

ТМ	Г. XXXV	Бр. 3	Стр. 1033-1052	Ниш	јул - септембар	2011.
----	---------	-------	----------------	-----	-----------------	-------

UDK 005.591.4:339.13

Прегледни чланак
Примљено: 23. 10. 2010.

Ксенија Денчић-Михајлов
Универзитет у Нишу
Економски факултет
Ниш

ПРЕУЗИМАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА У УСЛОВИМА ПОСТОЈАЊА КОНКУРЕНТСКИХ ПОНУДА

Резиме

У средишту пажње овог рада је процес преузимања предузећа у условима постојања више заинтересованих понуђача. Студија се бави истраживањем утицаја који конкуренција међу понуђачима има на вероватноћу реализације преузимања и износ контролне премије која се плаћа акционарима циљног предузећа. Аутор учача да конкуренција међу потенцијалним стицатељима двојачко помаже акционарима циљног предузећа - олакшава одлуку о прихватању/одбијању понуде и утиче на повећање укупне премије коју они добијају. Иницијално висока премија у првој понуди начин је да се одбије потенцијална конкуренција у поступку преузимања. Вероватноћа преузимања првенствено је функција висине трошкова мониторинга пословања циљног предузећа, а не броја потенцијалних (конкурентских) стицатеља. Цена која се постиже у поступку преузимања у случају постојања конкурентских понуда зависи од структуре власништва над циљним предузећем, али и од типа аквизиције. Присуство конкурентских понуђача има већи утицај на висину контролне премије у случају када циљно предузеће и понуђач(и) не обављају исту делатност.

У последњем делу рада пружен је приказ правног оквира процеса преузимања предузећа у условима постојања конкурентских понуда у Републици Србији и указано на факторе који детерминишу овај процес на домаћој корпоративној сцени.

Кључне речи: стратегија преузимања, конкурентска понуда, стицатељ, циљно предузеће, цена.

УВОД

Досадашња историја развијених тржишта корпоративне контроле карактерише се циклчном активношћу у дугорочном периоду. Након периода интензивне активности спајања и преузимања предузећа, углавном су следили периоди слабијег коришћења стратегија екстерног раста. Повећана активност преузимања везује се за периоде које одликују неочекиване промене економских услова и већа дивергентност ставова тржишних учесника о будућем развоју предузећа. Судећи по броју и вредности трансакција спајања и преузимања предузећа на почетку XXI века, може се рећи да овај период представља почетак једног новог "таласа" активности преузимања. Глобалну аквизициону активност на почетку XXI века карактеришу трансакције трансфера високе вредности и међународног карактера, релативно мало учешће непријатељских и веће учешће стратегијских преузимања у укупном броју и вредности реализованих интеграција, као и честа преузимања у условима постојања конкурентских понуда.

Оправданост деловања тржишта корпоративне контроле заснива се на претпоставци о трансферу корпоративних ресурса ка њиховој најефикаснијој употреби. Друштвено оптималан трансфер корпоративних ресурса је аргумент постојања правне регулативе која регулише област преузимања предузећа. Тако се на пример, сходно члану 21 Закона о преузимању акционарских друштава ("Службени гласник РС" бр. 46/2006), акционарима циљног предузећа оставља период од 21 до 45 дана након обелодањивања понуде за преузимање акција, да одлуче да ли ту понуду прихватају или не. Тај период, међутим, користе и други потенцијални стичатељи за доношење одлуке о (не)уласку у надметање за власништво над циљним предузећем.

У условима постојања само једног предузећа заинтересованог за преузимање циљне фирме, власници циљног предузећа одлучују да ли да прихвате постојећу понуду у зависности од њене висине. Уколико је понуђена цена виша од минималне резервационе цене, понуда за преузимање ће вероватно успети. Подразумева се да је резервациона цена, тј. минимална цена са становишта акционара циљног предузећа, управо текућа тржишна цена акција предузећа чији су они власници. Проблем анализе аквизиционог тока се компликује у условима постојања више потенцијалних стичатеља. У таквим условима, заинтересовани понуђачи улазе у процес надметања за преузимање циљног предузећа у зависности од услова које нуди иницијални понуђач. Та чињеница даје иницијатору преузимања могућност да путем утврђивања висине иницијалне понуде утиче на одлуку осталих потенцијалних понуђача да отпочну са аукцијом, а самим тим и да утиче на приносе учесника у аквизиционом надметању.

Циљ рада је анализа тока преузимања предузећа у условима постојања конкурентских понуда за преузимање, као и фактора који

одређују вероватноћу реализације преузимања и коначну висину контролне премије коју плаћа стицатељско предузеће. Рад је структуриран на следећи начин. У првом делу рада аутор пружа анализу аквизиционог тока у условима постојања конкурентских понуда базирану на стандардној методологији анализе аукција енглеског типа. Фишманов (Fishman) модел превентивних понуда (*preemptive bidding model*) анализиран је са становишта доприноса који је у теорији аквизиција дао у области анализе аквизиционог тока у условима асиметричних информација и постојања конкуренције на страни тражње. Други део рада обарађује проблематику утицаја постојања више потенцијалних стицатеља на вероватноћу реализације аквизиције и коначну вредност која се плаћа акционарима циљног предузећа. Случај аквизиционог надметања са више заинтересованих предузећа-понуђача присутан је и на домаћој корпоративној сцени. У трећем делу рада дат је приказ правне регулативе и праксе преузимања акционарских друштава у условима постојања конкурентских понуда у Републици Србији. Последњи део рада садржи закључна разматрања.

АКВИЗИЦИОНИ ТОК У УСЛОВИМА ПОСТОЈАЊА ВИШЕ ПОТЕНЦИЈАЛНИХ ПРЕДУЗЕЋА-СТИЦАТЕЉА

У условима постојања конкурентских понуда, аквизициони ток се најједноставније може анализирати стандардном методологијом анализе аукција енглеског типа. Током аукција енглеског типа учесници дају понуде и одговарају на понуде других учесника у аукцији, с тим што је свака следећа понуда виша од претходне. Учесник са највишом понудом побеђује и плаћа цену која је једнака понуди учесника са другом највишом понудом. Претпоставимо да први купац (ПК) вреднује предмет аукције по цени од $v_1=80\$$, док други потенцијални купац (ДК) вредностима $v_2=0\$$, $v_2=20\$$, $v_2=100\$$ приписује исту вероватноћу јављања. Уколико је минимална резервациона цена предмета аукције једнака нули, ПК ће почети аукцију са том ценом. При $v_2=0\$$, ПК купује предмет по цени једнакој $0\$$. Ако је $v_2=20\$$, ПК још увек побеђује, али плаћа цену од $20\$$. При $v_2=100\$$, предмет одлази у руке ДК који плаћа цену од $80\$$.

Основна разлика између аквизиционог надметања и аукције је у времену трајања, које даје могућност учесницима у поступку преузимања да врше корекције процене својих резервационих цена.¹ Док енглеске аукције вредних предмета трају максимално неколико минута, надметања конкурентских предузећа око преузимања циљног

¹ О разликама између класичних енглеских аукција и аквизиционог надметања видети код: Khoroshilov and Dodonova (2007).

предузећа могу трајати недељама. Време је овде битно, не само због нужности примене технике дисконтовања новчаних токова, већ и због могућности добијања додатних информација о предмету преузимања током трајања аукције. Наиме, у случају класичних аукција, једине информације које учесници након почетка аукције могу стећи о вредности предмета куповине проистичу из саме аукције. Насупрот томе, у аквизиционом надметању, након иницијалне понуде, други потенцијални понуђачи имају на располагању читаве недеље да дођу до додатних екстерних информација о вредности циљног предузећа, тј. о максималној цени до које могу ићи у аукцији. Са друге стране, активни власници циљног предузећа, такође имају времена да током аквизиционог процеса прикупе додатне информације, и изврше реevaluацију износа који траже за трансфер валности над циљном фирмом.

На основу претходног поједностављеног примера може се закључити да конкуренција међу потенцијалним стицатељима не само да помаже акционарима циљног предузећа при одлуци да ли продати своје акције понуђачу, већ утиче и на повећање укупне премије коју они добијају. Висок иницијални износ понуде у аквизиционом надметању могуће је објаснити специфичним користима за стицатеља које се остварују аквизицијом (на пример потичу од комплементарности ресурса), које у исто време могу бити и општег карактера (на пример, резултат су смене неефикасног менаџмента). Због корелације међу вредновањима различитих понуђача, иницијална понуда може указати конкурентима на потенцијалну "пожељност" циљног предузећа. То сугерише да приликом планирања и креирања иницијалне понуде, иницијални понуђач треба да предвиди и размотри све последице које ће понуђен износ имати на понашање потенцијалних конкурената. Стога је, како су први уочили Фишман (1988) и Пнг (Png 1986), иницијално висока премија у првој понуди начин да се одбије потенцијална конкуренција. Због великог значаја који Фишманов *модел превентивних понуда* има у теорији аквизиција, у даљем тексту биће обрађене поставке овог модела и главни закључци до којих је Фишман дошао, а затим презентирани резултати неких истраживања аквизиционог тока у условима постојања више потенцијалних стицатеља која су базирана на Фишмановом моделу.

У Фишмановом моделу, иницијална аквизициона понуда сигнализира другом заинтересованом понуђачу (понуђачима) потенцијалну профитабилност аквизиције. Међутим, у моделу се претпоставља да су вредновања два понуђача међусобно независна. ПК и ДК прикупљају информације о циљном предузећу (уз трошак у износу од c новчаних јединица), и на основу тих информација креирају своје индивидуално вредновање стратегије преузимања. Уколико оба потенцијална стицатеља дођу до закључка о оправданости акви-

зиције, почиње процес аукције енглеског типа, тако да циљно предузеће бива на крају преузето од стране стицатеља чије је вредновање више, али по цени која је једнака вредновању понуђача са нижим вредновањем.

Претпоставимо да су вредновање потенцијалних стицатеља ПК и ДК независна и униформно распоређена у интервалу $[0,1]$. Профит који остварује ПК - предузеће који пласира иницијалну понуду дат је изразом (1)

$$\pi_1(v_1, v_2, b_1) = \begin{cases} v_1 - b_1 - c, & \text{ako je } v_2 \leq b_1 \\ v_1 - v_2 - c, & \text{ako je } b_1 < v_2 \leq v_1, \text{ tj.} \\ -c, & \text{ako je } v_2 > v_1 \end{cases} \quad (1)$$

$$\pi_1(v_1, v_2, b_1) = v_1 - \min\{\max(b_1, v_2), v_1\} - c$$

где су v_1 и v_2 вредности које два понуђача приписују циљном предузећу, c - износ који је на име прикупљања информација и анализе оправданости аквизиције утрошило предузеће које је прво пласирало понуду, а b_1 износ који се у понуди за преузимање нуди акционарима циљног предузећа.

ДК приступа аукцији само под условом да је први понуђач већ обелоданио иницијалну понуду. Профит ДК биће једнак нули само у случају да не учествује у аукцији. Уколико учествује и утроши износ c_2 по основу истраживања циљног предузећа, његов профит биће једнак

$$\pi_2(v_1, v_2, b_1) = \begin{cases} v_2 - v_1 - c_2, & \text{ako je } v_2 > v_1 \\ -c_2, & \text{ako je } v_2 \leq v_1, \text{ tj.} \end{cases} \quad (2)$$

$$\pi_2(v_1, v_2, b_1) = v_2 - \min\{v_1, v_2\} - c_2$$

Понуђачи ДК и ПК следе исту логику током аукције, тј. Понашају се сходно *правилу критичне вредности*. ДК ће следећи ово правило почети са аукцијом само уколико је иницијална понуда коју је пласирао ПК испод критичне вредности, тј. резервационе цене коју је поставио ДК. Конкретно, ДК ће бити одбијен високом понудом ПК само уколико је поседица такве понуде очекиван профит ДК који је једнак нули или негативан, тј. уколико је

$$E[\Pi_2(v_1, v_2) | v_1 > v_1^*] \leq 0. \quad (3)$$

У формули (3) са Π_2 је означен профит као функција две евалуације (ПК и ДК), при чему ДК верује да ПК вреднује циљну фирму најмање у износу v_1^* . Профит другог потенцијалног стицатеља који улази у аквизиционо надметање не зависи директно од износа иницијалне понуде b , већ само од минималне, тј. критичне вредно-

сти v_1^* . Дефинисаћемо понуду b_1^D учињену од стране ПК као максимални износ који би понуђач ПК са $v_1=v_1^*$ био сперман да плати за циљно предузеће да би остао као једино предузеће понуђач (износ који ће одбити ДК од уласка у надметање). Да би смо израчунали v_1^* , изједначићемо леву страну израза (3) са нулом. Уз претпоставку о униформном распореду, то резултира следећим износом c за истраживање циљног предузећа од стране ПК

$$c = \int_{v_1^*}^1 \int_{v_1}^1 \left(\frac{v_2 - v_1}{1 - v_1^*} \right) dv_2 dv_1. \quad (4)$$

Диференцирањем израза (4) добијамо да је

$$v_1^* = 1 - \sqrt{6c}. \quad (5)$$

Уколико у циљу одбијања конкуренције, ПК циљном предузећу иницијално понуди износ $v_1=v_1^*$, његов профит износиће $1 - \sqrt{6c} - b_1^D$. Ако ПК понуди иницијално 0 новчаних јединица, добиће $v_1^* - v_2$, под условом да је $v_2 > v_1^*$, односно 0 у супротном. Дакле, очекивани профит ПК једнак је

$$\int_0^{v_1^*} (v_1^* - v_2) f(v_2) dv_2 = \frac{1}{2} (v_1^*)^2. \quad (6)$$

Решавањем по b_1^D добијамо да је износ понуде коју треба да пласира ПК да би одбио конкуренцију једнак $(1/2) - 3c$. Основни закључци до којих је Фишман дошао у свом истраживању могу се систематизовати на следећи начин:

Потенцијални стицатељи-конкурентни започеће процес истраживања циљног предузећа само уколико је понуда учињена од стране иницијалног понуђача ниска;

Износ понуде који је потребан да би се одбила конкуренција је обрнуто пропорционалан трошковима истраживања циљног предузећа;

Очекиван профит ПК је управо, а очекиван профит ДК обрнуто пропорционалан износу трошкова c .

Фишман је, дакле, моделирао процес аквизиционог надметања у контексту асиметричних информација и постојања одређеног износа претходно учињених трошкова на име истраживања предузећакандидата за преузимање. Према Фишману, након прве учињене понуде за преузимање, други заинтересовани понуђачи улазе у процес надметања за преузимање циљног предузећа управо у зависности од висине иницијалне понуде. Та чињеница даје предузећу-иницијатору преузимања могућност да путем утврђивања висине иницијалне понуде утиче на одлуку осталих предузећа да отпочну са аукцијом. Фишман наглашава да није висина понуде онај фактор који одбија

остала предузећа да се надмећу за освајање контроле над циљним предузећем, већ су то информације садржане у тако структурираној понуди. Наиме, висок износ иницијалне понуде власницима циљног предузећа сигнализира високо вредновање циљне фирме од стране предузећа који иницира преузимање, па таква информација одбија конкуренцију.

Фишман моделира аквизициони ток са више активних предузећа потенцијалних стицатеља примењујући стандардну методологију анализе аукција енглеског типа. Међутим, чињеница је да аквизиционо надметање не следи у потпуности аукцијски ток енглеског типа. Наиме, надметање међу понуђачима одвија се тако што свака следећа понуда подразумева знатно вишу понуђену цену од претходне конкурентске понуде. Другим речима аквизиционо надметање реализује се путем мањег броја „скокова у ценама“ (*jump bidding*), док се класична аукција енглеског типа реализује путем инкременталних промена цена у конкурентским понудама. У свом моделу Фишман фокусира анализу искључиво на иницијални скок у понуђеној цени, којим први понуђач настоји да одбије конкуренцију у поступку преузимања циљног предузећа. Разумевање тока аквизиционог надметања у условима конкурентских понуда међутим, захтева сагледавање утицаја специфичног начина одређивања цена у сукцесивним конкурентским понудама на понашање учесника у поступку преузимања и финалне резултате аквизиционог надметања.²

УТИЦАЈ ПОСТОЈАЊА ВИШЕ ПОТЕНЦИЈАЛНИХ СТИЦАТЕЉА НА ВЕРОВАТНОЋУ РЕАЛИЗАЦИЈЕ АКВИЗИЦИЈЕ И ВИСИНУ ПРЕМИЈЕ

При разматрању стратегије преузимања предузећа у условима постојања конкурентских понуда за преузимање, интересантно је анализирати утицај конкурентских понуда на вероватноћу успешне реализације преузимања и висину финалне цене по којој се преузимају акције циљног предузећа.

Потенцијалним стицатељем се у поступку преузимања може назвати свако предузеће или појединац који има интерес да врши мониторинг над пословањем циљног предузећа у циљу његовог преузимања (уколико нпр. мониторинг покаже да се том фирмом не управља ефикасно или да су акције те фирме потцењене).³ Укупан број *потенцијалних стицатеља* зависи од величине и развијености

² Опширније о овом проблему видети у следећим радовима: Hirshleifer (1995), Daniel and Hirshleifer (1998), Dodonova and Khoroshilov (2006).

³ Проблем тражења потенцијалног циљног предузећа детаљније је анализиран код Денчић-Михајлов и Радовић (2006).

тржишта корпоративне контроле, а такође и од типа преузимања. Уколико се ради о хоризонталним аквизицијама (чије је учешће у укупном броју и вредности реализованих аквизиција највеће), број потенцијалних стицатеља се изједначава са бројем конкурената циљног предузећа, тј. са свим предузећима која се баве истом или сродном делатношћу. Пласирање понуде за преузимање није условљено само постојањем средстава за финансирање аквизиције. Чак и ако су финансијска средства на располагању и уколико мониторинг покаже постојање синергетских ефеката у постаквизиционом периоду, неће сва предузећа из групе потенцијалних стицатеља бити заинтересована за преузимање циљног предузећа. Који ће део укупног броја потенцијалних стицатеља постати *активни понуђачи*, односно заиста ући у надметање за власништво над циљним предузећем, зависи првенствено од висине трошкова истраживања и мониторинга циљног предузећа. Како Толсема (Toolsema, 2007) показује, уколико је мониторинг пословања циљног предузећа повезан са високим трошковима, постојање великог броја потенцијалних стицатеља смањује интензитет претње од преузимања. Иако се на први поглед може очекивати да са повећањем броја потенцијалних стицатеља расте претња од преузимања, тј. број понуђача у поступку преузимања и вероватноћа преузимања, истраживање Толсеме указује на супротно. Наиме, сваки потенцијални стицатељ понаособ, на основу информација о великом броју потенцијалних стицатеља, анализира могуће негативне последице конкуренције у аквизиционом надметању, што има за резултат мали број активних понуђача и смањење интензитета претње од преузимања. Стога треба бити обазрив приликом прихватања става који се често сусреће у литератури из области корпоративног управљања да развијено тржиште корпоративне контроле представља предуслов ефикасног функционисања преузимања предузећа као механизма корпоративног управљања.

Поред утицаја на вероватноћу реализације аквизиције, постојање конкурентских понуда фактор је и висине понуђене цене у финалној понуди за преузимање. Многобројна истраживања у области мерцера и аквизиција показују да незадовољавајући ефекти реализације аквизиција (мерени профитабилношћу и кретањем цена акција у постаквизиционом периоду) великим делом потичу од високог износа премије исплаћене акционарима циљног предузећа.⁴ Нереално високо вредновање циљног предузећа, као и прецењивање синергије и приноса који се очекују реализацијом преузимања, чини ове стратегије, у коначном, скупим методама раста. Међу факторима који ути-

⁴ Ефекти реализације стратегије преузимања као метода екстерног раста предузећа детаљније су анализирани код Денчић-Михајлов (2004).

чу на износ контролне премије који су до данашњих дана највише истраживани у економској теорији могу се навести: начин финансирања преузимања (Huang and Walkling 1987; Kaufman, 1988; Wansley et al. 1983), текућа тржишна цена акција и рацио показатељи циљног предузећа пре обелодањивања преузимања (Comment and Schwert 1995; Palia 1993; Raad et al. 1999), тип аквизиције – хоризонтална, вертикална или когломератска (Flanagan and O'Shaughnessy 2001; Haunschild 1994; Hayward and Hambrick 1997; Kaufman 1988; Slusky and Caves 1991; Walkling and Edmister 1985), власничко учешће менаџера у капиталу циљног предузећа (Hartzell et al. 2004; Moeller 2005), парцијално власништво над циљним предузеће пре обелодањивања понуде за преузимање акција (Bris 2002; Walkling and Edmister 1985; Kaufman 1988), утицај арбитражера и институционалних инвеститора (Gaspar et al. 2005). Као што је напред поменуто, постојање понуђача-ривала, тј. конкуренција међу потенцијалним стицатељима такође утиче на износ контролне премије (Morrelec and Zhdanov 2005; Slusky and Caves 1991; Varaiya 1987; Walkling and Edmister 1985).

По Фишмановом моделу очекивани принос иницијалног понуђача виши је у случају високог износа иницијалне понуде, као и у условима постојања само једног заинтересованог предузећа-понуђача. Поред тога, коришћење готовине као метода финансирања преузимања сигнализира високо вредновање циљне компаније од стране иницијалног понуђача, и зато "одбија" конкурентска предузећа да уђу у процес надметања за власништво над циљним предузећем.⁵ Прву хипотезу емпиријски су тестирали Бредли и сардници (Bradley et al. 1988) и указали на, у просеку, већу реевалуацију цена акција циљног предузећа у случају аквизиционог надметања са више понуђача. Анализирајући утицај конкуренције у аквизиционом надметању, у свом емпиријском истраживању, Де и сарадници (De et al. 1996) такође тестирају претпоставке *модела превентивних понуда*. Они указују да су приноси успешних предузећа-стицатеља у условима постојања конкурентских понуда (*multi-bidder contests*) знатно су нижи од приноса у случају непостојања конкуренције (*single-bidder case*). Де и сарадници испитују такође утицај медијума размене предложеног од стране иницијалног понуђача на аквизициони ток, и указују на непостојање релације између облика финансирања преузимања иницијалног понуђача и вероватноће јављања конкурентских понуда.

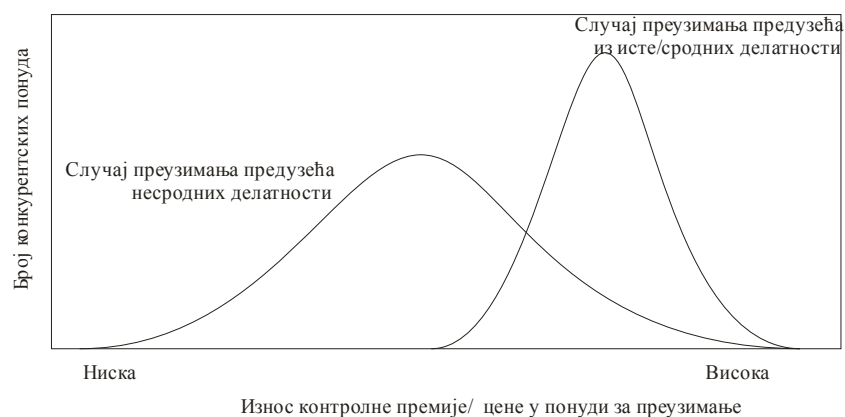
⁵ Увек када је предузеће-стицатељ информисано о високој вредности циљног предузећа, оно ће понудити да исплати акционаре циљне фирме у готовом. Тиме постојећи акционари задржавају право над свим користима високо вредноване аквизиције и избегавају поделу користи са акционарима циљне фирме. Обрнуто, када је вредновање циљне фирме повезано са вишим степеном неизвесности, емитовањем акција минимизирају се проблеми које носи погрешна селекција.

Цена која се постиже у поступку преузимања у случају постојања конкурентских понуда зависи и од структуре власништва над циљним предузећем. Штулц и сарадници (Stulz et al. 1990) показују у свом емпиријском истраживању да цена расте са повећањем учешћа менаџера, а опада са учешћем институционалних инвеститора и предузећа-понуђача у власничком капиталу циљног предузећа. Наиме, уколико менаџери циљног предузећа поседују значајан сток акција фирме којом руководе, биће им олакшано да процес преузимања са једним понуђачем трансформишу у аквизициони процес са конкурентским понудама (на пример продајом дела акција другом предузећу заинтересованом за стицање власништва над циљном фирмом што ће бити објашњено у даљем тексту).

Износ контролне премије коју плаћа стицатељ акционарима циљног предузећа зависи како од броја потенцијалних стицатеља тако и од типа аквизиције, тј. од сродности делатности коју обављају циљно предузеће и стицатељ. У случају постојања само једног заинтересованог понуђача, а ради се о конгломератском типу аквизиције, циљно предузеће може бити преузето и по цени знатно нижој од резервационе цене понуђача (максимална цена коју је понуђач спреман да плати за акције циљног предузећа). Важна карактеристика преузимања конгломератског типа је да су менаџери предузећа-понуђача суочени са већим ризиком при процени синергетских ефеката које ће аквизиција донети у будућности, тј. отежана је процена реалне вредности циљног предузећа. Са друге стране, у таквим ситуацијама акционарима циљног предузећа је отежан процес одлучивања о прихватљивости нивоа цене из понуде о преузимању, из разлога што немају довољно информација о висини резервационе цене са становишта понуђача. Међутим, присуство више понуђача на страни тражње у аквизиционом процесу, утиче на приближавање цене из понуде за преузимање резервационој цени иницијалог понуђача.

У случају хоризонталних аквизиција, предузеће стицатељ и циљно предузеће обављају исту или сродну делатност. Тада понуђачи поседују довољно информација за процену реалне вредности циљног предузећа и оцену синергетских ефеката преузимања, а менаџери/власници циљне фирме могу са већом извесношћу предвидети висину резервационе цене понуђача. На основу тога они успешније процењују који износ контролне премије могу да траже за трансфер власништва над предузећем чији су власници, без обзира да ли у процес аквизиционог надметања улази једно или више потенцијалних стицатеља. Дистрибуција резервационих цена предузећа са конкурентским понудама за преузимање из сродних и несродних делатности приказана је на слици 1. У случају хоризонталних аквизиција, резервационе цене конкурентата распоређене су густо око реалне вредности циљног предузећа, док је код конгломератских аквизиција,

тај рапосред спљоштенији. Већи ризик при процени вредности циљног предузећа у случају преузимања фирми из несродних делатности, условљава већу дистрибуцију процењених резервационих цена око средње вредности. Другим речима, дешава се да нека предузећа понуђачи знатно прецене, док друга знатно потцене вредност циљне фирме. И у једном и у другом случају конкуренција на страни тражње утиче на повећање контролне премије, тј. реевелуацију цене из понуде за преузимање.



Слика 1. Утисај броја конкурентских понуда на висици цене из понуде за преузимање у случају преузимања предузећа из сродне или несродне делатности

Извор: Flanagan and O'Shaughnessy 2003, 573–85.

Из напред наведених разлога реално је очекивати да преговарачка моћ акционара циљног предузећа, у случају мерцера, расте са порастом броја потенцијалих предузећа-стицатеља, а да у случају стицања власништа пласирањем понуде за преузимање акција, власници циљне фирме из аквизиционе "борбе" у којој учествује више понуђача профитирају остварујући цену најближу резервационој цени понуђача са најбољом понудом.

Адекватно разматрање утицаја конкурентских понуда на висици цене из понуде за преузимање захтева и познавање проблема са којим се суочавају стицатељи током аукцијског надметања, популарно названог "проблем уклетог победника" (*winner's curse problem*). Сматра се да је победник у једној аукцији често особа која прави највећу грешку у вредновању објекта аукцијског надметања. На тржишту корпоративне контроле овај проблем је евидентно присутан, мада постоји мали број емпиријских истраживања која потврђују ову тезу. Како тврде Леви и Лист (Levitt and List 2007), *winner's curse* од-

ликује понашање понуђача карактерисано систематским повећавањем цене из понуде за преузимање (које се јавља као последица постојања конкурентских понуда), што резултира укупним негативним ефектима стратегије преузимања предузећа-стицатеља. Неки аутори (нпр. Boone and Mulherin 2007) указују да све активније учешће инвестиционих банака у дефинисању и реализацији стратегије преузимања утиче на смањење интензитета деловања *winner's curse* проблема.

Интензитет јављања *winner's curse* проблема расте са порастом ризика оцене реалне вредности циљног предузећа. Када је тај ризик висок, варијанса резервационих цена је већа. У таквим околностима, конкуренција међу потенцијалним стицатељима условљава раст финалне цене по којој ће акције бити преузете. Нека емпиријска истраживања показују да приликом преузимања предузећа из несродних делатности постоји велика вероватноћа да ће менаџери предузећа стицатеља које победи у аквизиционом надметању поставити резервациону цену на висок ново, а да ће их конкуренција натерати да плате за акције циљног предузећа цену која је врло близу резервационе цене (Flanagan and O'Shaughnessy 2003).

Проблем уклетог победника је интересантно анализирати и у условима када се за власништво над циљним предузећем надмеће више предузећа од којих једно (или више њих) већ поседује одређено учешће у власничком капиталу циљне фирме (*toehold*).⁶ Понуђач који поседује *toehold* у циљном предузећу остварује користи у аукцијском надметању по два основа: прво, као купац, који поседовањем *toehold*-а треба да плати мањи износ премије, и друго, у случају губљења аукцијског надметања, као страна која продаје своје иницијално учешће у циљном предузећу уз одређени износ премије. Стога је понуђач који улази у аукцију са *toehold*-ом мотивисан да се надмеће агресивно, јер свака виша цена од цене коју нуди ривал доноси профит.

Аукцијска надметања за власништво над предузећима спадају у тзв. "аукције за опште вредности" (*common value auctions*).⁷ Разлике у перцепцијама купаца о вредности предузећа које је предмет аукцијске продаје овог типа потичу првенствено од разлика у погледу очекиваног будућег пословања предузећа. Импликације овакве природе аукцијског надметања за власништво над циљном фирмом су у случају постојања *toehold*-а следеће: 1) Када се понуђач који улази у аукцију са *toehold*-ом надмеће агресивно, повећава *winner's curse* конкурента и мења стратегију његовог надметања; 2) У асцедентним

⁶ Опширније о стратегији преузимања у условима када понуђач већ поседује одређено иницијално учешће у власничком капиталу циљне фирме видети код: Денчић-Михајлов (2005).

⁷ Опширније о типовима аукција видети код: Klemperer (1999).

аукцијама за опште вредности,⁸ то ће утицати на конкурента да се надмеће конзервативније; 3) Конзервативнији ривал повећава *winner's curse проблем* понуђача са *toehold*-ом, тако да се он надмеће још агресивније, и тако даље. Због те међузависности стратегија, где се понуђач са *toehold*-ом надмеће агресивно, што утиче на ривала да се надмеће конзервативније, чак и мало иницијално учешће понуђача у власничком капиталу циљног предузећа може имати значајне последице на ток надметања и очекивани профит победника у аукцији. *Winner's curse* понашањем се може објаснити зашто понекад стичатељи плаћају неоправдано високе премије за акције циљног предузећа. Наиме, агресивним надметањем се максимизира *ex-ante* очекиван профит од стране стичатеља са *toehold*-ом. Међутим дешава се да је, *ex-post*, оваква стратегија непрофитабилна. Са повећањем броја понуђача са *toehold*-ом, расте и очекивана вредност највише понуде. Стога, како закључују Албертс и Вараја (Alberts and Varaiya 1989), расте и магнитуда *проблема уклетог победника* (и висина исплаћене премије).

Друга важна карактеристика стратегије са *toehold*-ом је њен утицај на промену понашања и стратегије конкурента. Ова тврдња важи у условима када само један потенцијални стичатељ поседује одређено иницијално учешће у власничком капиталу циљног предузећа. Ситуација се компликује у условима постојања више понуђача са *toehold*-ом у истом циљном предузећу, где се сваки од учесника у надметању налази у улози купца (акција циљне фирме), али и продавца (акција из *toehold*-а). Овде свако повећање *toehold*-а утиче на повећање вероватноће победе у аукцијском надметању, али и повећања просечне цене по којој се акције циљног предузећа купују. Оваква ситуација може утицати на понашање менаџмента циљног предузећа (који је заинтересован за максимизирање цене по којој ће акције предузећа бити продате). Наиме, менаџмент циљног предузећа може у случају постојања само једног понуђача са *toehold*-ом, "избалансиранити учеснике у аукцији", тиме што ће још неком потенцијалном стичатељу продати мали део власничког капитала.⁹ Повећање броја понуђача са *toehold*-ом повећава очекивани принос који остварују акционари циљног предузећа.¹⁰

⁸ У аукцијама овог типа купци се надмећу нуђењем све више и више цене, а предмет аукције добија онај купац који последњи испадне из надметања, али по цени купца који је понудио другу највишу цену.

⁹ Опширније код: Bulow et al. (1999).

¹⁰ Друга стратегија којом се уједначавају позиције потенцијалних купаца, а коју може користити циљно предузеће, је мењање правила аукцијског надметања, тј. замена јавног аспеднетног надметања са нуђењем понуда сваког појединачног купца у затвореној коверти (*sealed-bid auction*).

*ПРЕУЗИМАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА У УСЛОВИМА ПОСТОЈАЊА
КОНКУРЕНТСКИХ ПОНУДА ЗА ПРЕУЗИМАЊЕ:
СЛУЧАЈ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ*

Савремене услове привређивања у Србији карактерише завршна фаза процеса приватизације и дефинисања институционалног уређења. Досадашњи процес приватизације у Србији носио је све особине ране транзиције, као што су убрзана концентрација власништва, низак ниво квалитета корпоративног управљања и ниска заштита мањинских власника (Живковић 2004, 79–91). Преузимање 25% и већег учешћа у акцијском капиталу је један од видова преузимања контроле над предузећем чији је интензитет и атрактивност нарочито дошла до изражаја током протеклих 5 година. Област комбиновања и трансфера власништва над предузећима у Републици Србији регулисана је Законом о привредним друштвима ("Службени гласник РС" бр. 125/2004), Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената ("Службени гласник РС" бр. 47/2006), као и Законом о преузимању акционарских друштава ("Службени гласник РС" бр. 46/2006) и одговарајућим подзаконским актима. На нивоу Европске уније ова област трансфера контроле над корпоративним ресурсима уређена је Директивом о понудама за преузимање (*Takeover Directive 2004/25/EC*). Доношењем Закона о преузимању акционарских друштава јуна 2006. године,¹¹ којим су преузети основни принципи Директиве о понудама за преузимање, област преузимања у Републици Србији регулисана је на начин који се у великој мери подудар са одредбама упоредивог законодавства земаља са развијеним тржиштем корпоративне контроле.

Законом о преузимању акционарских друштава уређују се услови и поступак за преузимање акционарских друштава, права и обавезе учесника у поступку преузимања, као и надзор над спровођењем поступка преузимања отворених акционарских друштава чије је седиште у Републици Србији. Чланом 23. Закона о преузимању дефинисан је институт конкурентске понуде, као и услови за пласирање конкурентских понуда. У складу са одредбама Закона, конкурентска понуда за преузимање је понуда коју може поднети свако правно или физичко лице (конкурент) и то само након објављивања и у периоду трајања понуде за преузимање иницијалног понуђача. Конкурент не може бити лице које заједнички делује са понуђачем,

¹¹ У периоду пре доношења Закона о преузимању акционарских друштава, процес преузимања био је регулисан тада важећим Законом о предузећима ("Службени лист СРЈ", бр. 29/96, 29/97, 59/98, 74/99, 9/01 и 36/02) и Правилником о садржини и форми понуде за преузимање ("Службени гласник РС", 102/2003, 25/2004, 103/2004, 123/2004).

као ни лице које делује у име понуђача у поступку преузимања. Заинтересована предузећа конкуренти у процесу аквизиционог надметања у обавези су да за пласирање конкурентске понуде траже одобрење од Комисије за хартије од вредности и да одмах по добијеном одговору, а најкасније последњег дана важења прве понуде, објаве своју понуду. Рок важења конкурентске понуде, као и понуде првог понуђача у поступку преузимања, износи најмање 21 дан, а најдуже 45 дана. Укупан рок важења свих понуда у случају продужења рока због објављивања конкурентских понуда, не може бити дужи од 70 дана.

Како је у члану 23. Закона прецизирано, у случају конкурентске понуде понуђач није у обавези да пружи обавештење о намери преузимања циљног предузећа, а свака измена конкурентске понуде може се вршити само у складу с одредбама Закона. Законодавац је овим чланом донекле релаксирао услове за пласирање конкурентске понуде за преузимање, јер је из обавезне садржине понуде избацио део који се односи на одређивање циљева понуђача и његових намера у вези са циљним друштвом које се преузима у случају успеха понуде за преузимање. Ово свакако не иде у прилог заштите интереса акционара циљног предузећа, јер је поред цене која се нуди за акције циљног друштва, битан фактор за прихватање конкурентске понуде и податак о намери и циљевима понуђача у периоду након преузимања акција.

У случају пласирања условне понуде иницијалног понуђача, тј. понуде условљене најмањим бројем акција које понуђач треба да стекне да би преузимање било успешно, конкурентска понуда не сме да гласи на стицање већег броја акција. Коначно, Закон предвиђа и да уколико у условима постојања конкурентске понуде понуђачи мењају елементе из понуда, дужни су да коначне измене свих понуда доставе Комисији за хартије од вредности у унапред дефинисаном временском периоду.

Анализа података о реализованим понудама за преузимање акција¹² указује да су процеси преузимања у условима постојања конкурентских понуда у Републици Србији били су далеко заступљенији у периоду пре доношења Закона о преузимању акционарских друштава. У том периоду су углавном преузимане акције квалитетних предузећа, приватизованих на основу Закона о приватизацији из 1997. године, са високим потенцијалом раста приноса на акције и компетентним и ефикасним менаџмент тимом. Често преузимање у условима постојања конкурентских понуда указује на високо вредновање циљних предузећа од стране стицатеља. Ово потврђује и

¹² Подаци о успешно реализованим јавним понудама прикупљени су са сајта Централног регистра хартија од вредности: <http://www.crhov.co.yu/preuzimanje/preuzimanje> дана 17. 5. 2008. године.

податак да је искључив медијум финансирања преузимања готовина. Уско национално тржиште капитала са малим бројем домаћих потенцијалних стицатеља, присуство инвестиционих фондова из земаља пореског раја и конгломерата у конкурентској борби за преузимање атрактивних српских предузећа, доминантан облик преузимања хоризонталног типа, као и постојање високе дисперзија власништва у тек приватизованим предузећима, кључни су фактори који одређују ток преузимања у условима конкурентских понуда на домаћој корпоративној сцени. Овоме треба додати и чињеницу да је чест мотив пласирања понуда за преузимање освајање 90% учешћа у власничком капиталу циљног предузећа од стране понуђача који су већинско учешће у конкретној фирми већ стеки на друге начине (нпр. куповином акција на отвореном тржишту). У таквим ситуацијама, успешно реализована понуда за преузимање, омогућава већинском власнику реализацију права принудне продаје (*squeeze-out right*),¹³ тј. потпуно „истискивање” мањинских акционара преузетог предузећа. Овај мотив-покретач великог броја понуда за преузимање, одбија потенцијалне понуђаче да пласирају конкурентске понуде за преузимање акција.

Постоје мишљења да су домети Закона о преузимању генерално, па и на пољу конкурентских понуда, ограничени, с обзиром да је највећи део концентрације капитала путем преузимања предузећа у поступку преузимања извршен пре доношења овог закона. Међутим, на процес преузимања предузећа у нашим условима не би требало да се гледа само кроз диоптрију промене власништва и контроле. Имајући у виду чињеницу да процес преузимања, као механизам деловања тржишта корпоративне контроле, води ефикаснијој употреби расположивих корпоративних ресурса, конкуренција на страни понуде је економски пожељна и након окончања процеса приватизације.

ЗАКЉУЧАК

Реализација стратегије преузимања одвија се кроз низ активности усмерених ка остварењу планираног циља корпоративне стратегије – задобијању контроле над циљним предузећем уз минимизирање трансакционих трошкова и надокнаде исплаћене акционарима циљног предузећа. Менаџери фирме понуђача током процеса преузимања доносе важне одлуке које се тичу начина стицања власништва над циљним предузећем, начина финансирања, висине контролне премије. Са друге стране, руководство циљног предузећа суочено је са проналажењем оптималног одговора на понуду потенцијалног стицатеља, или са

¹³ Опширније о институту принудне продаје видети код: Малинић и Денчић-Михајлов (2008).

креирањем расположивих мера одбране од непријатељског преузимања. Задатак оба менаџмент тима се компликује ако у процес преузимања уђе једно или више конкурентских понуђача.

Анализа процеса преузимања предузећа у условима постојања конкурентских понуда дата у раду упућује на неколико закључака.

Прво, конкуренција међу потенцијалним стицатељима не само да помаже акционарима циљног предузећа при одлуци о прихватању понуде, већ утиче и на повећање укупне премије коју они добијају. Приликом планирања и креирања понуде, иницијални понуђач треба да предвиди и анализира све последице које ће понуђен износ имати на понашање потенцијалних конкурената, јер је познато да иницијално висока премија у првој понуди начин да се одбије потенцијална конкуренција.

Друго, иако се на први поглед чини да са повећањем броја потенцијалних стицатеља расте претња од преузимања, истраживања показују да вероватноћа преузимања првенствено функција висине трoшкова мониторинга пословања циљног предузећа.

Треће, цена која се постиже у поступку преузимања у случају постојања конкурентских понуда зависи од структуре власништва над циљним предузећем, али и од типа аквизиције. У случају хоризонталних аквизиција, резервационе цене конкурената распоређене су густо око реалне вредности циљног предузећа, док код конгломератских аквизиција постоји већа дистрибуција резервационих цена око очекиване вредности.

Четврто, при анализи утицаја конкурентских понуда на висину цене из понуде за преузимање треба нагласити и постојање тзв. *проблема уклетог победника*. Иако све активније учешће инвестиционих банака у дефинисању и реализацији стратегије преузимања утиче на смањење интензитета деловања *winner's curse* проблема, овај феномен је значајно анализирати, посебно у условима када се за власништво над циљним предузећем надмеће више предузећа од којих једно (или више њих) већ поседује одређено иницијално учешће у власничком капиталу циљне фирме.

Коначно, област преузимања у Републици Србији генерално, па и на пољу преузимања у условима постојања конкурентских понуда, регулисана је на начин који се у великој мери подудара са одредбама упоредивог законодавства земаља са развијеним тржиштем корпоративне контроле. Најзначајнији фактори који детерминишу ток преузимања у условима конкурентских понуда на српској корпоративној сцени су плитко национално тржиште капитала са малим бројем домаћих потенцијалних стицатеља, присуство инвестиционих фондова из земаља пореског раја и конгломерата у конкурентској борби за преузимање атрактивних српских предузећа, доминантни тип преузимања хоризонталног типа, као и постојање високе дисперзија власништва у тек приватизованим предузећима.

ЛИТЕРАТУРА

- Alberts, William W. and Nikhil P. Varaiya. 1989. Assessing the profitability of growth by acquisition: A „premium recapture“ approach. *International Journal of Industrial Organization* 7 (1): 133–49.
- Boone, Audra L. and Harold J. Mulherin. 2007. *Do auctions induce a winner's curse? New evidence from the corporate takeover market*. Working paper, University of Kansas
- Bradley, Michael et al. 1988. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the shareholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21: 3–40.
- Bris, Arturo. 2002. Toeholds, takeover premium, and the probability of being acquired. *Journal of Corporate Finance* 8: 227–53.
- Bulow, Jeremy et al. 1999. Toeholds and takeovers. *Journal of Political Economy* 107(3): 427–54.
- Burch, Timothy R. 2001. Locking out rival bidders: The use of lockup options in corporate mergers. *Journal of Financial Economics* 60 (1): 103–41.
- Comment, Robert and William Schwert. 1995. Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. *Journal of Financial Economics* 39(1): 3–43.
- De, Sankar et al. 1996. Effects of competition on bidder returns. *Journal of Corporate Finance* 2 (3): 261–82.
- Денчић-Михајлов, Ксенија Ж. 2004. Процена ефеката екстерног раста предузећа. *Рачуноводство* 11–12: 77–83.
- _____. 2005. Ефекти и моделирање аквизиционе стратегије са *toehold*-ом. *Финансије* 1–6: 94–109.
- Denčić-Mihajlov, Ksenija and Ognjen Radović. 2006. Problems in predicting target firms at the undeveloped capital markets. *Facta Universitatis, series Economics and organization* 3 (1): 59–68.
- Dodonova, Anna and Yuri Khoroshilov. 2006. Jump bidding in takeover auctions. *Economics Letters* 92: 339–41.
- Fishman, Michael J. 1988. A theory of preemptive takeover bidding. *The RAND Journal of Economics* 19 (1): 88–101.
- Flanagan, David J. and Klein C. O'Shaughnessy. 2003. Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research* 56: 573–85.
- Gaspar, Miguel J. et al. 2005. shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 76 (1): 135–65.
- Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart. 1980. Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics* 11 (1): 42–64.
- Hartzell, Jay et al. 2004. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired. *Review of Financial Studies* 17: 37–61.
- Haunchild, Pamela R. 1994. How much is that company worth? Interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums. *Administrative Science Quarterly* 39: 391–411.
- Hayward, Mathew and Donald C. Hambrick. 1997. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly* 42: 103–27.
- Huang, Yen-Sheng and Ralph Walking A. 1987. Target abnormal returns associated with acquisitions announcement: payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics* 19: 329–34.

- Kaufman, Dianne J. 1988. factors affecting the magnitude of premiums paid to target-firm shareholders in corporate acquisitions. *Financial Review* 23: 465–82.
- Khoroshilov, Yuri and Anna Dodonova. 2007. Takeover auctions with actively participating targets. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47 (2): 293–311.
- Klemperer, Paul D. 1999. Auction theory: A guide to the literature. *Journal of Economic Surveys* 13: 227–86.
- Levitt, Steven and John List. 2007. what do laboratory experiments measuring social preferences reveal about the real world? *Journal of Economic Perspectives* 21 (2): 153–74.
- Малинић, Дејан и Ксенија Денчић-Михајлов. 2008. Принудна куповина и принудна продаја акција у поступку преузимања акционарских друштава. У *Задаци рачуноводствене, ревизорске и финансијске професије након потписивања споразума о стабилизацији и придруживању са ЕУ*, 211–28. Бања Лука: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске.
- Moeller, Tomas. 2005. Let's make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs. *Journal of Financial Economics* 76 (1): 167–90.
- Morellec, Erwan and Alexei Zhdanov. 2005. The dynamics of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics* 77: 649–72.
- Palia, Darius 1993. The managerial, regulatory and financial determinants of bank merger premiums. *The Journal of Industrial Economics* 41(1): 91–102.
- Png, Ivan P. L. 1986. *The information conveyed by a takeover bid*. Working Paper 3–85, UCLA, Los Angeles
- Slusky, Alexander R. and Richard E. Caves. 1991. Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers. *Journal of Industrial Economics* 39 (3): 277–96.
- Stulz, Rene et al. 1990. The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers. *The Journal of Finance* 45 (3): 817–33.
- Tooolsema, Linda A. 2007. Having more potential raiders weakens the takeover threat. *Journal of Economic Behavior & Organization* 62: 670–85.
- Varaiya, Nikhil P. 1987. An empirical investigation of the bidding firms' gains from corporate Acquisitions. *Research in Finance* 6: 149–78.
- Walking, Ralph and Robert Edmister. 1985. Determinants of tender offer premiums. *Financial Analysts Journal* 27: 30-37.
- Wansley J. et al. 1983. Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial Management* 12: 16–22.
- Živković, Boško. 2004. Corporate governance quality and corporate control market amidst transition. In *Proceedings from the III International Belgrade Stock Exchange Conference*, 79–91. Belgrade Stock Exchange.
- Закон о преузимању акционарских друштава, "Службени гласник РС" бр. 46/2006.
- Закон о привредним друштвима, "Службени гласник РС" бр. 125/2004.
- Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената "Службени гласник РС" бр. 47/2006.

TAKEOVERS IN COMPETING BIDDER CONTEST**Summary**

In the focus of this paper is the takeover process characterized by the emergence of multiple competitive bidders. Specifically, the study seeks to determine the impact of the competition between the bidders to the acquisition probability and the amount of the control premium paid to the target shareholders. The study shows that the competition among potential acquirers helps target shareholders in two ways - makes the decision on accepting/refusing the offer more easier and influences the increase of the bid premium. Initially high bid premium in the first offer is the way to reject potential competitive bidders in a takeover process. Probability of a takeover is primarily the function of the amount of the target's operation monitoring costs, not the number of potential (competitive) acquirers. The amount of the control premium in competing bidder contest depends on the target ownership structure and the takeover type. The presence of multiple bidders has a greater impact on premium when the potential acquirer is not core-related to the target.

The final part of the the paper provides an overview of the regulative framework of the takeover process with multiple bidders in the Republic of Serbia and indicates the factors that determine this process at domestic corporate scene.

Key words: takeover strategy, competing bid, acquiring company, target, price.