

Dr Marija Čolak Mihalik*

MOGUĆE TAKTIKE U PROCESU PREUZIMANJA KOMPANIJA

Sve učestalija praksa preuzimanja kompanija, opredelila je i autora ovog rada za istraživanje na tu temu. Istina, naša iskustva u ovom domenu su veoma skromna, stoga će se u radu analizirati, na bazi raspoložive stručne literature i aktivnosti drugih zemalja u kojima su iskustva u ovom domenu daleko veća.



Imajući u vidu da su u okviru preuzimanja kompanija mogući modeli: dobrovoljno i neprijateljsko preuzimanje, u okviru ovog rada, detaljnije ćemo se baviti modelom neprijateljskog preuzimanja, bez pretenzije da će lista karakteristika time biti iscrpljena.

Kako su akteri u ovim aktivnostima, uglavnom, kompanije i to kompanija usmerena ka preuzimanju druge kompanije i kompanija koja je predmet preuzimanja tj. ciljna kompanija za preuzimača, pozabavićemo se i mogućim metodama koje kompanija može da primeni u aktivnostima preuzimanja ciljne kompanije.

Osvrnućemo se, kratko, i na aktivnosti koje neprijateljski ponuđač može da primeni pre primene bilo koje taktike.

Naravno, i ciljna kompanija raspolaže određenim odbrambenim

* Vojvođanska banka ad Novi Sad

mehanizmima koje ona može primeniti u aktivnostima usmerenim protiv preuzimanja od strane ponuđača, a koje su predmet analize posebnog rada.

Imajući u vidu da je cilj rada, prezentacija osnovnih karakteristika metoda koje ponuđač može da koristi u procesu preuzimanja kompanija, u radu se neće prezentovati pojedinačni primeri iz prakse kojih je zaista mnogo, jer bi to iziskivalo i daleko veći obim rada.

Učiniće se i kratak osvrt na korporacijsko upravljanje, u obimu za koji se proceni da je to neophodno.

Jedna, od veoma važnih karakteristika savremene tržišne privrede, ogleda se u mogućnosti njihovog brzog adaptiranja novonastalim uslovima. Ovo između ostalog, podrazumeva i proces prestrukturiranja kompanija, sa ciljem što boljeg tržišnog pozicioniranja.

Promene u strukturi ponude proizvoda i usluga u savremenim tržišnim ekonomijama povezane su i sa promenama u vlasničkoj strukturi kompanija. Ove promene, često involviraju i promene top menadžmenta i predstavljaju, osnovu za promenu poslovne strategije i poslovnog modela onih kompanija koje ostvaruju nedovoljne performanse.

Dolazi do vlasničkog preuzimanja nedovoljno uspešnih firmi od strane uspešnijih. Sve to doprinosi procesu dinamičkih promena u vlasničkoj i upravljačkoj privredi kao i procesima prilagođavanja promenama u tržišnom okruženju.

Fuzije i akvizicije

SAD je zemlja sa najvećim iskustvom u fuzijama i akvizicijama i u tim aktivnostima evidentno je prisustvo pet velikih perioda na polju integracija, ili kako se često zovu, talasa integracija. Ovaj period karakteriše ciklična aktivnost u pogledu većeg ili manjeg broja integracija. Prva četiri talasa odigrala su se u periodu između 1897-1904 godine; 1916-1929 godine; 1965-1969 godine; 1984-1989 godine. Krajem osamdesetih godina smanjuje se broj

integracija, da bi se početkom devedesetih njihov broj povećao, u okviru petog talasa integracija, koji je još u toku.¹

Učinimo, na ovom mestu, kratak osvrt, podsećanje na fuzije i akvizicije.

Pod fuzijom se podrazumeva, uglavnom, vlasničko spajanje dve kompanije, a pod akvizicijom, kupovina slabije od strane jače kompanije. Kako se kod fuzija obično zna koja kompanija dominira u transferu vlasničkih prava, one se mogu smatrati specifičnim oblikom akvizicije.

Spajanje vlasničkih prava kompanija, u okviru fuzije, odnosi se na akcijski kapital kao i aktivnosti obe kompanije koje ovim činom postaju jedna. Ujedinjena vlasnička struktura učestvuje kako u rizicima tako i u profitu novostvorene kompanije.

Kod akvizicije, jača kompanija vlasnički preuzima - kupuje slabiju kompaniju. Slabija kompanija na taj način prestaje da postoji kao pravni subjekt, a njene akcionare isplaćuje kompanija koja vrši preuzimanje. Kompanija koja je izvršila preuzimanje uspostavlja upravljačku kontrolu nad preuzetom kompanijom koja sada nastavlja da funkcioniše u novoj organizacionoj formi u okviru matične organizacije.

Ovom prilikom i jedna opaska. Rast potencijalnih institucionalnih investitora (penzioni, investicioni fondovi i osiguravajući zavodi), doprinelo je jačanju tržišta kapitala. Finansijska pozicija institucionalnih investitora omogućila je preko tržišta kapitala finansiranje projekata fuzija i akvizicije.

Profesor Ćirović ukazuje „Akvizicije u tržišnim privredama predstavljaju oprobani program koji znači vlasničko preuzimanje nedovoljno uspešnih preduzeća u cilju njihove ekonomske rehabilitacije. Pri tome, akvizicije znače promene u preuzetim preduzećima.

Prema konceptu ugovorne prirode firme (kompanije), ukazuje pomenuti autor, firma se shvata kao mreža ugovora kojima su određena prava i obaveze svih neposrednih i posrednih učesnika u funkcionisanju firme. Ti učesnici nazivaju se stejkholderi, pri čemu se misli na sve relevantne interesne grupe, naime

¹ Gaughan Patrick, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, New York, John Wiley, 1999.

na radnike, menadžere, vlasnike, kreditore, lokalnu zajednicu i državu.”²

U teoriji i praksi sreću se faktori koji deluju, kako u pravcu integracija firmi u šire organizacione oblike i to uglavnom putem fuzija i akvizicija, tako i oni faktori koji doprinose izdvajanju pojedinih organizacionih delova iz matičnih kompanija. Delovanje pomenutih faktora trebalo bi da doprinese unapređenju organizacione strukture, odnosno povećanju efikasnosti i profitabilnosti kompanija.

Korporaciono upravljanje

U većini kompanija odvojeno je vlasništvo od upravljanja, menadžmenta.

„Osobe zadužene za efikasno i efektivno odvijanje biznisa nazivaju se menadžerima, a menadžerska grupa u organizaciji najčešće se naziva menadžmentom. Može se kazati da menadžeri u organizaciji usmeravaju svoje napore prema zajedničkim, poželjnim ciljevima, ali preko aktivnosti drugih ljudi. U velikim kompanijama menadžeri su plaćene osobe koje mogu, ali ne moraju biti i njeni akcionari. Kao svojevrсни stjuardi firme, menadžeri su odgovorni za racionalno raspolaganje njenim i ukupnim resursima društva.”³

Vlasnik angažuje menadžera da izvrši određeni posao za njega uz utvrđenu naknadu. U sklopu te aktivnosti moguće je i davanje određenih ovlašćenja menadžeru i za donošenje odluka. Vlasnik pribavlja sredstva, kapital za realizaciju postavljenih zadatka, prisvaja efekte istog, ali snosi i rizik od mogućeg gubitka.

Ekonomska teorija ukazuje na konflikt interesa između vlasnika i upravljača. Osnovni cilj vlasnika je maksimizacija vrednosti kompanije (vrednosti akcija i dividende), dok su menadžeri, pre svega, zainteresovani za jačanje sopstvene pozicije kroz zaradu ili poslovnu reputaciju. Problem ovakvog konflikta interesa, prema preporukama ekonomske teorije, moguće je rešiti, između ostalog, i davanjem menadžerima opcija na akcije kompanije kojom upravljaju.

Korporaciono upravljanje tj. upravljanje

preduzećima je poslednjih godina u celom svetu vrlo atraktivno i dinamično područje.

Problemi korporacionog upravljanja, uglavnom se, ne javljaju u svim preduzećima, nego najčešće, u onim u kojima je prisutna odvojenost svojine od upravljanja.

Osnovu ovog problema, između ostalog, čini i asimetrija informacija. Po samoj prirodi stvari, menadžeri su uvek bolje informisani o relevantnim stvarima od vlasnika preduzeća što im, često, stvara mogućnost da se usredsređuju na maksimizovanje sopstvene koristi, nezavisno od interesa vlasnika kompanije. Stoga su vlasnici prinuđeni da iznalaze adekvatne načine motivisanja menadžera kako bi oni radili u njegovu, a ne u sopstvenu korist.

Rešavanje problema u upravljanju korporacijama, po mišljenju nekih autora, obično se traži na devet područja, odnosno kroz devet mehanizama koji ga mogu ublažiti.⁴ Njih čine:

- oslonac na težnju menadžera da steknu i očuvaju sopstvenu poslovnu reputaciju,
- usklađivanje interesa menadžmenta sa interesom korporacije i njenih vlasnika kroz podsticajne šeme nagrađivanja menadžera,
- delegiranje kontrole nad menadžmentom upravnom odboru,
- jasno definisanje fiducijarne dužnosti menadžera prema korporaciji, praćene tužbama pred sudovima kada je menadžer prekrši,
- delimična koncentracija svojine i kontrole u rukama jednog ili par većih investitora, čime se ublažava problem koji donosi disperzija vlasništva,
- tržište kapitala
- neprijateljsko preuzimanje firme (hostile takeovers)
- borba za zastupničke glasove na skupštini akcionara (proxy voting contests), gde dolazi do privremene koncentracije vlasništva ili glasova kada je to potrebno.
- zaštita manjinskih akcionara.

Većina ovih mehanizama oslanja se na neposrednu regulaciju funkcionisanja korporacija, dok neki od njih nisu neposredno

² Dr Milutin Ćirović, „Fuzije i akvizicije”, Novi Sad, 2004. godine

³ Dr Anđelko Lojpur „Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije” Podgorica, 2004.

⁴ B. Begović, R. Bukvić, B. Živković, B. Mijatović, D. Hiber „Unapređenje korporativnog upravljanja”, Beograd 2003.

vezani za korporaciju (reputacija, tržište kapitala), ukazuju autori.

Imajući u vidu temu i sadržaj rada, ovom prilikom, detaljnije ćemo se osvrnuti na jedan od prezentovanih devet mehanizama, a to je, neprijateljsko preuzimanje firme.

„Sledeće sredstvo disciplinovanja menadžera je tzv. neprijateljsko preuzimanje firme (hostile takeovers). Izvodi se na sledeći način: lovac na slabe firme uočava da je cena akcija jednog preduzeća niska, tj. niža od moguće, a zbog lošeg rada menadžmenta; on stoga daje ponudu vlasnicima da otkupi njihove akcije po višoj ceni nego što je tržišna; kada uspe da ostvari vlasničku kontrolu, on menja menadžment, postavlja bolji, i cena akcija raste; zarađuje i on i preostali (stari) vlasnici akcija.“⁵

Na bazi prezentovanog, nameće se zaključak da je ukupnjavanju vlasništva doprineo, između ostalog, slab rad menadžmenta, te se očekuje da će proces ukupnjavanja pozitivno delovati na korporativno upravljanje smenom prethodnog i dovođenjem novog, boljeg menadžmenta.

Unapređenju rada menadžera može da doprinese i postojanje latentne mogućnosti neprijateljskog preuzimanja. Kako? Tako, što u slučaju neprijateljskog preuzimanja, postoji mogućnost i dobijanja otkaza, a to će neminovno, uticati i na njihovu poslovnu reputaciju.

Neprijateljsko preuzimanje firmi je skup poduhvat i za njega se, uglavnom, opredeljuje u slučaju značajne potcenjenosti firme. Cenu preuzimanja, između ostalog, opredeljuju i troškovi angažovanja sredstava namenjenih za isplatu akcionara. Često su to značajniji iznosi sredstava, jer je neophodno akcionarima ponuditi, u cilju pridobijanja istih za prodaju akcija, cenu višu od tržišne, jer oni često razmišljaju i o zadržavanju akcija uvereni da će po okončanju procesa preuzimanja firme, iste vredeti više. Konstatacije da preuzimanje firmi zahteva značajna sredstva, podrazumeva da je za realizaciju ovog poduhvata neophodno razvijeno tržište novca na kojem bi se ista i

obezbedila.

Upravni odbor i menadžment firme koja je predmet neprijateljskog preuzimanja imaju razne mogućnosti za odbranu, a to se neminovno odražava na imovinu akcionara. Često je, ukazuje grupa autora, u pitanju i politički osetljivo pitanje, kada menadžerski lobiji uspevaju da izbore i zakonske restrikcije.

Jensen i Meckling, ukazuju da u situaciji kada menadžeri ne poseduju akcije firme, oni mogu biti više zainteresovani za svoje beneficije (automobili, luksuzne kancelarije), nego što bi inače bili, kada bi te troškove sami snosili. U cilju bar delimičnog otkanjanja potencijalne opasnosti, vlasnici kompanija pribegavaju kontrolnim mehanizmima koji deluju unutar kompanije. Naravno, sve to ima svoju cenu. Kontrolni mehanizmi se uspostavljaju u cilju limitiranja mogućnosti zloupotreba od strane menadžera.⁶

Kontrolni mehanizmi

Kontrolni mehanizmi mogu biti internog i eksternog karaktera. Ovom prilikom kratak osvrt na neke od njih.

Među glavne, interne, kontrolne mehanizme ubraja se bord direktora koji kontroliše ukupno poslovanje kompanije, a samim tim i poslovanje top menadžera. Izloženo, nedvosmisleno, ukazuju na značaj i kvalitet koji mora da poseduje bord direktora da bi blagovremeno mogao da uoči probleme u poslovanju i veoma brzo reaguje u cilju saniranja istih. Naravno, da u nekim situacijama preduzimanje određenih aktivnosti podrazumeva i maksimalnu obazrivost, imajući u vidu stepen rizika kao i eventualnu posledicu primene istih.

I spolja upućeni izazovi, fuzije i akvizicije, usmeravaju aktivnosti borda direktora i top menadžmenta na preduzimanje konkretnih aktivnosti za povećanje efikasnosti poslovanja. A zašto? Zato što eventualno preuzimanje upravljačke funkcije u kompaniji, od strane neke druge kompanije, obično dovodi i do promene u strukturi top menadžmenta. Logično, jer su

⁵ B. Begović, R. Bukvić, B. Živković, B. Mijatović, D. Hiber „Unapređenje korporativnog upravljanja“, Beograd 2003

⁶ Michael Jensen, W. H. Meckling, „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, Journal of Financial Economics, 1976, No. 3

najčešće, akvizicije ili fuzije, posledica loših rezultata prethodnog rukovodstva.

Dakle, u savremenim tržišnim ekonomijama postoji i spoljni kontrolni mehanizam efikasnosti kompanije, specijalno tržište, na kojem može da dođe do preuzimanja vlasničke kontrole nad kompanijom koja, u odnosu na svoje mogućnosti, ne iskazuju adekvatne rezultate.

Proces dinamičkih promena u vlasničkoj i upravljačkoj strukturi doprinosi procesu prilagođavanja promenama u tržišnom okruženju, kao i povećanju efikasnosti poslovanja.



Kod neprijateljskog preuzimanja kompanije kompanija koja namerava da preuzme drugu kompaniju obraća se direktno njenim akcionarima i nudi otkup akcija po višoj ceni od berzanske

Uspešna kompanija mora da bude dovoljno fleksibilna da prati i prilagođava se zahtevima tržišta. Dakle, mora da bude tehnološki inovativna i cenovno konkurentna za proizvode adekvatnog kvaliteta.

U teoriji i praksi susreću se dva modela akvizicije - preuzimanja kompanija: dobrovoljni i neprijateljski.

Dobrovoljno preuzimanje kompanija

Kod dobrovoljnog preuzimanja kompanije dolazi do direktnih pregovora između menadžmenta kompanije koja je zainteresovana za preuzimanje i menadžmenta ciljne

kompanije.

Kompanija koja je predmet preuzimanja je dužna, u slučaju opredeljenja za nastavak pregovora, da prezentuje tačne podatke za sagledavanje i ocenu vrednosti kompanije. Naravno, da ovim pregovorima prethodi niz aktivnosti u cilju prikupljanja informacija i sastavljanju liste potencijalnih kompanija za preuzimanje.

Rezultati analize i odgovori na pitanja opredeliće konačni stav, pristupiti ili ne, procesu preuzimanja kompanija.

Odluka o preuzimanju kompanije doneta je tada kada predstavnici obe kompanije zaključe ugovor o akviziciji, preuzimanju kompanije koji je neophodno da bude potvrđen od strane akcionara obe kompanije.⁷

Neprijateljsko preuzimanje kompanija

Naravno, situacija je sasvim drugačija kada se radi o neprijateljskom preuzimanju kompanija. Kod ovog modela kompanija koja namerava da preuzme drugu kompaniju obraća se direktno njenim akcionarima i nudi otkup akcija po višoj ceni od berzanske.

Ova ponuda, naziva se tenderskom i kada se ona podnese, ukazuje prof. Čirović, akcionari firme targeta imaju rok od 20 dana da donesu odluku o prihvatanju ili ne prihvatanju ponude. U tom roku mogu se pojaviti i druge kompanije sa svojim ponudama za preuzimanje uz navođenje uslova koji nude. Otvara se dakle konkurentna borba za preuzimanje firme targeta. Pomenuti autor ukazuje, da pri tome sve ponude za preuzimanje u pogledu uslova (posebno ponuđene cene po akciji) mogu da budu korigovane naviše. Šta obično u takvim situacijama čini menadžment targetirane kompanije? On pokušava da odvrati akcionare od prodaje akcija ističući da je kompanija dobra, da ima perspektivu, da će povećati stopu profitabilnosti kao i dividendu po akciji. Konačna odluka je ipak u rukama akcionara napadnute kompanije. Oni su ti koji će odlučiti hoće li poverovati menadžerima svoje

⁷ Videti: Jonathan Taylor, John Dewhurst „Evaluating Companies for Acquisition“, u knjizi How to Buy a Company, Cambridge (UK), 1989.

kompanije ili će prodati akcije kompaniji koja nudi najbolje uslove.

U literaturi se sreću različite klasifikacije metoda, taktike koje u praksi mogu biti primenjene od strane jedne kompanije zainteresovane za preuzimanje druge.

Moguća klasifikacija metoda napada

Jedna od mogućih klasifikacija metoda napada⁸ kod neprijateljskog preuzimanja kompanije je, po mišljenju pomenutog autora, na tajnu kupovinu akcija i borbu preko punomoćnika.

Tajna kupovina akcija

Kompanija koja želi da izvrši vlasničko preuzimanje odabrane kompanije, može, pre nego što uputi ponudu o preuzimanju, da na berzi tajno otkupi izvesnu količinu akcija odabrane kompanije i na taj način izbegne plaćanje premije na te, otkupljene, akcije.

Ona može i da vrši pritisak na menadžment targeta za prijateljsko preuzimanje uz određenu premiju, uz eventualnu i ponudu da će postojeći menadžment biti zadržan i posle preuzimanja. U slučaju da menadžment napadnute kompanije odbije ponudu, menadžment zainteresovane kompanije obraća se direktno akcionarima targeta tenderskom ponudom u kojoj nudi i visinu premije.

Borba preko punomoćnika

Napadačka kompanija nastojaće da stekne upravljačku kontrolu nad targetom, putem posedovanja manjinskog paketa akcija, ali uz obezbeđenje glasačkog potencijala malih akcionara. Mali akcionari, obično, na skupštini akcionara, ne koriste neposredno svoja glasačka prava. Oni to čine preko svojih zastupnika, punomoćnika. Napadačka kompanija nastoji da preko punomoćnika malih akcionara obezbedi dovoljno učešće u ukupnim glasovima na skupštini akcionara. To obezbeđuje napadačkoj kompaniji uspostavljanje kontrole nad targetom

na jeftiniji način. Kako? Tako što napadačka kompanija ne plaća velike iznose za kupovinu akcija uz plaćanje premije.

Prof. Ćirović ukazuje i na činjenicu da je neophodno da kod svih akvizicija/fuzija realizovanih na bazi prijateljske ili neprijateljske procedure, ugovori o preuzimanju budu potvrđeni od strane nadležne državne institucije, ako se radi o preuzimanju gde je po vrednosti aktiva ili prodaja veća od određenog vrednosnog praga. A šta je cilj ove intervencije države? Da, po potrebi, spreči da ugovor stupi na snagu u slučaju da se oceni da bi to dovelo do stvaranja oligopola, monopola sa efektima na porast cena u odgovarajućim segmentima tržišta.

U radu je već ukazano da se procesi akvizicija i fuzija uglavnom odvijaju u talasima i da ih je do sada u SAD-u bilo pet.

Osamdesetih godina, u okviru četvrtog talasa integracija, primenjivane su sve moćnije taktike u realizaciji neprijateljskih akvizicija. Zašto? Zato što su potencijalne ciljne kompanije gradile sve jače mehanizme odbrane od preuzimanja.

U početku su korišćene jednostavnije tehnike i one su tada bile i dovoljne, da najčešće iznenađenu i izbezumljenu ciljnu kompaniju, primoraju na predaju. Vremenom se broj neprijateljskih preuzimanja intenzivirao i to je iziskivalo veću obazrivost kod ciljne kompanije i usavršavanje metoda odbrane, a kod ponuđača unapređenje taktike preuzimanja.

Raspoložive mogućnosti neprijateljskog ponuđača pre primene bilo koje taktike

Osvrnimo se ukratko, ovom prilikom i na raspoložive mogućnosti, koje neprijateljski ponuđač može da primeni, pre bilo koje taktike.

Neprijateljski ponuđač može i pre upućivanja direktne ponude da pribegne akviziciji akcija ciljne kompanije, uz nastojanje, kako je u radu već i istaknuto da isto ostane u tajnosti, kako akcije ciljne kompanije ne bi počele da rastu.

⁸ Videti: Dr Milutin Ćirović „Fuzije i akvizicije“, Novi Sad 2004.

Šire o napadačkoj i odbrambenoj taktici kod neprijateljskih akvizicija videti: Sudarsanam, Sudi, Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. Harlow (England): Prentice Hall/Financial Times, 2003.

Kako se obezbeđuje tajnost ovih aktivnosti? Korišćenjem, u praksi poznatih, korporacijskih čaura i ortakluka, koji vrše kupovine u ime zainteresovanih kompanija i to na način da njihova imena ne upućuju na identitet krajnjeg kupca.

Zakonska regulativa, u nekim zemljama, utvrđuje i obaveze ponuđača, za slučaj da poseduje određeni iznos akcija ciljne kompanije

Tako naprimer, kupac po sticanju 5% ukupnih akcija ciljne kompanije u obavezi je da u narednih deset dana i javno objavi svoje namere. U tom periodu ponuđač može da uveća svoj broj akcija ciljne kompanije koje kasnije, mogu i doprineti većem stepenu uspešnosti direktne ponude. Mogu doprineti i poboljšanju pozicije i u pogledu broja glasova koje kontroliše, a to će mu, verovatno, primenom preglasavanja omogućiti uspešnije okončanje posla.

A koje su mogućnosti ponuđača u slučaju da ne osvoji kontrolu nad odborom direktora? Može da postavi svoje zastupnike u odboru, što bi mu omogućilo i iznuđenje određenih akcija, u koje bi se, između ostalog, mogle svrstati i one koje bi otežale poslovodstvu isplatu dodatnih dividendi.

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 ciljnom kompanijom za pristanak na prijateljsku direktnu ponudu i na taj način obeshrabri potencijalne dobre vitezove na upućivanje ponuda.

Kupovina akcija na otvorenom tržištu može da bude nagoveštaj buduće direktne ponude, ali i alternativa istoj. Neprijateljski ponuđač, može, u situaciji u kojoj proceni da bi direktna ponuda mogla da bude nesuspešna da odustane od nje. Cilj kupovine akcija na otvorenom tržištu je pokušaj kupovine adekvatnog broja akcija za osvajanje kontrole nad nekom kompanijom. U ovome, značajno, može da pomogne i investiciona banka neprijateljskog ponuđača koja asistira usmeravajući finansijska sredstva u kupovinu akcija kao i u iznalaženju većih paketa akcija na tržištu koji bi se mogli odkupiti. Tajnost ove realizacije investiciona banka može da obezbedi preko raznih korporacija ili

partnerstava.

Učinimo, ovom prilikom i kratku komparaciju između kupovine akcija na otvorenom tržištu i direktne ponude.

Na prvi pogled kupovina na otvorenom tržištu ima izvesne prednosti u odnosu na direktnu ponudu. Izbegavaju se komplikovane pravne procedure kao i troškovi u vezi sa procedurom direktne prodaje. Troškovi direktne ponude mogu da budu daleko veći od provizije brokera pri pokušaju da se kupovinom akcija osvoji kontrola nad ciljnom kompanijom. Ponuđaču koji kupuje akcije na otvorenom tržištu ništa ne garantuje da će uspeti da osvoji kontrolu nad ciljnom kompanijom. On se čak u slučaju da ne obezbedi 51% vlasništva nad akcijama, može naći u neželjenoj poziciji manjinskog vlasnika. Prednost direktne ponude je u tome što ponuđač nije obavezan da kupi ponuđene akcije u slučaju da nije ponuđen potreban broj akcija.

U stručnoj literaturi prezentovane su i mogućnosti koje stoje na raspolaganju ponuđaču kao manjinskom vlasniku. U toj grupi nalaze se: mogućnost za pokretanje procesa direktne ponude, procesa preglasavanja i prodaje manjinskih akcija.

Velike kupovine akcija na otvorenom tržištu je veoma teško držati u tajnosti. Učesnici na tržištu, kupovinu akcija, vide kao signal da se neki ponuđač sprema da napadne ciljnu kompaniju. Ne retko i akcionari oklevaju sa ponudom akcija očekujući rast cena, sem u slučaju da im se ponudi atraktivna cena.

Posredovane kupovine su efikasne ali i skupe. Njihova efikasnost ispoljava se u slučajevima kada ponuđač može da locira velike pakete akcija u rukama manjeg broja akcionara. Koncentracija akcija je često prisutna kod arbitražera koji su, uglavnom, spremni da prodaju akcije, a čekaju adekvatnu cenu. Ovo ujedno i predstavlja mogućnost za ponuđača da dođe u posed željenog broja akcija za osvajanje efikasne kontrole nad ciljnom kompanijom, naravno pod uslovom da je spreman da plati cenu istog.

Jedna od takvih mogućnosti je prikupljanje određenog broja akcija ciljne kompanije, koja bi mu mogla poslužiti kao odskočna daska za lansiranje neprijateljske ponude. Prednost nabavke na ovaj način akcija je u mogućnosti da

se na ovakav način obezbeđene akcije, najčešće, ne plaćaju premije i to umanjuje troškove akvizicije. Pored navedenog, ponuđač može da dođe i do određenih prava, koja imaju i ostali akcionari, pa prema tome i do starateljske dužnosti koje bi odbor u ovom slučaju imao prema ponuđaču u njegovoj dvostrukoj ulozi, ulozi neprijateljskog ponuđača i akcionara ciljne kompanije.⁹ To je, ukazuje pomenuti autor, i razlog što su mere odbrane isključivo i najčešće usmerene na odbijanje prikupljača akcija kao neprijateljskog ponuđača.

U vezi sa izloženim i opaska, da izvršena istraživanja ukazuju, da bez obzira na koristi od postavljenja odskočne daske pre pokretanja inicijative za preuzimanje putem direktne ponude, većina ponuđača je ne koristi.

Ponuđač može i neformalno, pre iniciranja aktivnosti oko neprijateljskog preuzimanja, da stupi u kontakt sa upravom ciljne kompanije. To najčešće čini neko od članova uprave ponuđača ili ovlašćeni predstavnik uprave, na primer, investiciona banka ponuđača. Kada se primenjuje ovakav način pristupa? Tada kada ponuđač nije siguran u način reakcije ciljne kompanije. U literaturi su prisutna mišljenja, da ovakav korak ponuđača, u slučajevima kada je ciljna kompanija bila objekat drugih neprijateljskih ponuda koje je prethodno odbila, ili ako je javno istakla svoju nameru da ostane nezavisna, može da bude višestruko koristan. Ali ovaj korak može i da šteti ponuđaču, jer on time unapred obaveštava ciljnu kompaniju o njegovoj zainteresovanosti. Jasno je da u ovakvim situacijama ciljna kompanija pokušava da dobije u vremenu, a ponuđač nastoji da što pre okonča borbu oko preuzimanja. Upravljački tim potencijalne ciljne kompanije, pravnici, uglavnom, savetuju da ne stupaju u navodno neobavezujuće razgovore čiji bi sadržaj kasnije mogao biti iskorišćen i interpretiran kao izraz zainteresovanosti, već da nedvosmisleno stave do znanja ponuđaču da ciljna kompanija želi da ostane nezavisna.

Broj taktika neprijateljskog ponuđača manji je u odnosu na broj taktika odbrane koje stoje na raspolaganju ciljnim kompanijama. Ciljne

kompanije, metode odbrane, mogu da koriste kako pre tako i u toku neprijateljske ponude.

Još jedna od mogućih klasifikacija taktika preuzimanja

U radu je već ukazano da se u literaturi sreće različite klasifikacije taktika koje ponuđač može da koristi. Kao jedna od mogućih ističe se:¹⁰ medveđi zagrljaj (bear hug), direktna prodaja (tenderoffer) i borba punomoćjima (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.

U nastavku sledi, nešto detaljnija, prezentacija osnovnih karakteristika svake od pomenute taktike, bez pretenzije da će lista karakteristika time biti i iscrpljena.

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 ciljna kompanija 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.

U okviru ove taktike ponuđač može da izvrši pritisak na upravljački tim ciljne kompanije 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 ciljne kompanije 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

⁹ Gaughan Patrick, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, New York, JohnWiley, 1999.

¹⁰ Gaughan Patrick, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, New York, John Wiley,1999.

neizvršavanje svojih povereničkih obaveza.¹¹

A šta čine arbitražeri po obelodanjivanju medveđeg zagrljaja? Oni počinju sa prikupljanjem akcija ciljne kompanije. 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 ciljnoj kompaniji održavanje njene nezavisnosti.

Efekti primene ove taktike su devedesetih godina nešto smanjeni zbog intenzivnije primene otrovnih pilula.



Medveđi zagrljaj kao taktika koja se i danas primenjuje na početku neprijateljskog preuzimanja

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 ciljne kompanije da prihvati ponudu, navodi pomenuti autor. Najčešći odgovor odbora ciljne kompanije koji nije zainteresovan 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 ciljne kompanije, pad radnog entuzijazma i slično.

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

Neodlučni akcionari uglavnom, se 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 ciljne kompanije može i da dovede do uspešne realizacije preuzimanja.

Direktna ponuda

Osamdesetih godina, direktne ponude bile su najčešće korišćen način neprijateljskih preuzimanja. Prethodnih godina, preglasavanje dominiralo je kao taktika neprijateljskog 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.

Kada se primenjuje taktika direktne ponude? Tada kada prijateljski pregovori ne dovedu do željenog cilja. Koje efekte ponuđač očekuje od upućivanja direktne ponude? Očekuje da će na taj način izbeći upliv uprave ciljne kompanije kao i da će osvojiti kontrolu nad kompanijom, bez obzira na protivljenje posloводства.

¹¹ Videti: Gaughan Patrick, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, New York, John Wiley, 1999.

Ponuđač normalno, vrši i procenu vrednosti ciljne kompanije. Ponudu upućuje tada kada oceni da je ista potcenjena i da bi pod njegovim rukovodstvom postigla mnogo bolje rezultate i profit, koji bi premašili i opravdali i visoko isplaćenu premiju za njeno 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 i posrednički agent.

Osvrnimo se ovom prilikom, ukratko, na ulogu svakog od njih.

Najkompleksniju ulogu imaju investicione banke, koje konsalting usluge mogu da pružaju obema stranama učesnicima u procesima preuzimanja kompanija. Ali naravno, kada su u pitanju pojedinačni slučajevi, svoje usluge mogu pružati samo jednoj od strana učesnica u ovom procesu. Preuzimačkoj kompanije 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 kompaniju targete mogle bi biti: kreiranje strategije odbrane, evaluacija targeta, usluge u vezi sa kombinacijama metoda plaćanja akvizicija, pomoć oko aranžiranja divesticija.¹² 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 kompanije i emitovanjem hartija od vrednosti. U toj grupi hartija mogu se naći niskorangirane obveznice sa visokim prinosom. Investiciona banka

može da obezbedi i pozajmice. Njena uloga je izuzetno značajna i u situacijama kada ciljna kompanija pruža otpor primenom usavršenih metoda odbrane.

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

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.

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 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.

Mišljenja smo da bi na ovom mestu bilo uputno, samo na kratko osvrnuti se, kada je u pitanju neprijateljsko preuzimanje, na još jedan faktor, a to su arbitražeri. Šta je zapravo njihova uloga i šta oni rade? Po objavljivanju tenderske ponude od strane napadačke kompanije, oni kreću sa kupovinom akcija firmi. Poznato je u praksi da po objavljivanju ponude za preuzimanje firme na berzi dolazi do skoka cene akcija kompanije targeta. Ovome svakako doprinosi činjenica da je po opredelenju za preuzimanje kompanije preuzimač spreman da plati premiju na dotadašnju tržišnu cenu. Ta premija može da iznosi čak i 40-50% u odnosu na cenu akcija pre objavljivanja ponude za

¹² Videti: Sudarsanam, Sudi, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Harlow (England): Prentice Hall/Financial Times, 2003.

pruzimanje. To koriste finansijski spekulanti (arbitražeri ili arbsi) koji odmah otpočinju sa kupovinom akcija kompanije targeta pre povećanja cene istih. U slučaju da dođe do realizacije akvizicionog dila po višoj ceni u koju je uključena i premija, arbitražeri prodaju kupljene akcije i na taj način za veoma kratko vreme ostvaruju veliki kapitalni dobitak. A kako arbitražeri prolaze u slučaju da ne dođe do zaključivanja akvizicionog dila? Cene akcija vraćaju se na raniji nivo i u slučaju da su arbitražeri kupili akcije po nešto većoj ceni oni mogu da ostvare i kapitalni gubitak.

Upućivanje direktne ponude ukazuje na činjenicu da će kompanija, najčešće, biti preuzeta od strane neke od kompanija. Otkuda ova opaska? Otuda što to ne znači da ciljna kompanija mora biti preuzeta baš od strane one koja je ponudu i uputila. Ovo iz razloga što upućivanje direktne ponude od strane jedne kompanije može da zainteresuje i druge kompanije koje su spremne da se procesom nadmetanja uključe u preuzimanje kompanije.

Bez zalaženja u detaljniju prezentaciju, ovom prilikom samo kratak osvrt, ukazivanje na u praksi postojanje mogućnosti i za pojavu vezane direktne ponude. Ova ponuda, ističe pomenuti autor, naziva se često i direktna ponuda visoko ulazne provizije, a akcionarima omogućava visoku kompenzaciju ukoliko prihvate ponudu prvog ponuđača i praćena je niskom kompenzacijom drugog ponuđača. Ove ponude nude se sa namerom vršenja pritiska na akcionare i formiranje mišljenja da će, ukoliko propuste ovu ponudu sa visokom premijom, na kraju morati da prihvate drugu, koja podrazumeva znatno nižu premiju. Uz izloženo i opaska, da u situaciji kada je prvom ponuđaču ponuđen dovoljan broj akcija i ukoliko je integracija odobrena od vlasti, preostali akcionari mogu da budu, kako ističe pomenuti autor, „zamrznuti“ na svojim pozicijama te da na kraju prihvate manju kompenzaciju.

Troškovi direktne ponude, plaćanje prijave i objave u početnim stadijima, doprinose tome, da su izdaci veći nego u slučaju prijateljskih ponuda realizovanih na osnovu sporazuma.

U kom obliku kompanija koja inicira direktnu

ponudu istu može da uputi? U gotovini, hartijama od vrednosti ili kombinovano. Za neke od akcionara mogu biti atraktivnije hartije od vrednosti, pošto pod određenim uslovima, takve transakcije mogu biti oslobođene i od poreza.

Borba punomoćjima

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 kompaniji primenom glasačkog mehanizma. Preglasavanje je, ukazuje pomenuti autor, političko pitanje u kojem se odgovorni za poslovanje firme 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.¹³

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

¹³ Videti: Gaughan Patrick, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, New York, John Wiley, 1999

njihov punomoćnik. Praksa pokazuje da se većina glasanja u korporacijama 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 ciljnoj kompaniji 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 korporacije, između ostalog, i uklanjanje mera odbrane, u okviru kojih kompanije često primenjuju izmenu statuta korporacije 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 i borba za usvajanje predloga uprave.

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.

Kada je u pitanju drugi način, borba oko usvajanja predloga uprave, on se primenjuje najčešće tada 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.

Naravno da nadležne institucije prate primenu nadmetanja preglasavanjem, kako bi se isto realizovalo, u skladu sa zakonskom regulativom.

Kod nadmetanja preglasavanjem, pobunjena

grupa akcionara nastoji da osvoji kontrolu nad ciljnom kompanijom 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 kompanije, veća je verovatnoća da će akcionari glasati za promene.

Pobunjena grupa akcionara može da predloži i izmene u promeni ka boljem trendu poslovanja kompanije. 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 firme.¹⁴

Prezentovano u stručnoj literaturi, upućuje na zaključak da se procedura borbe preglasavanjem, uglavnom, odvija kroz tri faze: inicijativa, proces agitacije i glasanje.

Borba preglasavanjem za preuzimanje kompanije podrazumeva niže troškove od direktne ponude.

A zašto su direktne ponude skupe? Zato što podrazumevaju, uglavnom, kupovine do 100% svih akcija uz premije koje idu i do 50% vrednosti akcija. Kod direktne ponude ponuđač je već u posedu određenog broja akcija koje može da proda u slučaju da se ponuda ne realizuje. Naravno, on može da ostvari i gubitak ukoliko ne postoji kupac.

Prodaja akcija može da bude način na koji će ponuđač nadoknaditi deo svojih troškova direktne ponude.

Borba preglasavanjem ne zahteva velika sredstva kao direktna ponuda, ali su ipak i ona značajna. Ukoliko ovaj postupak ne donese pozitivne rezultate, uložena sredstva se obično ne mogu nadoknaditi.

Strukturu troškova borbe preglasavanjem uglavnom čine: profesionalni troškovi; troškovi štampanja dokumentacije, kopiranja, poštanski troškovi i troškovi komunikacije; troškovi

¹⁴ Videti: Gaughan Patrick, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York, John Wiley, 1999

parničenja i ostali troškovi.

I za uspešnu realizaciju, borbe preglasavanjem neophodno je angažovanje tima profesionalaca.

U izvršenim istraživanjima¹⁵ utvrđeno je da preglasavanje, uglavnom, sledi u kompanijama koje su iskazale slabije rezultate na tržištu akcija i profita na kapital.

Literatura

1. Gaughan Patrick, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New York, JohnWiley, 1999.
2. Dr Milutin Ćirović, „Fuzije i akvizicije“ Novi Sad, 2004. godine
3. Dr Anđelko Lojpur „Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije“ Podgorica, 2004.
4. B. Begović, R. Bukvić, B. Živković, B. Mijatović, D. Hiber „Unapređenje korporativnog upravljanja“, Beograd 2003
5. Jonathan Taylor, John Dewhurst „Evaluating Companies for Acquisition“, u knjizi *How to Buy a Company*, Cambridge (UK), 1989
6. Una Sridharan and M. R. Reinganum, „Determinants of the Choice of Hostile Takeover Mechanism: An Empirical Analysis of Takeovers and Proxy Contests“, *Financial Management*, 24 (Spring 1995)
7. Michael Jensen, W. H. Meckling, „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, *Journal of Financial Economics*, 1976, No. 3
8. Sudarsanam, Sudi, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Harlow (England): Prentice Hall/Financial Times, 2003.

Rezime

U radu su prezentovane osnovne karakteristike, bez zalaženja u detalje, taktika koje neprijateljski ponuđač može da koristi sa ciljem preuzimanja kompanije, medvedi zagrljaj (bear hug), direktna ponuda (tender offer) i borba punomoćjima (proxy fight), kao i raspoložive mogućnosti, koje neprijateljski ponuđač može da primeni, pre primene bilo koje taktike. Istaknuta je i kontinuirana potreba ponuđača za unapređenje taktika napada, u cilju povećanja stepena uspešnosti nameravanih aktivnosti, a i kao odgovor na sve efikasnije odbrambene mere ciljnih kompanija. U radu je ukazano, da se stepen efikasnosti primene taktika menjao, a to je umnogome, opredeljivao korišćen mehanizam odbrane kao i mogućnost finansiranja. Značajan doprinos realizaciji aktivnosti u preuzimanju kompanija pružala je odgovarajuća zakonska regulativa.

Summary

The paper presents the basic characteristics, without dwelling on details, of tactics the hostile bidder may use in achieving the goal of taking over a company, bear's hug, tender offer, or proxy fight, as well as other available possibilities that can be used by a hostile bidder before applying any tactics. Pointed out is the continuous need of bidders to improve attack tactics in order to enhance the effectiveness of intended activities, but also as a response to efficient defence measures of the targeted companies. The paper indicates that the degree of effectiveness of applied tactics has been changing, reflecting to a great extent both the defence mechanism used, and the funding capability. Significant support to the realization of these take over activities was provided by relevant legislation

¹⁵ Videti detaljnije: Una Sridharan and M.R.Reinganum „Determinants of the Choice of Hostile Takeover Mechanism: An Empirical Analysis of Takeovers and Proxy Contests“, *Financial Management*, 24 (Spring 1995)

¹⁶ Videti: Gaughan Patrick, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York, John Wiley, 1999