

ЭФЕКТИ ПРИМЕНЕ ПРЕВЕНТИВНИХ СТРАТЕГИЈА ОДБРАНЕ НА ПРОЦЕС АКВИЗИЦИЈЕ

THE EFFECTS OF IMPLEMENTATION OF PREVENTIVE DEFENSE STRATEGIES ON ACQUISITION PROCESS

Милан Звездановић¹

Академија за националну безбедност, Београд, Србија

Јелена Звездановић²

Институт друштвених наука, Београд, Србија

Сажетак: Превентивне стратегије циљног предузећа се примењују како би се смањиле или у потпуности одстраниле могућност реализације преузимања контроле над предузећем. У раду су прво презентоване стратегије које подразумевају измене у статуту предузећа, као и склапање атрактивних уговора са менаџерима а чији је циљ да онемогуће или отежају насилно преузимање предузећа. Затим је презентована стратегија емитовања хартија од вредности која се примењује ради снижавања вредности предузећа у очима потенцијалног стицатеља, односно повећање трошкова преузимања предузећа. Предмет истраживања овог рада су ефекти примене ових стратегија на процес аквизиције а циљ да се прикажу расположиве могућности чија је сврха да одврате потенцијално стицатељско предузеће од намере да иницира процес преузимања. У раду се пошло од хипотезе да „разводњавање“ власништва над циљним предузећем, одвраћа стицатеља од намере преузимања предузећа. При коришћењу теоријске грађе коришћен је индуктивно-дедуктивни метод, као и методи анализе и синтезе.

Кључне речи: непријатељско преузимање предузећа, корпоративно управљање, стратегије одбране, стицатељско предузеће, циљно предузеће.

Abstract: Target company uses preventive strategies in order to reduce or completely remove the possibility of taking control over it. The paper deals with the strategies of adoption of amendments to the Articles of organization as well as making of beneficial contracts with managers to prevent or reverse the hostile takeover of the company. The strategy of securities issuing which affects the value of company for potential acquirer because of the higher costs of acquisition is also presented in the article. The subject of paper is investigation of effects of these strategies implementation on the acquisition process and the aim is to show the possibilities for prevention of the takeover process by acquisition company. The paper concerns the hypothesis that the target company could “dilute” its capital structure in order to deter acquirer from the intention to take control over the company. Theoretic background is based on inductive-deductive method as well as the methods of analysis and synthesis.

¹ zvezdanovicmilan@gmail.com

² jelenazvezdanovic@yahoo.com

Key words: *hostile takeover, corporate governance, defence strategies, bidder's company, target company.*

1. УВОД

Након осамдесетих година XX века, периода који у САД-у карактерише интензивна активност преузимања предузећа, долази до значајног развоја стратегија и тактика напада стицатељског предузећа на циљну компанију, као и до креирања и примене софистицираних стратегија одбране којима се циљно предузеће супроставља непријатељском нападачу. Инвестиционе банке и друге специјализоване финансијске институције, у сарадњи са менаџментом циљног предузећа, организују тимове специјалиста задужене за дизајнирање разних стратегија чија је сврха заштита предузећа од трансфера контроле управљања. У зависности од тога да ли циљно предузеће чини напор да одврати потенцијалне нападачице или одговара на већ пласирану непријатељску понуду за преузимање, одбрамбене стратегије можемо поделити у две групе: превентивне и активне стратегије. Превентивне стратегије одбране се примењују с циљем да смање или у потпуности одстране могућност реализације непријатељског преузимања контроле над циљним предузећем. Одвраћање стицатеља од намере преузимања предузећа остварује се смањењем вредности циљног предузећа и његове атрактивности за стицатеља, и то изменама у статуту предузећа, склапањем атрактивних уговора са менаџерима циљне фирме и емитовањем права.

2. СТРАТЕГИЈА ДОНОШЕЊА АМАНДМАНА НА ОПШТА АКТА ПРЕДУЗЕЊА

Амандмани против преузимања представљају измене статута које онемогућавају стицатељу да преузме контролу над предузећем (стратегичка популарно названа „растеривачи змија“ или *shark repellents*). Доношење амандмана на статут предузећа захтева одобрење већине акционара. Мада акционари у САД-у ратификују 95% амандмана против преузимања које предложи управа, акционари их неће одобрити једино ако управа није сигурна у његов успех (Brickley, Lease и Smith, 1988).

Усвајање специјалних амандмана на статут предузећа представља често примењивану превентивну стратегију одбране од непријатељског преузимања. На предлог менаџмента, усвајају се разне измене у статуту које смањују "рањивост" предузећа на непријатељска преузимања. Најчешће коришћени амандмани су:

1. Амандмани којима се ограничава број чланова управног одбора у једној години, на тај начин што се укупан број чланова дели у три групе, тако се сваке године бира само једна трећина укупног броја чланова;
2. Амандмани којима се дефинише потребан број гласова за усвајање специфичних акција на нивоу знатно вишем од оног који је усвојен законом, нпр. повећава се проценат гласова акционара потребних за давање сагласности на преузимање предузећа на 75 или 85% свих гласова ;
3. Амандман који се односи на исплату фер цене акционарима циљног предузећа, тј. највише цене која би иначе била плаћена у првом кругу јавне понуде код двостепених понуда;
4. Амандман којима се акцијски капитал дели у две класе обичних акција са различитим правом гласа, у циљу концентрације гласачког права у рукама оснивача, чланова управног одбора и менаџера.

Усвајање специјалних амандмана на статут предузећа је уобичајена стратегија одбране, чија шира примена зависи од одобрења закона државе у којој циљно предузеће послује. Усвајање специјалних амандмана на статут предузећа обично захтева одобрење акционара. Већина амандмана на статут предузећа који се односе на одбрану од непријатељског преузимања се прихвата. Само у крајњим случајевима лошег управљања предузећем, акционари активно дају отпор предложеним изменама које се односе на стратегије против преузимања. Ово делом због тога што је управа у принципу много боље организована у лобирању, него акционари супротстављени изменама статута корпорације. Други важан разлог што акционари у већини случајева одобравају измене, јесте што већину акционара у водећим америчким корпорацијама заправо чине институције које су у прошлости подржавале управљачки тим.

- Амандмани којима се регулише број чланова управног одбора
Најчешћа процедура при избору чланова управног одбора је да се годишње бира једна трећина чланова на период од три године. Амандман који отежава непријатељском стицатељу преузимање предузећа одређује број чланова управног одбора који ће бити кандидован при сваком избору, као и дужину њиховог мандата. Саставни део амандмана је и пропис који онемогућава стицатељу да смени поједине чланове управног одбора без валидног образложења.

Могућности управног одбора да делује против преузимања произилази из дужине временског периода на који се бирају чланови (такав управни одбор се назива проређени³ или класификовани управни одбор). Предузеће стицатељ не може одмах након преузимања контроле над циљним предузећем да изврши измене у управном одбору које би му обезбедиле већину чланова, уколико је циљно предузеће усвојило овај амандман. Чак и ако предузеће стицатељ добије власнички удео који му омогућује трансфер контроле управљања, поменути амандман неће дозволити промену чланова управног одбора у првом кругу гласања, већ ће бити потребна два до три круга гласања да би се истисла већина чланова која се тренутно налази на овој функцији. Уколико је стицатељ преузео контролу над предузећем, овај амандман може да га спречи да изабере чланове управљачког тима који ће штитити његове интересе и намере. Чланови у управном одбору циљног предузећа ометају преузимање супротсављањем политици стицатеља или напуштањем својих места у управном одбору у случају да стицатељ задобије контролу над предузећем. Алтернативно, исти чланови могу да олакшају преузимање стицатељу тако сто ће са њим сарађивати. Могућност да омета или олакшава преузимање предузећа дају управном одбору јаку преговарачку позицију коју он може да користи по свом нахођењу.

- Амандмани којима се дефинише потребан број гласова за усвајање специфичних акција Управа не обезбеђује подршку за усвајање амандмана који регулише потребан број гласова за доношење специфичних одлука осим ако они нису недвосмислено намењени одбрани од преузимања. Захтев амандмана је да понуда за преузимање буде одобрена са више од 50% гласова акционара циљног предузећа. Потребна већина варира по предузећима, али се обично креће између две трећине и 80% акционара који гласају.

Амандман предлаже управа која је сигурна да ће у наредном периоду држати довољно акција да укине супер већину, када она не буде механизам одбране од непријатељског преузимања. Менаџерима овај амандман даје могућност да одбију понуду која није у најбољем интересу акционара или да утичу на структуру понуде како би је учинили прихватљивијом за акционаре. Иако пружају отпор непријатељској претњи, њихова примена је могућа

³Проређени управни одбор је тело које годишње бира једну трећину својих чланова на период од три године, које непријатељски стицатељ не може да смени без валидном образложења.

само ако акционари имају доказ да управа ради у њиховом најбољем интересу.

Предузећа обично уводе одредбе о потребној супер већини након што су извршила измене статута другим одредбама против преузимања. Како одредбе о супер већини захтевају такву већину и за измену статута корпорације, стичатељу је теже да усвоји остале одредбе против преузимања, након што је одредба о супер већини једном унета у статут.

- Амандмани којима се утврђује испата фер цене акционарима циљног предузећа Амандман који се односи на исплату фер цене су делотворни након обелодањивања непријатељске понуда за преузимање предузећа. Амандман о исплати фер цене захтева од стичатеља да понуди одређену минималну цену по акцији циљног предузећа. У ретким приликама минимална цена је раније одређена вредност назначена у амандману. Међутим, највећи број амандмана о исплати фер цене дозвољава да се у текућој активности преузимања одреди минимална цена. На пример, фер цена може да буде специфицирана као највиша цена коју плаћа стичатељ за било коју од акција циљног предузећа стечену пре иницирања понуде. Алтернативно, фер цена може да се одреди као највиша цена по којој се трговало акцијама циљног предузећа у оквиру једне године до пријема понуде.

Сврха амандмана о исплати фер цене је да се избегне принудна двостепена јавна понуда. Кад стичатељ задобије контролу над фирмом, он ту позицију може искористити да преостале акције стекне по цени нижој од тржишне. Присуство одредбе о исплати фер цене треба да дестимулише стичатеља да уопште покрене механизам двостепене јавне понуде. Ове одредбе заједно са променама у регулативи која се односи на директне понуде, чине да двостепене јавне понуде буду мање популаран начин преузимања предузећа.

Иако одредбе о исплати фер цене представљају препреку стичатељу, она се не сматра ефикасном стратегијом одбране од преузимање предузећа. Она омогућује акционарима циљног предузећа да добију мешовиту цену која обично представља вишу цену, од оне која би се могла добити у другом кругу купопродаје акција. У периоду интензивних интеграционих активности и аквизиција што је био случај у четвртм таласу интеграција када се финансирање леверицом обилато користило, више цене, саме по себи, нису успоравале висок темпо аквизиција.

- Амандмани којима се акцијски капитал дели у класе акција са различитим правом гласа Планови реструктурираја акцијског капитала циљног предузећа на две класе обичних акција са

различитим правом гласа врши се у циљу концентрације гласачког права у рукама оснивача, чланова управног одбора и менаџера. Мада је коришћено више метода, заједнички циљ је да се менаџерима или оснивачима обезбеди гласачко тело веће од оног које одговара њиховом пропорционалном власништву над акцијама, сходно правилу „једна акција – један глас“.⁴ Директно одступање од овог правила уводи се применом технике поделе акцијског капитала, када долази до креирања друге класе акција, која даје гласачка права различита у односу на раније емитоване акције. Класе акција са ограниченим правом гласа, најчешће се налазе у поседу спољних акционара, који у просеку поседују власништво над око 80% оваквих акција. На другој страни, акције са супериорнијим правом гласа налазе се у поседу интерних власника коју у просечном предузећу поседују власништво над око 60% оваквих акција.

Овај начин поделе акцијског капитала се практикује када интерни власници већ поседују ефективну контролу, што им омогућава да додатни сопствени капитал привуку без бојазности да ће угрозити своју сопствену позицију и изложити се дејству снага на тржишту корпоративне контроле. Превасходни циљ поделе акцијског капитала на две класе је заштита од промене контроле односно задржавање значајног утицаја оснивача на будућност предузећа, као и потреба да се обезбеди додатни капитал неопходан за реализацију дугорочне стратегије, без страха оснивача и стрепњи од непријатељских стицатеља.

Докази емпиријских истраживања потврђују да тржисте генерално више вреднује акција са вишом гласачком снагом (Lease, McConell и Mikkelson, 1983). Наравно, чињеница да тржисте вреднује гласачку снагу не показује да подела акцијског капитала на две класе смањује укупну цену акција. DeAngelo и DeAngelo (1985) детаљно испитују 45 предузећа која су од 1980-те године имале двокласну структуру акција. Они налазе да, после реструктурирања, менаџмент и породица инсајдера (интерних власника) контролишу 57 посто гласова и 24 посто протока готовине. Ово потврђује да поделе акцијског капитала на две класе често додељују јачу гласачку снагу постојећем менаџменту. Међутим, DeAngelo и DeAngelo (1985) такође сугеришу да акционари предузећа у овом узорку сматрају да је корисно да акционари склопе уговор са постојећим менаџментом у циљу њиховог ограничавања.

⁴ Забрана поделе капитала у две класе акција на њујоршкој берзи је трајала све до 1968 год., пуних шездесет година, када је укинута захваљујући конкурентском притиску америчке берзе AMEX и ванберзанског NASDAQ тржишта.

3. СКЛАПАЊЕ УГОВОРА СА ТОП МЕНАѢЕРИМА ЦИЉНОГ ПРЕДУЗЕЋА

Склапање уговора који даје право ангажованим топ менаѢерима на исплату високих надоканада у случају промене власника фирме може бити како превентивна, тако и активна одбрана од непријатељског преузимања. Генерално, компаније нуде атрактивне уговоре менаѢерима као део њиховог компензационог пакета у намери да им обезбеде извештан степен финансијске сигурности у случају преузимања корпорације. Уколико предузеће стицатељ преузме корпорацију и смени менаѢера, у том случају атрактивни уговори обезбеђују накнаду за губитак престижа и статуса. Атрактивни уговор са менаѢментом је у суштини форма осигурања од отпуштања менаѢера, смишљена да их заштити од изненадног губитка радног места који је резултат преузимања фирме. По Jensen-у (1994), адекватно структурирани уговори о бенефицијама топ менаѢера представљају врло ефикасно средство мотивације менаѢера да у преговорима о купопродаји предузећа постигну што вишу премију за акционаре своје фирме. Коректно примењени уговори могу редуковати агенцијски конфликт, и утицати на реализацију позитивних ефеката дејства корпоративне контроле. Постојање атрактивних уговора дозвољава менаѢерима да процене потенцијално преузимање много објективније, зато што није присутна бојазност новчаног губитка као последице губитка радног места. Друго питање које иде у корист атрактивних уговора је да су они неопходни у привлачењу и одржавању талента топ менаѢмента. Уговори о компензацијама су веома атрактивни за менаѢере специјално током интернзивне активности преузимања предузећа, као што је то било 80-тих година прошлог века.

Критичари ових ставова међутим, сматрају да они резултирају очувањем стечених позиција неефикасног топ менаѢмента на штету акционара. Уколико је износ компензационог пакета топ менаѢмента циљног предузећа висок, потенцијални купци могу одустати од оправдане инвестиције у куповину тог предузећа. Такође се може десити да сами менаѢери буду мотивисани да дају сагласност на преузимање, иако ова стратегија није у интересу акционара. По њима, менаѢери веома често себично развијају дефанизивне стратегије у намери спречавања преузимачких напора који могу бити у најбољем интересу акционара.

Како би се циљна компанија начинила мање атрактивном метом за преузимање, атрактивни уговори са менаѢментом могу да се користе пре него што дође до непријатељске понуде и у току саме

борбе за преузимање. Како издвајања за атрактивне уговоре са менаџментом представљају само мали проценат укупне продајне цене, ефекти ових мера против преузимања нарочито код већих преузимања могу бити релативно мали у односу на очекивану корист. Атрактивни уговори са топ менаџерима су по мишљењу високо позиционираних извршних менаџера предузећа од изузетног значаја за исход преузимања. У току борбе око преузимања предузеће се суочава са проблемом да задржи чланове управљачког тима. Чланови управе који нису сигурни у своје позиције брзо прихватају друге примамљиве понуде по окончању преузимања.

Успешно закључени уговори утичу на управљачки тим на тај начин што га мотивишу да преговара о вишим премијама за акционаре приликом преузимања. Према Jensen-у (1994) уговори који регулишу контролу над компанијом корисни су када су правилно имплементирани, јер могу да помогну да се смањи сукоб интереса између акционара и чланова управе у временима преузимања и сходно томе увећају изгледе да дође до добитака који би проистекли у случају промене у контроли компаније.

Coffee (1988), Jensen,(1988) и Кноебер (1986) пружају аргументе базиране на концепту безусловних уговора за менаџерске компензације. Генерално, допринос менаџера остварењу резултата предузећа не може се тачно оценити у текућем периоду, али може у дужем периоду јер су тада више доступне информације о дугорочној профитабилности предузећа. У овој ситуацији, оптимални уговор између менаџера и акционара ће укључивати и задржане надокнаде (Кноебар,1986).

Компензације које су засноване на старешинству и интерном напредовања делимично одражавају овај процес задржане надокнаде. Зато што је детаљно прецизирање свих будућих могућности и условних исплаћивања у неком писаном уговору скупо, дугорочни уговор о задржавању ће имати много веће значење. Још један аргумент претпоставља постојање специфичних инвестиција од стране менаџера. Када је велика вероватноћа неког неочекиваног трансфера контроле и губитка њихових запослења, менаџери неће бити вољни да инвестирају у специфичне вештине и знање. Повезан је и аргумент да повећани ризик да неко изгуби радно место кроз преузимање може да резултира у томе да се менаџери неправилно фокусирају краткорочно или да чак преузимају исувише високе ризике. (Einsberg, 1988). С друге стране, атрактивни уговори могу подстаћи менаџере да прихвате промену у контроли уколико таква промена доноси корист акционарима, редукује конфликт између акционара и менаџера, као и смањује

трансакционе трошкове који би настали отпором менаџмента непријатељском преузимању. Berkofitth и Khanna (1991) анализирају врсте атрактивних уговора на тржишту корпоративне контроле у ситуацији када стицатељ има избор између мерџера и јавне понуде у поступку преузимања. У њиховом моделу јавна понуда је била пожељнија, због своје учесталости и веће информисаности акционара предузећа. На тај начин је давала могућност потенцијалним стицатељима да се такмиче за преузимање контроле над циљним предузећем. У случају мерџера претеране компензације могу да мотивишу менаџмент да прода акције предузећа и по нижој вредности. Како би се предупредиле злоупотребе златних падобрана као боља солуција се намеће опција на акције. У случају промене контроле оваква ситуација може подстаћи менаџере да увећају власништво акционара и на тај начин редукују конфликт интереса (Jesen 1988).

По прекиду рада менаџера насталом било добровољним одласком или отказом добијеним од стране стицатеља њему се исплаћује одређена компензације. Рок важења уговора између предузећа и менаџера може бити годину дана, са могућношћу да се продужи за још једну годину уколико није дошло до промене у контроли над компанијом у том периоду. За финансирање уговора са топ менаџерима понекад се формирају посебни рачуни тј. наменски фондови који пружају гаранцију запосленима да ће средства бити исплаћена у случају потребе примене овог уговора.

Годишња примања менаџера и године минулог рада у компанији опредељују висину компензације. Отпуштени запослени уговором добија могућност да прима неколико последњих годишњих примања, уз могућност да на претходна примања одређени број година прима и стимулације и друге додатке. Уговори се могу односити како на све менаџере у компанији тако и само на менаџере појединих организационих делова.

4. ЕМИТОВАЊЕ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ У ЦИЉУ СМАЊЕЊА ВРЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

Менаџери су несавршени агенти ангажовани од стране акционара да обезбеде максимизацију богатства акционара. Менаџери ипак имају намере да експлоатишу богатство акционара због своје личне користи у облику вишка накнаде, бонуса и тежње са пословном сигурношћу. Хипотеза о позиционирању менаџмента

сугерише да менаџмент циљног предузећа усваја „отровне пилуле“⁵ да застраши стицатеље и да смањи вредност фирме која је предмет преузимања. Менаџери циљног предузећа усвајају стратегију одбране популарно названу „отровне пилуле“ како би учинили своје предузеће мање атрактивним путем повећања трошкова куповине предузећа. Уз то, „отровне пилуле“ повећавају ризик промене цене из понуде, што потенцијална предузећа стицатеље условљава да се повуку из процеса преузимања. Хипотеза о интересима акционара сугерише да се богатство акционара циљног предузећа повећава након издавања „отровних пилула“ зато што је менаџмент циљног предузећа селективнији у избору стицатељског предузећа. Уколико се прве понуде претпоставе као најмање повољне, онда ће сви акционари имати користи уколико менаџмент спречи преузимање предузећа. Када се прикупи више атрактивних понуда било од првог стицатеља или других фирми стицатеља, менаџмент може изабрати предузеће које даје оптималну понуду. Према томе, „отровне пилуле“ могу повећати преговарачку моћ и богатство акционара јер дају могућност избора менаџерима да прихвате само највише понуде за акције предузећа.

„Отровне пилуле“ генерално се издају као хартије од вредности без права гласа постојећим акционарима које обезбеђују специфична права пре, током и након промена у контроли управљања предузећем. Прва група „отровних пилула“ била је емитована као преференцијалне акције које су акционарима фирме која се преузима давале могућност конверзије у обичне акције стицатељске компаније. Ове „пилуле“ су биле успешне у застрашивању стицатеља због претње суштинског мењања својинске структуре фирме-нападача. Креатори „отровних пилула“ нису желели да ова стратегија одбране буде директно повезана са емисијом преференцијалних акција. Зато су менаџери и инвестициони банкари развили верзије „пилула“ које су давале акционарима право да купују акције фирме која врши преузимање.

„Отровне пилуле“ се сматрају врло ефикасним средством за одвраћање покушаја преузимања из два разлога. Прво, „пилуле“ могу бити јефтино и брзо примењене од стране управе циљне фирме ако фирма која непријатељски стиче није покренула процес преузимања. Ова карактеристика условљава потенцијалног

⁵ Емитовање права којима се даје могућност постојећим акционарима да купе нову емисију обичних акција уз значајан износ дисконта, у оним случајевима када је предузеће мета преузимања популарно се зове „гутање отровне пилуле“ или „план права акционара“.

стицатеља да преговара директно са управним одбором циљног предузећа. Друго, ако је висок ниво финансијског леверица циљног предузећа ова стратегија чини непријатељска стицања претерано скупим у већини случајева. Као препрека покушајима преузимања, „отровна пилула” нема премца осим поделе акцијског капитала у две класе акција и директног већинског власништва акција од стране актуелног руководства.

Два основна типа ове стратегије су „*flip-over*“ и „*flip-in*“ план. „*Flip-over*“ план даје право акционарима, да у случају претње од преузимања, купе обичне акције стицатељског предузећа са правом гласа уз попуст који износи и до 50% текуће тржишне цена акција. Претња од преузимања сигнализирана је учињеном јавном понудом од стране потенцијалног стицатеља, или већ стекнутим власништвом од стране индивидуа или других компанија. Због слабе ефективности ове стратегије, она је унапређена и креиран је „*flip-in*“ план „гутања отровне пилуле“. За разлику од „*flip-over*“ плана који даје право куповине акција предузећа-стицатеља, „*flip-in*“ план подразумева опцију куповине обичних акција циљног предузећа уз значајан попуст. На тај начин се, у случају претње од преузимања предузећа, „разводњава“ власништво над циљним предузећем, што чини преузимање предузећа веома скупим).

„*Flip-in*“ план се односи на одбрану у случајевима када стицатељи немају намеру да купе 100% акција циљног предузећа. Предузеће-стицатељ може да избегне удар једне „пилуле“, једноставно не купујући све акције на тржишту. „*Flip-in*“ план се разликује од „*flip over*“ плана зато што он омогућује носиоцима права да купе акције у циљном предузећу, за разлику од „*flip-over*“ права која дају могућност носиоцима права да купују акције стицатеља. Превасходни циљ „*flip-in*“ права је да изврше „разводњавање“ власништва над циљним предузећем, не узимајући у обзир успех непријатељске понуде. Циљно предузеће је у могућности да се одбрани оваквим механизмом у борби са непријатељским стицатељима, чак и у случају када они нису откупили већински удео који би значио трансфер контроле управљања над предузећем. Контролу над ресурсима предузећа може да омогући и власништво мање од 51% акција. Ово се нарочито односи на она предузећа која су у власништву великог броја акционара са малим процентом акција у власништву. Постојање „*flip-in*“ плана чини овакве покушаје преузимања контроле врло скупим.

„*Flip-over*“ план такође може да садржи „*flip-in*“ одредбе, комбинујући тиме предности „*флип-овер*“ плана који се користи за

непријатељско стицање 100% акција, са „*flip-in*“ планом примењивим код стицања контроле над циљним предузећем са мање од 100% укупних акција. „*Flip-in*“ план даје акционарима право куповине хартије од вредности које имају цену знатно изнад актуелне тржишне цене. Пре покренутог процеса откупа акција, акционари немају намеру да употребе своја права. Период од 10 дана од датума покретања до датума аутоматски новог издавања акција је од суштинског значаја за менаџмент предузећа које се преузима да успостави упориште за преговарање. Ипак, ако менаџери сматрају да је стицатељ непријатељски настројен и да настоји да исцрпи капитал (финансијски и људски) који чини базу циљног предузећа, они могу дозволити нову емисију и дозволити свим акционарима да употребе своја права. Аутоматски нова емисија акција циљног предузећа смањује вредност акција коју стицатељ држи и условљава куповину додатних акција.

Емитовање обичних акција у циљу смањења вредности предузећа може повећати ниво финансијског леверица у тренутку напада стицатељске компаније. Да ли ће до тога доћи или не зависи управо од леверица са којим послује циљна компанија и од њеног капацитета задуживања. Уколико циљна компанија има висок износ неизвршених обавеза према кредиторима, резултат емитовања акција може бити и повећан ниво финансијског леверица, без обзира што одбрана није финансирана узимањем кредита.

Једна од најзначајних предности стратегије емитовања права односи се на висину иницијалног трошка ове трансакције, који се састоји само од трошкова штампања и дистрибуције права власницима циљног предузећа. Посматрајући дакле финансирање овакве врсте одбране, иницијални инвестициони издатак је у поређењу са другим видовима стратегија одбрана релативно низак. Иако гледајући дугорочно, циљно предузеће има обавезу плаћања дивиденди новоприселим обичним акционарима, сама чињеница да је иницијални трошак незнатан много пута је пресудна при избору ове стратегије одбране. Са тачке гледишта власника акција циљног предузећа, потреба примене стратегије одбране емитовањем права ће се јавити када циљна компанија већ послује са високим нивоом финансијског леверица. У таквим ситуацијама, додатно задуживање ради одбране од стицатеља је немогуће, па се циљно предузеће окреће скупљој али доступнијој стратегији одбране (Петровић, Денчић-Михајлов, 2007).

5. ЗАКЉУЧАК

Значај превентивних стратегија циљног предузећа је различит и зависи од стања на тржишту корпоративне контроле и саме финансијске ситуације у циљном предузећу. Ниво леверица, салдо готовине и учешће менаџера у власништву у тренутку реализације преузимања, опредељује стратегију циљне компаније. Проблеми везани за одлуку о избору стратегије тичу се и информационе асиметрије, као и регулаторних ограничења. У вези са напред наведеним проблемом можемо извући следеће закључке.

Примена мере измене статута зависи од законске регулативе државе у којој циљно предузеће послује, као и од спремности акционара да подрже те предлоге. На основу емпиријских истраживања може се закључити да банке и осигуравајућа друштва у великом броју случајева подржавају усвајање ових амандмана, за разлику од јавних пензионих фондова, фондова легата и разних фондација.

Исплата високих компензација менаџерима и запосленима и њихово укључивање у власништво предузећа ограничава на разне начине непријатељског стицатеља да оствари трансфер контроле управљања. Међутим, шира примена ових амандмана зависи од законске регулативе државе у којој циљно предузеће послује, као и од спремности акционара да подрже те предлоге.

У циљу потврде хипотезе да „разводњавање“ власништва над циљним предузећем, одвраћа стицатеља од намере преузимања предузећа анализирани су ефекти стратегија чија реализација даје такве резултате. Наиме, менаџери када сматрају да стицатељ настоји да исцрпи капитал и људску активу која чини базу циљног предузећа, они врше нову емисију акција и дозвољавају свим акционарима да купе акције по повољнијим условима у односу на стицатеља. Аутоматски нова емисија акција циљног предузећа смањује вредност акција коју стицатељ држи и приморава га на куповину додатних акција. Ако у анализу уведемо и одредбу која често прати стратегију емитовања права, да постојећи чланови управног одбора задржавају право гласа приликом преиспитивања усвојених „отровних пилула“ након преузимања, закључујемо да је ефекат ове стратегије изузетан.

ЛИТЕРАТУРА

1. Bacon, C. J., Cornet, M. M. & Davidson, W. N. (1997). The Board of Directors and Dual – Class Recapitalizations, *Financial Management*, 28 (3).
2. Bebchuk, L. A. & Cohen, A. (2005). The Cost of Entrenched Boards, *Journal of Financial Economics*, 78, 409-433.
3. Bebchuk, L. A. (2003). Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements, *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 713-753.
4. Bebchuk, L. A. (2002). The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, *University of Chicago Law Review*, 69, 973-1034.
5. Bhagat, S. & Jefferies, R. H. (1991). Voting Power in the Proxy Process: The Case of Antitakeover Amendments, *Journal of Financial Economics*, 30, 193-225.
6. Borokhovich, K. A., Parrino, R. & Trapani, T. (1996). Outside Directors and CEO Selection, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
7. Bradbury M. & Mak. Y. T. (2000). Ownership structure, board composition and the adaption of charter takeover procedures, *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*, 6, 165-188.
8. Brickley, J. A., Lease, R. C. & Smith, C. W. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
9. Dahya, J. & Mc Connel, J. (2001). *Outside Directors and Corporate Board Decisions: A natural Experiment*, Working paper, <http://www.ssrn.com>
10. DeAngelo, H. & Rice, E. (1983). Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 11, 329-59.
11. Денчић-Михајлов, К. (2005). Стицање власништва над предузећем јавном понудом за откуп акција, Зборник радова са XXXVI симпозијума „Рачуноводство и пословне финансије у савременим условима пословања – стање и перспективе“, одржаног на Златибору маја 2005. год., 276-291.
12. Mikkelsen, Wayne H. & Megan Partch, M. (1989). Managers' Voting Rights and Corporate Control, *The Journal of Financial Economics*, 25, 263-290.

13. Петровић, Е. & Денчић-Михајлов, К. (2007). *Пословне финансије - дугорочни аспект финансијских улагања*, Економски факултет, Ниш, 275-300.
14. Weston, J. F., Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, 4th edition, Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall.

Рад је примљен: 28.10.2013.

Рад је прихваћен за штампање: 17.02.2014.