-ог века банке су почеле да се баве и овим активностима, а од тада до данашњег дана ова област се стално развијала.

Мерџери

Мерџери и аквизиције су два различита појма.² Мерџер је трансакција која за резултат има спајање два или више предузећа у једно. Они се одвијају између предузећа различитих величина и економских снага, тако да обично предузеће које је веће апсорбује мање. Мерџери могу да се представе следећом релацијом:

$$A + B = A$$

¹ Brigham E. F., Houston J. F., *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Philadelphia, 1998, p. 78.

² DePamphilis, D. *Understanding Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Terminology*, 1999, p. 14.

Овде се ради о добровољном споразуму између предузећа која желе да удруже међусобне интересе³ комбинацијом својих средстава. Акције преузетог предузећа замењују се акцијама предузећа које врши преузимање. Овакав начин спајања предузећа у пракси се показао као не превише скуп, има трошкове реализације који су нижи у поређењу са другим начинима реструктурирања предузећа.

Појам мерџер се често меша са појмом консолидације предузећа. Консолидација је процес удруживања два или више предузећа која су приближно исте величине и економске снаге, при чему се формира једно, потпуно ново предузеће:

$$A + B = C$$

И у овом случају ради се о добровољном споразуму између предузећа. Акције оба предузећа у овом случају се замењују за акције новоформираног предузећа.

Према критеријуму економке функције мерџери се могу деле на:⁴

- а) Хоризонталне,
- б) Вертикалне,
- ц) Конгломератске,
- д) Конгенеричке.

Хоризонтални мерџери су спајања две фирме у оквиру исте пословне делатности. Хоризонтални мерџер има за циљ да обезбеди и искористи предности које пружа економија обима.

Вертикални мерџери укључују спајање две фирме које су тренутно у различитим фазама производње унутар исте пословне гране, а циљ је да се постигне виши квалитет и ефикасност производње.

Конгломератски мерџери јављају се из потребе предузећа да се заштите од променљивих економских услова. Они представљају спајање фирми из сасвим различитих делатности.

Конгенерички мерџери укључују спајање предузећа из генерално исте индустрије али за које не постоје везе са потрошачима или добављачима. Вертикални и хоризонтални мерџери генерално дају највеће синергетске користи, а истовремено их и највише нападају због гушења конкуренције.

Основни мотиви због којих се врше мерџери су: синергија, пореске олакшице, диверсификација и лични мотиви менаџера.

Основна мотивација већине мерџера јесте да се повећа вредност спојених предузећа. Зато је битан синергетски ефекат тј. да је вредност новонасталог предузећа виша од збира вредности предузећа у која су ушла у његов састав. Овај ефекат настаје из многих извора: из економије обима у менаџменту, маркетингу, производњи или дистрибуцији; из умањења трансакционих трошкова, раста ефикасности и тржишне због смањене конкуренције итд. поред синергетског ефекта менаџери ових предузећа додатно су стимулирани пореским олакшицама и редуkcијом нивоа пореског оптерећења. Диверсификација позитивно утиче на стабилност зараде предузећа и на тај начин је од велике користи својим власницима.

³ pooling of interests, engl.

⁴ Reed S. F., Lajoux A. R., The Art of M&A, A Merger Acquisition Buyout Guide, Irwin Professional Publishing, Chicago, 1995, p. 44.

Неке пословне одлуке могу се заснивати и на личној мотивацији менаџера Већи-на људи, а топ менаџери нарочито, воли моћ и зато многи од њих желе да управљају већом компанијом, уз коју иду и веће плате и бонуси. Иако ни један менаџер сигурно неће отворени признати да је његов его био основни и разлог неког мерџера, очито је да људски его игра важну улогу у многим мерџерима. Много мерџера направљено је тако да су више користи донели менаџерима него самим акционарима.

Аквизиције

Аквизиција представља трансакцију приликом које једно предузеће купује и за добија контролу над неким другим предузећем. Предузеће које врши преузимање – фирма понуђач⁵ купује циљно предузеће⁶ готовином или хартијама од вредности. Цена коју је понуђач спреман да плати за акције са собом носи одређени износ премије у односу на преовлађујућу цену акције предузећа таргета а у случају извршеног преузимања та разлика се у пословним књигама купца води као *goodwill*.

По критеријуму реакције менаџмента предузећа таргета на понуду за преузимање, аквизиција се може класификовати као пријатељско или непријатељско преузимање. Пријатељско преузимање (енгл. *friendly takeover*) подразумева достављање понуде предузећа понуђача менаџменту и управном одбору циљног предузећа. Након што су се они сагласили са роковима и условима престављене понуде, акционари циљног предузећа добијају готовину или акције предузећа понуђача, док менаџмент задржава своје позиције у предузећу.

Непријатељско преузимање (енгл. *hostile takeover*) је оно при ком менаџмент предузећа таргета не жели да прихвати понуду за преузимање и настоји да одврати акционаре од понуде. Уколико дође до преузимања, менаџмент предузећа таргета ће бити смењен. Развијене су многе стратегије одбијања неприхватљивих понуда које циљна предузећа могу да примене. Корпоративне аквизиције представљају капиталне инвестиције а циљ који се жели постићи је максимизирање вредности за акционаре.

Мотиви продавца могу бити: потребан је капитал за даљи развој, ослобађање од личних гаранција и дугова који могу угрозити финансијски положај породице код појаве немогућности даљег управљања предузећем (због старости, болести или смрти) велике компаније у неким случајевима желе да се ослободе неког дела пословања који се не уклапа у њихове стратешке планове итд. Информациона асиметрија представља појаву када се део посла преноси на припојено предузеће.⁷

Специјализована одељења унутар инвестиционе банке баве се пословима мерџера и аквизиција. Инвестиционе банке се у овом послу могу јавити на обе стране, и на страни понуђача и на страни таргета. У овим банкарским одељењима раде људи који су веома стручни и специјализовали су се за неке одређене типове мер-

⁵ engl. *acquiring firm*

⁶ engl. *target*

⁷ King, D. R.; Slotegraaf, R.; Kesner, I. (2008). "Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of R&D-intensive firms". *Organization Science*, p. 327.

цера и аквизиција. Нјихов је циљ да идентификују предузећа са суфицитом средстава која су вољна да купе друго предузеће, као и предузећа која желе да буду купљена. У оквиру овог сплета послова (мерџера и аквизиција (M&A)) инвестиционе банке нуде предузећима следеће услуге:

- а) проналазе предузећа кандидате за овакве послове,
- б) дају савете предузећу понуђачу,
- ц) пружају помоћ циљном предузећу да се одупре аквизицији,
- д) помажу у процени вредности предузећа таргета,
- е) пружају помоћ предузећу понуђачу у обезбеђењу средстава за финансирање куповине.

Инвестиционе банке имају обавезу чувања информација до којих дођу у току обављања своје делатности. Приликом обављања поступака мерџера и аквизиција банка процењује предузеће понуђача и током процеса који се назива *due diligence* и укључује детаљну анализу, захтева податке о позицији на тржишту, окружењу, структури тржишта, производима, добављачима, купцима, финансијском стању, законској регулативи. Врши се потпуна процена предузећа понуђача и циљних кандидата. Бира кандидат који одговара пословној стратегији предузећа понуђача и акционарима. Детаљна процена изабраног кандидата потребна је и како би се утврдила цена која ће се понудити акционарима циљног предузећа. Мотив уласка инвестиционих банака је остварење прихода. Остварење прихода се најчешће оптимално користи из вертикалних интеграција.⁸ Висок део прихода од провизија инвестиционе банке остварују од активности везаних за мерџере и аквизиције.

Стратегија спајања предузећа

Стратегије спајања предузеће могу се поделити у стратегије напада и стратегије одбране. Стратегије напада су оне стратегије које предузеће понуђач користи како би успешно припојило циљно предузеће, док су стратегије одбране стратегије које користи циљно предузеће како би се одбранило од преузимања.

Стратегија напада

Инвестициона банка пружа своју помоћ предузећу понуђачу у развоју бројних офанзивних стратегије у циљу успешног процеса аквизиције или мерџера. Неке од тих стратегија су:

Јавна понуда (енгл. *Tender offer*) – представља јавну понуду за откуп акција упућену власницима предузећа. Цена коју нуди понуђач виша је од текуће тржишне цене циљног предузећа. Понуда се објављује у средствима јавног информисања. Предност овог начина понуде је у томе што се понуда упућује директно власницима па избегавају менаџери и управни одбор који могу а и не морају имати исте интересе као и власници.

⁸ Maddigan, Ruth; Zaima, Janis (1985). "The Profitability of Vertical Integration". *Managerial and Decision Economics*, p. 178.

Борба заступника (енгл. Proxy fight) – заступник (енгл. Proxy) је особа овлашћена да гласа у име акционара неког предузећа. Борба заступника представља начин освајања контроле над циљним предузећем настојање да се акционари убеди да је потребна промена менаџмента предузећа и да би било боље да гласове повере заступницима. У случају да се акционари кроз проху гласове сагласе са тим, понуђач задобија контролу над предузећем без плаћања премије. Овај начин преузимања користе обично велики акционари мислећи да тако могу побољшати пословање предузећа.

Понуда за припајање (енгл. Merger bid) – директно је упућена менаџерима предузећа који доносе одлуке о понуди припајања, удруживања или куповине узимајући у обзир све битне факторе из понуде.

Загрљај медведа (енгл. Bear hug) – понуда се упућује управном одбору и менаџерима циљног предузећа и захтева се брз одговор на дату понуду. У понуди се акцентује намера понуђача да иде на јавну понуду ако је добије афирмативан одговор од управног одбора и менаџмента. Уколико до преузимања дође, менаџери који се у овом процесу нису показали спремни за кооперацију, сигурно ће бити смењени а дуги ће доћи на њихово место.

Стратегија одбране

Иста одељења инвестиционе банке која пружају саветодавну помоћ за понуђаче у погледу стратегија преузимања, саветују и предузећа таргете тј. циљана предузећа како да се одбране од нежељених преузимања или да створе најповољније услове за преузимање, како би извукле максимум из те ситуације. Инвестиционе банке на овај начин остварују знатан прилив од циљних преузећа. Бројне стратегије су развијене ради заштите од непријатељског преузимања од стране другог предузећа:

Амандмани у интерним актима предузећа – предузеће у својим интерним актима може да стави одредбе које ће отежати покушаје непријатељског преузимања. Ове одредбе називају се “замка за ајкуле” (енгл. Shark repellents) а неке од најбитнијих су:

а) *Supermajority provisions* – одредбе о *супервећинској сагласности* – захтева се веома висок степен сагласности акционара за прихват понуде преузимања, чак и до 90%,

б) *Staggered board* – “*ротирајући*” управном одбору – у складу са овом одредбом чланови управног одбора не бирају се одједном, него постоји прописани број чланова који се бира сваке године. Тиме се спречава понуђач да одмах задобије контролу над предузећем у случају његовог преузимања.

Отровне пилуле (енгл. poison pills) је стратегија где се даје право акционарима да, ако се појави опасност од непријатељског преузимања, изврше куповину додатне количине акција. Исто тако, у случају опасности од непријатељског преузимања предузеће може да изврши емисију дужничких хартија које повећавају степен задужености, што аутоматски чини преузимање мање атрактивним.

Промене у капитализацији (енгл. capitalisation changes) укључују емисију различитих класа акција, у оквиру којих једна класа има супериорније право гласа од других. Веће право гласа углавном иду оснивачима и члановима њихових породица, менаџерима и сл.

Златни падобран (енгл. golden parachutes) је покушај одвраћања понуђача од намере преузимања, тако што циљно предузеће споразумом гарантује менаџерима врло високу компензацију ако дође до сценарија непријатељског преузимања. Ово преузимање чини знатно скупљим и самим тим оно губи на атрактивности.

Бели витез (енгл. white knight) – у случају немогућности да се одбрани од непријатељског преузимања, циљно предузеће трага за витезом спасиоцем. Витез је пријатељска компанија која ће понудити вишу цену од непријатељске компаније, а која нема намеру да уводи драстичне промене у менаџмент структуру компаније.

Откуп акција уз премију (енгл. premium buy-back, greenmail) је понуда циљног предузећа за поновни откуп својих акција уз одређену премију. Са друге стране, аквизитер се обавезује уговором да неће куповати акције циљног предузећа у дефинисаном временском периоду.⁹

Стратегија Пацман представља најекстремнију од свих стратегија одбране јер у оквиру ње циљно предузеће даје контра понуду за откуп акција аквизитера.

Финансирање спајања предузећа готовином и финансирање спајања предузећа акцијским капиталом

Два основна начина финансирања спајања предузећа су финансирање спајања предузећа готовином и финансирање спајања предузећа акцијским капиталом.

Финансирање спајања предузећа готовином

Готовина представља најчешћи облик финансирања спајања предузећа у пракси и њиме се најједноставније реализује трансфер власништва. Целокупни ризик преузимају акционари предузећа – купца.

Готовина као облик финансирања привлачнија је са тачке гледишта предузећа-купца јер метод куповине пружа прилику за кориговање књиговодствене вредности средстава циљног предузећа на “фер” тржишну вредност. Тако се могу утврдити виши издаци по основу амортизације и добити нижа пореска основица.

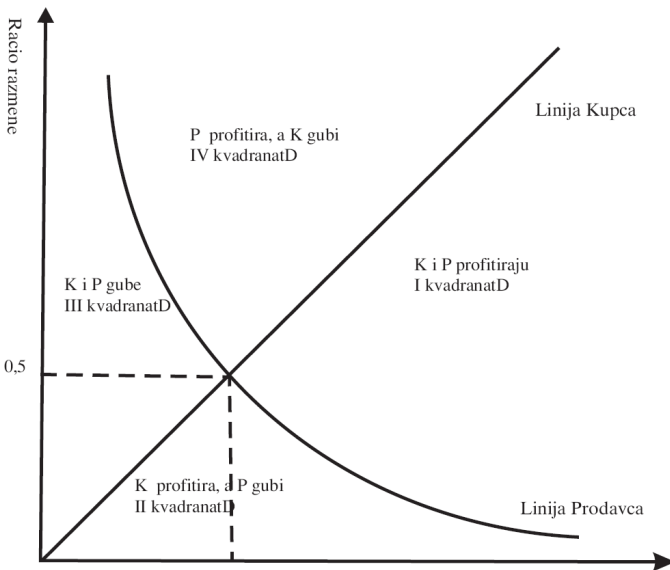
Како би акционари циљног предузећа имали индиферентан став према готовини и акцијама као алтернативним облицима финансирања, готовинска исплата мора бити повезана са користима пре опорезивања (нпр. са већим износом премије).

Извори готовине у трансакцијама мерџера и аквизиција су: (а) интерно генерисан нето новчани прилив, (б) дуг (банкарски кредит), (ц) емисију права непосредно пре објаве понуде о спајању и (д) тзв. vendors placing и vendors rights, тј. пласмане и права продавца. Сваки извор има своје специфичности и своју цену.

⁹ engl. Standstill agreement

Финансирање спајања предузећа акцијским капиталом

У оквиру ове стратегије, врши се емисија обичних акција и оне се размењују за акције циљног предузећа. Са аспекта власника предузећа-купца, потреба финансирања мерџера или аквизиције власничким капиталом јавља се када купац већ послује са високим нивоом финансијског leverage-a. Тада додатно задуживање као вид финансирања није прихватљиво, па се купац извору финансирања који је скупљи али доступан.¹⁰



Слика 1 – Утицај П/Е на рачио размене и расподелу ефеката које носи екстерни раст

Уколико претпоставимо ефикасност тржишта капитала, цена акција циљног предузећа одражава њену реалну или "унутрашњу" вредност засновану на информацијама које су биле доступне у тренутку вредновања. Премија за циљно предузеће ће бити плаћена једино у случају да купац сматра да "унутрашња" вредност премашује тренутну тржишну цену предузећа које припајамо. Крајња релација у којој ће се разменити акције циљног предузећа за акције предузећа-купца зависи од преговора о спајању (припајању) циљног предузећа, и инвестиционих могућности предузећа понуђача. Свака укључена страна пристаће само на онај рачио размене при ком постоји повољан однос очекиваних приноса и ризика. На висину рачио размене утицаће расменска релација између тржишне цене акција и нето добити по акцији, тј. П/Е рачио оба

¹⁰ Jensen M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review, Vol. 76, Issue 2, p. 97.

предузећа, који манифестује будући очекивани раст дивиденде. Различите комбинације очекиваних односа тржишне цене акција и нето добити по акцији као и рачна размене између акција два предузећа дата су на графику који су дали Ларсон и Гондес.

Линија "Купца" представља максимални рачно размене који купац сме да понуди при датој процени П/Е рачна. Линијом "Продавца" приказани су минимални односи размене између акција два предузећа које ће акционари циљног предузећа прихватити. Да би спајања (припајање) било профитабилно за акционаре оба предузећа, П/Е мора да се налази у првом квадранту графика.

Гледано из угла акционара циљног предузећа, финансирање акцијским капиталом има две битне предности. Прва је одлагање пореске обавезе.¹¹ Капитални добитак који акционари заменом акција за акције реализују, постаје опорезив тек у моменту продаје обичних акција које су акционари предузећа таргета добили у замену за своје уделе у власништву над циљним предузећем. Друга, не мање битна предност је што акционари циљног предузећа и у интегрисаном предузећу задржавају статус власника и на бази тога имају сва права као и акционари предузећа-купца. Они губе контролу над циљном компанијом, продајом права контроле над предузећем – таргетом они реализују значајан принос. Овде ризик да се очекивана синергија у постаквиизиционом периоду неће догодити, сноси и акционари предузећа-купца, и акционари циљног предузећа.

Стратегија вођства у трошковима и Стратегија вертикалне интеграција

Стратегија вођства у трошковима

Предност у трошковима представља једна од две конкурентске предности коју предузеће може задобити у оквиру гране. Трошкови играју битну улогу и у стратегији диференцирања јер и предузећа која су се одлучила за стратегију морају имати уједначене трошкове у односу на конкуренте. Уколико премијска цена која настаје као резултат стратегије није нижа од трошкова диференцирања, предузеће неће остварити супериорну перформансу. Кретање трошкова има велику утицај на структуру гране.

Како би остварило лидерску позицију у грани предузеће мора имати вођство у трошковима, како друга предузећа не би могла да га угрозе на лидерској позицији. То значи да предузеће у својој понуди има најниже продајне цене за своје производе и услуге. Овакво предузеће са најнижим ценама у грани сматра се за инфериорно јер је ниска цена повезана са ниским квалитетом.

Предузеће настоји да понуди прихватљив квалитет уз најниже могуће трошкове и тиме да створи значајну и одрживу конкурентску дистанцу у трошковима. Уколико је предузеће само један од више произвођача са нижим трошковима то не представља битну конкурентску предност. Предност остварује супериорно управљање, концентрација на бази снижења трошкова и без додавања производима оних својстава које потрошачи не сматрају за битна.

¹¹ Gaughan, P. A. (1997) Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. New York, p. 51.

Стратегија вођства у трошковима представља одговарајућу варијанту:¹²

- када је тражња еластична,
- када се сва предузећа у оквиру једне гране баве производњом релативно хомогених производа
- када нема више начина за диференцирање производа,
- када највећи број купаца користи производ на исти начин
- када купци уз ниске трошкове или без трошкова могу променити продавца, а заинтересовани су за најбољу куповину

Стратегија вертикалне интеграције

Стратегија вертикалне интеграције је стратегија којом се проширује конкурентско подручје деловања предузећа у истој грани и укључује ширење оквира делатности предузећа уназад (узводно) према изворима снабдевања и/или унапред (низводно) према крајњим корисницима финалних производа.

Уколико производно предузеће одабере интеграцију уназад, па изгради погон или припоји неко самостално предузеће за производњу одређених делова уместо да их као до тада набавља од добављача, оно суштински остаје у истој грани као и пре тога. Уколико произвођач одабере интеграцију унапред и сагради или припоји одређени број малопродајних објеката, ширина његове активности се повећава, али оно суштински остаје у оквиру исте грани делатности.¹³

Стратегија вертикалне интеграције може се обављати интеграцијом унапред, уназад или истовременом интеграцијом у оба смера. То зависи да ли менаџмент жели да буде потпуно интегрисано (сировине ⇒ полупроизводи ⇒ финални производи ⇒ дистрибуција ⇒ малопродаја) или делимично интегрисано предузеће којим управља. Основни разлог да се иде на вертикалну интеграцију је да се ојача тржишна позиција и/или да се обезбеди конкурентна предност.

Вертикална интеграција *унапред* погодна је када су тренутни дистрибутери предузећа скупи, када нису поуздани или су неспособни да испуне дистрибутивне потребе предузећа. Вертикална интеграција је привлачна за предузеће када оно има капитал и кадрове за обављање дистрибуцију сопствених производа. Још један случај у ком је вертикална интеграција атрактивна јесу постојећи дистрибутери или малопродаја који реализују високе марже што указује да предузеће може рентабилно да се бави дистрибуцијом својих производа и утиче на формирање цена које свакако може учинити конкурентнијим.

Интеграција *уназад* препоручљива је у ситуацији када су тренутни добављачи изразито скупи, непоуздани или не могу да обезбеде предузеће потребним деловима, склоповима и услугама, или уколико број добављача мали а конкурентни бројни. велики. Ово је погодна интеграција уколико се ради о грани која брзо рате, уколико предузеће има капитал и кадрове да само производи делове

¹² Todorović, J., Đurićin, D., Janošević, S., Strategijski menadžment,, Ekonomski Fakultet, Beograd, 2003.

¹³ Tregoe, B., Tobia, M. Zimmermann, J.: Strategy and Resource Allocation u knjizi The Banker's Handbook, Illinois 1988, str. 55.

и да се снабдева сировинама. Интеграција уназад доприноси стабилизацији трошкова сировина, а уколико добављачи послују са високом стопом добити онда је та активност привлачна за инвестирање и повољна је ситуација за интеграцију уназад.

Стратегија диверзификације

Бројни су разлози зашто се предузећа опредељују за стратегију диверсификације (нови производи на нова тржишта):¹⁴

– Предузеће није у стању да оствари своје пословне циљеве са постојећом ширином односа производ-тржиште. Разлози могу бити пад у тражњи производа или услуга, сатурација тржишта, јачање конкуренције и застарелост производа. Приноси на инвестирани капитал опадају.

– Иако постоји могућност да се настави са постојећим стратегијама раста (пенетрација тржишта, развој тржишта, развој производа, вертикална интеграција) предузеће може решити да се диверсификује како би на рационалнији начин користило остварени профит. Ово се ради уколико профит по својој висини превазилази могућности за раст које нуде постојеће стратегије. Предузеће жели повећа рентабилност и зато иде на диверсификацију.

– У случају када су могућности диверсификације довољно атрактивне да надокнаде ниску синергију, и када сектор за истраживање и развој предузећа долази до нових производа и услуга који се не уклапају у садашњу пословну оријентацију предузећа, предузеће може одлучити да уђе у диверсификацију.

– На овај корак предузеће се може одлучити и када не може да направи детаљну компаративну анализу између стратегија експанзије и стратегије диверсификације.

Два главна приступа диверсификацији предузећа су повезана и неповезана диверсификација. Повезана диверсификација може бити хоризонтална или концентрична, а карактерише је неколико повезаних линија пословања. Послови могу бити повезани преко различитих чинилаца – коришћења исте технологије, истих канала дистрибуције, раде исти запослени, користе се исти извори сировина, усмерени су на исте потрошаче. Хоризонтална је када је у питању исто тржиште и иста технологија, а вертикална када су у питању повезана тржишта и технологије.

Ризици повезане диверсификације могу бити:

– Да не постоји стварна повезаност и потенцијална синергија, а што се није видело на време.

– потенцијална синергија постоји, али не може да се реализује.

– постоје закони против нарушавања конкуренције који спречавају или ограничавају примену ове стратегије.

¹⁴ Wren, D. i Voich, D. Jr.: Menadžment – Proces, struktura, i ponašanje, Poslovni sistem Grmeč AD – Priredni pregled, 2001, Beograd, str. 14.

Неоповезана диверзификација је наступ на различита тржишта и уз помоћ различитих технологија, и обично се предузеће одлучује на њу ако се постојеће пословање налази у тренду опадања, нека друга тржишта нису достигла сатурацију, постоји капитал који треба пласирати или се указала могућност да се прошири пословање предузећа, закони о ограничењу конкуренције не односе се на све гране па се посао проширује на гране где овај закон не важи.

Најслабија тачка неповезане диверсификације је велики притисак на менаџмент предузећа. Топ менаџмент мора бити способан да:¹⁵

- одабере праве менаџмент тимове за индивидуалне пословне јединице
- разуме и добро процени предлоге појединих пословних јединица предузећа
- буде опрезан у давању оцена самосталним предузећима кандидатима за припајање.

Предузеће треба да избегава припајање фирми које се баве пословима којима оно не уме да управља.

Закључак

Бројне су стратегије за које се предузећа могу одлучити у процесима мерџера и аквизиције. Која стратегија ће бити одабрана зависи од много фактора. Један од најбитнијих је свакако вредности коју ће за акционаре донети ове промене. Међутим, што је успешнији процес интеграције после извршеног преузимања, теже је измерити вредност коју је преузимање створило. С проласком времена, и друга улагања и стратегије замаглиће ефекте које су креирали мерџери и аквизиције.

Истраживачи који су се бавили овим питањима углавном су сагласни око тога да преузимања повећавају вредност за акционаре циљног предузећа, јер не би ни прихватили понуду. Дебата је настала око питања да ли преузимања користе и акционарима предузећа понуђача. Менаџмент често може бити мотивисан за преузимање неким другим, личним разлозима, што смо већ помињали, а не повећањем вредности за акционаре. Менаџери могу донети одлуку о преузимању из жеље да управљају већом компанијом, што са собом повлачи и више плате, бонусе, моћ, репутацију и сл. Праћење промене цена акција предузећа у време спајања или трајања понуде за преузимање могу нам понудити одговоре на питање ко губи, а ко добија и колико.

Истраживања показују да цене акција циљног предузећа у просеку расту око 30% у случају непријатељског преузимања, док у случају пријатељског преузимања цена акција расте око 20%. Што се тиче предузећа понуђача цене његових акција не мењају се без обзира да ли се ради о пријатељском или непријатељском преузимању. Ово потврђује чињеницу да преузимања креирају нову вредност, али да ту вредност углавном преузимају акционари циљног предузећа. Ово је и логично, јер тешко да би циљно предузеће давало свој пристанак на подухват који му неће донети добит.

¹⁵ Weber, M.: The Theory of Social and Economic Organization, The Free Press, New York, 1947, str. 328.

Literatura

- [1] Đorđević, D. Carić, M. Nikolić, A., *Korporativne finansije*, FIMEK, Novi Sad, 2010.
- [2] Todorović, J., Đuričin, D., Janošević, S., *Strategijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
- [3] Vukasović, D., *Poslovne finansije*, Minerva, Subotica, 2009.
- [4] Brigham E. F., Houston J. F., *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Philadelphia, 1998.
- [5] Chowdhry B., Jegadeesh N. (2009), Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in Takeovers, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, Issue 1.
- [6] De Pamphilis, D. *Understanding Mergers, Acquisitions, and Other Corporate Restructuring Terminology*, 1999.
- [7] Kaplan S., Weisbach (1992), The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, *The Journal of Finance*, Vol. 47, Issue 1.
- [8] King, D. R.; Slotegraaf, R.; Kesner, I. (2008). "Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of R&D – intensive firms". *Organization Science*.
- [9] Maddigan, Ruth; Zaima, Janis (1985). "The Profitability of Vertical Integration". *Managerial and Decision Economics*.
- [10] Reed S. F., Lajoux A. R., *The Art of M&A, A Merger Acquisition Buyout Guide*, Irwin Professional Publishing, Chicago, 1995.
- [11] Weber, M.: *The Theory of Social and Economic Organization*, The Free Press, New York, 1947.
- [12] Wren, D. i Voich, D. Jr.: *Menadžment – Proces, struktura, i ponašanje*, Poslovni sistem Grmeč AD – Privredni pregled, 2001, Beograd.