



**VISOKA POSLOVNA ŠKOLA
STRUKOVNIH STUDIJA
ČAČAK**

MAGISTARSKI RAD

Strategija akvizicija i merđžera - šta ih čini neuspešnim

Mentor: _____
Profesor: _____

Student: _____
Br.Indeksa: _____

Mesto, mesec, godina

STRATEGIJA AKVIZICIJA I MERDŽERA: ŠTA IH ČINI NEUSPEŠNIM?

MERGERS AND ACQUISITIONS STRATEGY: WHY ARE THEY NOT SUCCEEDING?

Xxxxx XXXXXXX

Fakultet za menadžmet Braća Karić, Palmira Toljatija 3, Beograd

Sadržaj: *U radu, reči će biti o realnosti vezanoj za merdžere i akvizicije. Pokusaćemo objasniti zašto je ovo danas jako popularna strategija eksternog rasta kompanija, ali i do kojih zaključaka o efektima vrednovanja i determinantama profitabilnosti su došla mnogobrojna istraživanja. Poseban osvrt je na uticaj načina finansiranja akvizicija na performanse akvizitora i kombinovane kompanije. Tržište je jako skeptično prema merdžerima i akvizicijama, a razlozi su jasni.*

Ključne reči: *merdžeri, akvizicije, performanse*

Abstract: *Paper is covering the reality facts on mergers and acquisitions. We will try to explain why this is today's most popular strategy of external growth for many companies, and also cover conclusions about valuation effects and determinants of profitability numerous researches have come to. Special emphasis is on impact that way of financing the acquisition is having on performances for acquirer and combined company. The market is very skeptical about mergers and acquisitions, and reasons are rather obvious.*

Key words: *mergers, acquisitions, performances*

1. UVOD

U vremenu sve bržih tehnoloških, tržišno-ekonomskih, društvenih i političkih promena, stalna evolucija ali i revolucija svih poslovnih subjekata je neophodna.

Mnogi od njih su izlaze prilagođavanja i unapređenja svog poslovanja našli kroz metode eksternog rasta, to jeste merdžere i akvizicije (dalje u tekstu M&A), primenjujući potom korporativno restrukturiranje kako bi svoju strukturu optimalno prilagodili performansama koje očekuju.

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

Za kompaniju izbor između internog i eksternog rasta i razvoja zahteva razmatranje niza faktora: 1. barijere ulaska u granu, 2. relativna povezanost novog sa postojećim poslovanjem, 3. komparativna brzina i razvojni troškovi dva metoda ulaska u novi posao, 4. rizici prisutni u dva različita metoda rasta, 5. faktor životnog ciklisa grane [7]. Što je veća povezanost novih poslova sa postojećim poslovanjem preduzeća niže su barijere ulaska i verovatnije je da će se preduzeće opredeliti na interni rast. Što je povezanost manja, verovatnije je da će se ići na merdžere i akvizicije. Još jedna bitna stavka je ta da se kod internog rasta rezultati vide tek nakon niza godina razvoja novog poslovanja, dok preuzimanje zahteva manje vremena da bi novo poslovanje bilo rentabilno. Takođe, interni rast je rizičniji i

manja je verovatnoća da će biti rentabilan. Zbog ove činjenice sve više je kompanija koje se opredeljuju na rast putem M&A.

2. REALNOST MERDŽERA I AKVIZICIJA

Istraživanja tokom proteklih godina potvrđuju da su poslovne transformacije obavljene kroz aktivnost merdžera i akvizicija, jedna od bitnijih stvari koja najviše zabrinjavaju direktore (CEO) kompanija. I za to imaju dobar razlog.

Sve više izveštaja skorašnjih radova konsultanata o M&A zvuči ovako:

“Otrežnjujuća realnost je da samo oko 20% svih merdžera uspeva. Većina merdžera zapravo erodira cilj poslovanja – bogatstvo akcionara...hladna, surova realnost je da većina merdžera ne uspeva postići bilo kakve finansijske povraćaje...jako je visoka stopa neuspeha merdžera...”

Rast kroz merdžere i akvizicije (M&A) je put koji mnogi bordovi direktora biraju. Biti veći će dokazati da to znači biti bolji. Za većinu, ipak, biće teško i nakon nekoliko godina, da dokažu unapređenu vrednost za akcionare kroz rast putem M&A. Činjenica je da samo 1/3 svih merdžera i akvizicija doprinosi uvećanju vrednosti za akcionare [8].

Dok se izveštaji o neuspešnosti M&A iznova potvrđuju u procentima od 30 do 70, razlozi za ovo su mnogobrojni. U studiji Forbes Magazine-a, neki od razloga su sledeći [8]:

- ❖ nemogućnost implementacije promene
- ❖ precenjena ili nepostojeća sinergija
- ❖ nepredviđanje predvidivih događaja
- ❖ raskol menadžment stilova i egga
- ❖ akvizitor je previše platio
- ❖ nekompatibilni sistemi
- ❖ prekasno otpočinjanje integracionog planiranja u toku samog procesa dila
- ❖ zaboravljanje zašto dil, na prvom mestu.

Prema studiji London Business School, 75% svih M&A ne ostvari svoje finansijske ciljeve [5]. Neki su na to osuđeni već u startu jer je za akviziciju i previše plaćeno.

Da li merdžeri opravdavaju nagle promene i troškove ili su samo kratkoročno rešenje za dugoročniji problem? Da li je biti veći zaista i biti bolji? Bilo kako bilo, merdžeri se nastavljaju i kroz regionalne i kroz mega-merdžere.

Kada jednom krenete putem akvizicija sve veći i veći dilovi će vam biti neophodni da biste isporučili iste rezultate, jer postoji ogroman pritisak od strane akcionara za stvaranjem veće vrednosti kompanije.

Jedan od mogućih razloga dispariteta popularnog viđenja o M&A i naučnih otkrića je zapravo zabuna oko toga šta podrazumevamo pod isplativom investicijom.

Bruner je koristio jako specifičan benchmark za merljive performanse: zahtevani prinos od strane investitora, obično definisan kao povraćaj koji bi investitori mogli dobiti na neku drugu investiciju, sličnog rizika. U odnosu na ovaj benchmark moguće je definisati tri moguća ishoda[1]:

1. *Očuvanje vrednosti:* Ovde je povraćaj investitorima jednak zahtevanom povraćaju. Akcionari prosto dobijaju ono što su i očekivali. Investicija ima NSV – neto sadašnju vrednost jednaku nuli, što ne indicira neuspeh investicije.
2. *Stvaranje vrednosti:* Do ovoga dolazi kada povraćaj na investiciju prevazilazi zahtevani povraćaj. Ovakva investicija nosi pozitivnu neto sadašnju vrednost stoga bogatstvo akcionara raste više nego što je očekivano.
3. *Erozija vrednosti:* U ovom slučaju prinosi investicije su niži od očekivanih. Investitor je mogao bolje da prođe da je uložio u neku drugu investiciju, sličnog rizika.

Shvatanje o uspehu ili neuspehu moramo staviti u kontekst ovih merljivih ekonomskih rezultata. Ekonomski posmatrano, investicija je “uspešna” ako rezultuje bilo čim, sem erozijom vrednosti.

Rast bogatstva ili blagostanja akcionara je fundamentalni cilj svih firmi – američki direktori stoga implementiraju politike koje su konzistentne sa blagostanjem akcionara, što je sinonim za stvaranje vrednosti.

3. POKRETAČI PROCESA TRANSFORMACIJA

Konsolidovanje dve kompanije je verovatno najteži izazov sa kojim se bilo koji CEO može suočiti. Na samom startu cilj je jako jasan – rast prihoda, rast tržišnih udela, šira paleta ponude proizvoda, veća ekonomija obima. Toliko energije ode u sam proces pregovaranja da stvaran merdžer dva poslovanja bude nešto o čemu se kasnije razmišlja. Svaka od dve merdžovane kompanije donosi svoju istoriju, IT arhitekturu, poslovne sisteme, kulturu i ego. Integrisanje ovoga u jednu celinu često se čini nemogućom misijom.

Ali zašto se onda toliko kompanija odlučuje na reorganizacione promene. Zašto se reorganizuju, restrukturiraju ili konsoliduju kada uspeh ovoga donosi toliko nevolja? Možemo navesti bar četiri pokretačke snage:

1. globalizacija
2. potreba za rastom
3. tehnološke prednosti
4. rast konkurencije [3].

Globalizacija

Rađanje istinski globalne privrede poslednjih godina donosi toliko šansi i prilika na svim područjima delatnosti. “ići na globalno” sa sobom sasvim prirodno donosi potrebu za preuzimanjima, jer zahteva manje vremena za ulazak i rast na novim tržištima. U protekle dve godine među američkim merdžerima bilo je 17% onih koji su podrazumevali targeta van teritorije SAD.

Potreba za rastom

Česte promene na finansijskim tržištima danas su značajniji faktor nego ikad. Mnoge organizacije radeći ono što su oduvek radile, nisu više zapažene. Ono što je nekada funkcionisalo, više ne funkcioniše. Takve firme bile su profitabilne, a danas su u minusu. Promene moraju biti napravljene ako organizacija želi da se prilagodi promenama tržišta. Promena poslovnog pejzaža, s pravim razlogom ili ne stvara novu mantru – potreba za rastom i brzinom.

Tehnološke prednosti

Da bismo ostali konkurentni, umanjili troškove i digli efikasnost, moramo imati najsavremeniju tehnologiju i procese. Nove tehnologije se tako brzo razvijaju da neke kompanije prosto ne mogu držati korak na osnovu internog razvoja. Da bismo išli u korak sa tehnologijom primorani smo na konsolidovanja i merdžere jer jedino na taj način možemo priuštiti sebi tehnologije, pomoću kojih ćemo biti konkurentniji i imati zaposlene sa odgovarajućim veštinama.

Rast konkurencije

Potrošači postaju sve samosvesniji, zahtevajući niže troškove i bržu, bolju uslugu tako da konkurencija stalno raste. Ekonomija obima implicira da, kako veličina raste, više proizvoda i usluga može biti isporučeno po nižim prosečnim troškovima. Stoga, obim može postati barjera za ulazak na određeno tržište. Ovakva situacija prosto izgurava sitnije igrače i sprečava ulazak novih[3].

Poslovno okruženje se jako brzo menja, tehnologije preko noći postaju zastarele, a globalizacija proizvoda stalno raste. Kao rezultat, brzina i preciznost strategije menadžera postaju sve značajnije. Sveukupni cilj za većinu kompanija je da pridobiju što više potrošača i prošire svoj tržišni udeo. Ovo mora biti učinjeno uz sposobnost nuđenja veće vrednosti, odgovarajućih cena proizvoda i unapređenih usluga. Kroz akvizicije, korporacije mogu obezbediti bolje menadžerske i tehničke talente, kao i rast prihoda i bolju tržišnu poziciju kroz pristup novim tržištima, novim proizvodima i veći tržišni udeo. Istraživanje firme Pricewaterhouse Cooper izvršeno na 129 kompanija pokazuje da je “rast u tržišnom udelu” najuobičajeniji cilj M&A (74%), sa “pristupom novim proizvodima” na daleko drugom mestu (54%)[9].

4. ISTRAŽIVANJA O PROFITABILNOSTI M&A

Mogućnost komentarisanja bilo čega relevantnog za profitabilnost M&A zavisi od metoda, iz kojih izvodimo zaključke.

Istraživanja nude četiri pristupa merenju profitabilnosti M&A [1]:

1) *Studije slučaja*: One istražuju abnormalne povraćaje akcionarima, u periodu oko najavljivanja transakcije. Abnormalan povračaj je prosto bruto prinos umanjen za benchmark onoga što su investitori mogli da dobiju na drugoj investiciji, taj dan. Obično, benchmark je povračaj određen CAPM modelom, ili jednostavnije povraćajem na širi tržišni indeks, kao što je S&P 500. Ove studije počivaju na predviđenim pretpostavkama da su cene akcija sadašnja vrednost očekivanih budućih novčanih tokova datih akcija, za akcionare.

2) *Računovodstvene studije*: One ispituju objavljene finansijske rezultate akvizitora pre i posle akvizicije, kako bismo uvideli promenu finansijskih performansi. Fokus ovih studija ide od neto profita, ROA (Return on Asset – prinos na aktivu), ROE (Return on Equity – prinos na akcijski kapital), EPS (Earnings Per Share – prinosi po akciji), leveridža i likvidnosti firme. Kod ovakvih studija, pitanje je da li su akvizitori kroz M&A ostvarili bolje performanse od onih koji ih nisu poduzimali.

3) *Ispitivanja rukovodilaca*: Ovo je način na koji jednostavno od menadžmenta saznajemo da li je akvizicija stvorila vrednost ili ne.

4) *Kliničke studije*: Fokusiraju se detaljnije na jednu transakciju ili manji uzorak, uglavnom izvodeći zaključke iz terenskih intervju sa rukovodiocima. Ovo je induktivno istraživanje.

Otkrića o pokretačima profitabilnosti

Studije izvode brojne zaključke o determinantama profitabilnosti M&A [1]:

- *Diversifikacija erodira vrednost. Fokusiranje je unapređuje.*

Stepen povezanosti poslovanja akvizitora i targeta je pozitivno korelisan sa prinosom. Intuitivno, ovo ima smisla ako sinergije ili uštede proizilaze iz ekonomija dve firme. Kod konglomeratskih dilova (dilova nepovezanih poslovanja) imamo lošije povraćaje. Diversifikovani (nepovezani) merdžeri teže ka lošijim performansama nego što je to slučaj kod povezanih merdžera.

- *Očekivane sinergije su važni pokretači stvaranja bogatstva kroz merdžere.*

Postoji značajan odnos sadašnje vrednosti troškovnih ušteda i rasta prihoda i prinosa na dan najave transakcije M&A. Tržište diskontuje ove koristi, ali primenjuje veće diskontne stope na sinergiju kroz rast prihoda, a niže na sinergije dobijene troškovnim uštedama.

- *Akvizicije usmerene na vrednost se isplate, a one na glamur ne.*

Postakvizicioni pobačaj performansi kod akvizitora je vezan za "glamurozne" akvizitore (kompanije sa visokim market-to-book raciom). Akvizitori orijentisani na vrednost (sa nižim market-to-book raciom) stoga, po performansama prevazilaze ove prethodne.

- *M&A radi uvećanja tržišne snage se ne isplate.*

Napori za uvećanje tržišne pozicije kroz M&A ne izvode bolje performanse, ponekad i gore. Studije pokazuju da se kretanje cene akcija konkurenata akvizitora ne prilagođava rastu tržišne snage akvizitora, što implicira da izvori koristi M&A ne proizilaze iz nekonkurentskih kombinovanja kompanija.

- *Plaćanje akcijama je skuplje, plaćanje gotovinom je neutralno.*

Dilove bazirane na razmeni akcija vezujemo za značajno negativne povraćaje po objavljivanju dila, dok gotovinski dilovi ostaju na nuli, ili su pak blago pozitivni. Najava plaćanja akcijama može biti protumačena kao signal verovanja menadžera da su cene akcija preценjene.

- *Tenderske ponude stvaraju vrednost za ponuđača.*

Merdžeri su obično prijateljske ponude, nastale pregovaranjem top menadžmenta dve kompanije. Tenderske ponude su strukturirane kao "uzmi-ili-ostavi" predlozi, direktno upućeni akcionarima targeta. Istraživanja predlažu da zaobilazanje menadžmenta firme targeta i obtaćanje direktno akcionarima može biti jako isplativo. Nekoliko studija prijavljuje veće povraćaje ponuđačima tenderskih ponuda, u odnosu na prijateljski pregovarane transakcije.

Investicija u M&A se ogleda svojim najznačajnim delom kroz plaćenu premiju, te nam je njena otplata kroz ostvarene sinergetske koristi jako bitna. Važno pitanje koje se postavlja u vezi sa visinom plaćene premije je vreme potrebno za njenu otplatu, a istraživači oslanjajući se na dugogodišnje iskustvo mnogih prethodnih akvizicija iz ovih

izvora crpe informacije o proceni ponuda. Brojne studije razmatrale su efekte vrednovanja M&A i došle su do pet glavnih zaključaka[5]:

1. *Akcionari ciljne kompanije ostvaruju uvećane prinose od ugovora o integraciji.* Vlasnici običnih akcija ciljne kompanije ostvaruju statistički značajan pozitivan neuobičajeni (abnormalni) prinos, čiji je izvor premija koje ostvaruju.

2. *Akcionari ciljne kompanije mogu da ostvare još veće pozitivne prinose od direktne ponude.* Vlasnici običnih akcija ciljne kompanije prilikom direktnih neprijateljskih ponuda takođe ostvaruju statistički značajan prinos. Proces neprijateljske ponude može da stvori takav nadmetački ambijent koji dodatno uvećava ponudu kupaca, a što za posledicu ima još veće prinose akcionarima ciljne kompanije.

3. *Vlasnici obveznica i prioritetnih akcija ciljne kompanije ostvaruju dobit od preuzimanja.* S obzirom da je ponuđač obično veći od ciljne kompanije, njegovo prisustvo utiče na smanjenje rizika koji nose prioritetne akcije i obveznice ciljne kompanije, uvećavajući na taj način njihovu vrednost.

4. *Akcionari kupca najčešće ostvaruju nultu zaradu ili negativan prinos od integrisanja.* Akcionari firme kupca obično ne prolaze tako dobro angažovanjem kompanije u akviziciji kao akcionari ciljne. Ovo odražava činjenicu da tržište sumnja da ponuđač može da ostvari sinergiju koja je dovoljno visoka, a koja bi opravdala plaćene premije. Takođe, činjenica da je uticaj na akcije ponuđača manji u odnosu na uticaj na akcije ciljne kompanije, može se pripisati situaciji da je kupac obično veći od ciljne kompanije.

5. *Akcionari kupca obično imaju nizak ili nikakav prinos od direktnih ponuda.* Prinosi akcionara firme akvizitora nakon neprijateljske ponude nisu impresivni i kreću se od veoma malih uvećanja, pa sve do nulte dobiti.

Još jedno značajno istraživanje vezano je za pitanje – Koje firme kupci najčešće pokazuju slabije rezultate? Rau i Vermalen sproveli su istraživanja na uzorku od 3169 direktnih ponuda između 1980. i 1991. godine.[10] Uporedili su poznate firme, kompanije niske knjigovodstvene vrednosti u odnosu na tržišne stope i visoke prinose rast novčanog toka u prošlosti, sa firmama koje su imale više knjigovodstvene u odnosu na tržišnu vrednost i slabije rezultate u poslovanju iza sebe. Rezultati njihovih istraživanja ukazuju na to da su prve, dobre firme, dale slabije rezultate. Lošije rezultate prethodno boljih firmi pripisali su faktorima kao što je arogancija uprave kupca. Oni takođe ističu da su ove firme najčešće plaćale akcijama. Ovo je razumljivo iz razloga što se akcije ovih firmi više cene od firmi sa prethodno slabijim rezultatima poslovanja.

5. UTICAJ NAČINA FINANSIRANJA AKVIZICIJA NA PERFORMANSE

Ono što je interesantno kod akvizicija 90-tih je način na koji su finansirane. Godine 1988., skoro 60% vrednosti krupnijih dilova – onih preko \$100 miliona – je finansirano u potpunosti gotovinom. Samo 2% je finansirano kroz razmenu akcija. Ali samo deset godina kasnije ovaj profil se potpuno izmenio: 50% vrednosti krupnijih dilova je plaćeno akcijama, a samo 17% gotovinom [11].

Ova izmena je imala dubok uticaj na akcionare i akvizitora i ciljnih kompanija. Kod gotovinskog plaćanja uloge obe strane se jasne, te razmena novca za akcije okončava jednostavan transfer vlasništva. Ali kod razmene akcija, daleko je manje jasna slika ko je prodavac, a ko kupac. U nekim slučajevima akcionari pripojene kompanije mogu završiti kao većinski vlasnici kompanije koja je kupila njihove akcije. Kompanije koje svoje akvizicije plaćaju akcijama dele i vrednosti i rizik transakcije sa akcionarima kompanije koju preuzimaju. Odluka o finansiranju akcijama umesto gotovine može jako uticati na prinose akcionara. U studijama koje pokrivaju više od 1200 dilova, istraživači su konstantno potvrđivali da nakon najave dila, akcionari akvizitora prolaze lošije pri transakcijama akcijama nego gotovinom. Čak, istraživanja pokazuju da se rane razlike u performansama između gotovinskih i akcijama finansiranih transakcija, vremenom samo produbljuju.

Glavna razlika između transakcija finansiranih gotovinom i onih akcijama je sledeća. Kod transakcija finansiranih gotovinom akcionari akvizitora preuzimaju celokupan rizik da se očekivana vrednost sinergije, ugrađena u plaćenu premiju neće realizovati. Kod transakcija finansiranih akcijama taj rizik je podeljen sa akcionarima ciljne kompanije. Tačnije, kod transakcija finansiranih akcijama rizik sinergije se deli proporcionalno udelima kompanija u kombinovanoj kompaniji.

U mnogim situacijama preuzimanja akvizitor će biti znatno veći od ciljne kompanije, te će tako njeni akcionari imati znatno manji deo kombinovane kompanije. Finansiranje akcijama je kako dokazi istraživanja nalažu, popularnije kod većih dilova. U takvim situacijama, potencijalni rizici za akcionare ciljne kompanije su veći.

Fiksni broj akcija ili fiksna vrednost?

Bordovi direktora i akcionari moraju ne samo da odluče da li će ići na finansiranje gotovinom ili akcijama. Kod finansiranja akcijama postoje dva načina strukturiranja ponude za razmenu akcija, te izbor jednog od ta dva načina ima značajan uticaj na oba seta akcionara. Kompanije mogu emitovati ili fiksni broj akcija ili ići na fiksnu vrednost akcija.

Fiksni broj akcija. Kod ovakvih ponuda, broj akcija koje će se emitovati je određen, ali vrednost dila može da uslovi fluktuiranje od dana najave do datuma zaključenja dila, u zavisnosti od kretanja cene akcije akvizitora. Ove promene utiču i na akcionare akvizitora i ciljne kompanije, ali promena cene akcija akvizitora neće uticati na proporcionalno vlasništvo dva seta akcionara u kombinovanoj kompaniji. Stoga, interesi akcionara obe strane kod SVA* (Shareholder Value Added – dodatna vrednost za akcionare) dila se ne menjaju, iako se stvarna SVA može ispostaviti različitom od očekivane.

Kod dila sa fiksnim brojem akcija, akcionari ciljne kompanije su posebno osetljivi na pad cene akcija akvizitora, jer nose deo rizika promene cene od trenutka najave dila.

Fiksna vrednost akcija. Drugi način strukturiranja ponude kod finansiranja akcijama je da akvizitor odredi fiksnu vrednost akcija. Kod ovakvih dogovora, broj izdatih akcija nije fiksiran do dana zaključenja dogovora i zavisice od trenutne cene akcija. Kao rezultat, proporcionalno vlasništvo nad kombinovanom kompanijom ostaje neizvesno sve do zaključenja dila. Kod dila fiksne vrednosti, akvizitor snosi sav rizik cene svojih akcija od najave do zaključenja dila. Ako cena padne, akvizitor mora emitovati dodatne akcije kako bi ciljnoj kompaniji isplatio ugovoreni fiksni vrednosni iznos. Tako akcionari akvizitora moraju da prihvate manji udeo kombinovane kompanije, te njihova SVA opada. Prema zaključcima istraživanja, kompanije retko inkorporiraju ovaj značajni potencijalni rizik u SVA kalkulacije, uprkos činjenici da se cena akvizitorovih akcija jako često smanjuje. Obrnuto, akcionari ciljne kompanije su više zaštićeni kod ovakvih dilova. Nisu izloženi gubitku vrednosti, do posle zaključenja dila.

Pitanja za akvizitora kod odabira načina finansiranja akvizicije

Menadžment i bord direktora akvizitora moraju da razmotre 3 ekonomska pitanja pre nego što se opredele za način finansiranja akvizicije. Prvo, da li su akcije akvizitora potcenjene, realne ili precenjene na tržištu? Drugo, koji je rizik da se neophodna očekivana sinergija, za plaćanje premije, neće materijalizovati? Odgovori na ova pitanja mogu doprineti donošenju odluke o izboru između finansiranja akcijama ili gotovinom. Treće, koliko je verovatno da će pre zaključenja dogovora doći do pada cene akcija akvizitora? Odgovor na ovo pitanje bi trebalo da opredeli odluku između plaćanja fiksnim brojem akcija ili fiksnom vrednošću akcija [4].

Vrednovanje akcija akvizitora. Ako akvizitor veruje da je tržište potcenilo njegove akcije, onda ne bi trebao da emituje dodatne za finansiranje transakcije, jer bi na taj način kaznio postojeće akcionare. Istraživanja nam uporno ukazuju na to da tržište emitovanje akcija akvizitora tumači kao znak da menadžment kompanije veruje da će akcije biti precenjene. Stoga, kada menadžment odluči da koristi akcije kao sredstvo finansiranja, postoji mnogo razloga za očekivanje pada cene akcija.

Rizici sinergije. Odluka o finansiranju gotovinom ili akcijama takođe šalje signal o akvizitorovoj proceni rizika o postizanju sinergije iz dila. Jako uveren akvizitor o pozitivnom ishodu vezanom sa sinergiju bi trebao da plati gotovinom, jer na taj način njegovi akcionari ne bi morali da očekivane koristi dele sa akcionarima ciljne kompanije. Ali ako menadžeri smatraju da je rizik ostvarivanja zahtevanog nivoa sinergije značajan, oni će pokušati deo istog da hedžuju kroz finansiranje akcijama. Deleći deo vlasništva nad kombinovanom kompanijom ograničavaju učestvovanje u snošenju rizika. Tržište kao jako efikasno, iz ovaga izvlači jasne zaključke, te preferira najave dilova finansiranih gotovinom u odnosu na one finansirane akcijama.

* SVA (Shareholder Value Added – dodatna vrednost za akcionare) definiše se kao razlika procenjene vrednosti sinergije iz akvizicije i placene premije.

Tržišni rizik pre zaključenja dila. Akvizitor koji se opredelio na ponudu finansiranja akcijama mora da odluči kako će je strukturirati. Ovakva odluka zavisi od procene rizika pada cene akcija akvizitora u periodu između najava i zaključenja dila.

Istraživanja su pokazala da tržište favorizuje kada akvizitor pokazuje odlučnost i samopouzdanje oko cene svojih akcija, te da želi da snosi više tržišnog rizika pre zaključenja dila. Samouvereniji signal od strane akvizitora je ponuda fiksne vrednosti akcija, gde je ciljna kompanija osigurana za određenu tržišnu vrednost, dok akvizitor snosi celokupan trošak pada cene svojih akcija pre zaključenja dila. Ako tržište poveruje u dobronamernost ponude može doći do rasta cene akcija akvizitora, te će tako morati emitovati manji broj istih za plaćanje targetu. U ovom slučaju, akcionari akvizitora bi dobili veći deo SVA dila.

Pitanja za ciljnu kompaniju

Kod ponude finansiranja akvizicije gotovinom, bord direktora ciljne kompanije ima pred sobom direktan i jasan zadatak. Jednostavno mora da uporedi vrednost kompanije kao samostalnog poslovanja sa ponuđenom cenom. Jedini rizik sa kojim se suočavaju je da su mogli dobiti bolju cenu ili da je menadžment mogao kreirati veću vrednost da je kompanija ostala samostalna. Ali ove situacije je naknadno jako teško opravdati.

6. ZAKLJUČAK

Jedna stvar koja se kod merđžera i akvizicija nije promenila od 1980-tih je ta da kod 2/3 svih akvizicija cena akvizitorovih akcija pada odmah nakon najave dila. U većini slučajeva, to je samo predznak negativnih stvari koje će tek uslediti. Tržišna negativna reagovanja na M&A odražavaju skepticizam investitora o tome da li će akvizitor biti dovoljno sposoban da održi prvobitnu vrednost poslovanja i postigne zahtevane sinergije za plaćene premije[11]. Ali zašto je tržište toliko skeptično? Zašto akvizitori imaju toliko teškoća u stvaranju vrednosti za svoje akcionare?

Pre svega, mnoge akvizicije neuspevaju jednostavno iz razloga što su postavile previsoke kriterije za performanse. Čak i bez akvizicione premije, unapređenje performansi je već ugrađeno u cenu i akvizitora i ciljne kompanije. Istraživanja su pokazala da je tekući nivo operativnih performansi svega 20%-40% cene akcije kompanije. Ostatak je baziran na tačnim unapređenjima tekućih performansi. Premija od 30% do 40%, plaćena za akviziciju samo dodaje onom što je već značajno očekivanje unapređenja.

U drugim slučajevima, akvizicije se izjalove zbog toga što se koristi koje donose akvizicije lako repliciraju od strane konkurencije. Konkurencija neće mirno posmatrati kako akvizitor pokušava stvoriti sinergiju na njihov račun. Za akvizicije koje ne donose značajnije konkurentske prednosti, ne treba davati nikakvu premiju. Akvizicije mogu dodatno pojačati ostljivost kompanije na napade konkurencije, jer pažnja usmerena na integraciju nije nikako usmerena na konkurenciju.

Treći razlog problema je taj da akvizicije – iako najbrži način i put rasta kompanije – zahtevaju u potpunosti plaćanje unapred. S druge strane, investicije u istraživanje i razvoj, razvoj kapaciteta ili marketinške kampanje idu u nekim fazama. Ne bez razloga, investitori bi želeli da vide bar neku pozitivnu potvrdu materijalizacije ulaganja nakon određenog vremena. Ako do toga ne dođe, doći će do pada cene akcija kompanije, pre nego je i došlo do bilo kakvog integrisanja.

Četvrto, kupovna cena akvizicije je često određena cenama drugih “uporedivih” akvizicija, nego li strogim procenama gde, kako i kada menadžment može da izvuče realne koristi iz akvizicije. Stoga, plaćena cena može da ima malo veze sa koristima koje je realno moguće ostvariti.

Da bi kompanija nadmašila očekivanja tržišta i kreirala dodatnu vrednost za svoje akcionare neophodno je da nauči vitalne lekcije iz svake od oblasti procesa M&A. Važno je da obavi odličan odabir kandidata i due diligence, a naglasak je na efikasnom sprovođenju koraka procesa integracije dve kompanije, kao i uspešnog postakvizicionog menadžmenta kombinovane kompanije.

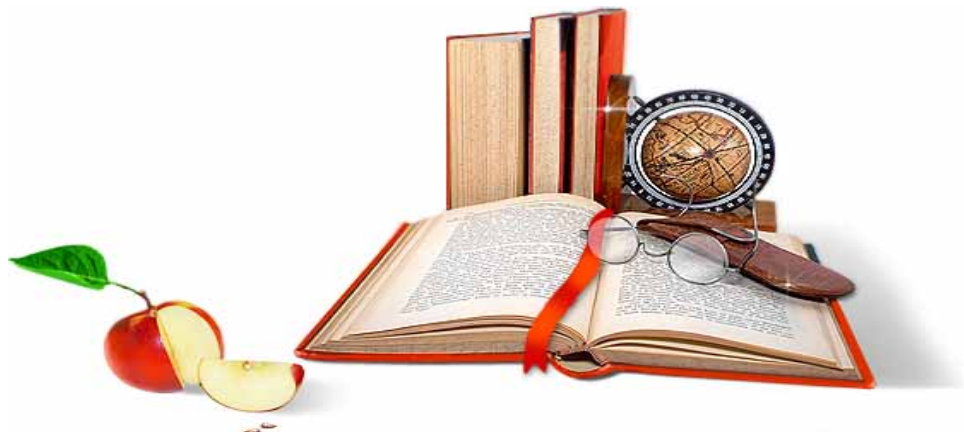
Autor će biti zadovoljan ukoliko ovim radom pokrene neka pitanja o iznetim stavovima koji imaju značaja za transformacione procese i u privredama u tranziciji ka tržišnom modelu privređivanja. Istraživanja i iskustva u razvijenim tržišnim privredama mišljenja smo mogu poboljšati strategiju rasta putem akvizicija i merđžera u ovim privredama.

7. LITERATURA

- [1] Bruner, R. F., *Does M&A pay? A Survey of Evidence of the Decision Maker*, 2001., www.darden.virginia.edu/batten
- [2] "Building Success Through Mergers and Acquisitions", Tillinghast – TowersPerrin, May 2002.
- [3] "Consolidation: A Reality That's Not Always Good for Users", Gartner Group, 1 July, 2003., www.gartner.com
- [4] Ćirović, M., *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 116
- [5] Gaughan, P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002., str. 524
- [6] House, D., "Avoiding Integration Mistakes", www.darvinmag.com
- [7] Milisavljević, M., *Savremeni strategijski menadžment*, Treće izdanje, Megatrend univerzitet primenjenih nauka, Beograd, 2005., str. 257
- [8] Mangan, J., *Customers: The Flywheel for Successful Business Reorganization*, CINCOM, 2004., www.cincom.typepad.com/simplicity/files/flywheel_for_success.pdf
- [9] "Objectives That Drive M&A Deals", Pricewaterhouse Coopers, www.pwcglobal.com
- [10] Raghavendra, P., and Vermaelen, T., "Glamor, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 49, 1998., www.jfe.rochester.edu
- [11] Rappaport, A., and Sirower, M. L., *"Stock or Cash?: The Trade – offs for Buyers and Sellers in Mergers and acquisitions"*, Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, 2001.

BESPLATNI GOTOVI SEMINARSKI, DIPLOMSKI I MATURSKI RAD.

**RADOVI IZ SVIH OBLASTI, POWERPOINT PREZENTACIJE I DRUGI EDUKATIVNI
MATERIJALI.**



WWW.SEMINARSKIRAD.ORG

WWW.MATURSKIRADOVI.NET

WWW.MATURSKI.NET

WWW.SEMINARSKIRAD.INFO

WWW.MATURSKI.ORG

WWW.ESSAYSX.COM

WWW.FACEBOOK.COM/DIPLOMSKIRADOVI

NA NAŠIM SAJTOVIMA MOŽETE PRONAĆI SVE, BILO DA JE TO **[SEMINARSKI](#)**, **[DIPLOMSKI](#)** ILI **[MATURSKI](#)** RAD, POWERPOINT PREZENTACIJA I DRUGI EDUKATIVNI MATERIJAL. ZA RAZLIKU OD OSTALIH MI VAM PRUŽAMO DA POGLEDATE SVAKI RAD, NJEGOV SADRŽAJ I PRVE TRI STRANE TAKO DA MOŽETE TAČNO DA ODABERETE ONO ŠTO VAM U POTPUNOSTI ODGOVARA. U BAZI SE NALAZE **[GOTOVI SEMINARSKI, DIPLOMSKI I MATURSKI RADOVI](#)** KOJE MOŽETE SKINUTI I UZ NJIHOVU POMOĆ NAPRAVITI JEDINSTVEN I UNIKATAN RAD. AKO U **[BAZI](#)** NE NAĐETE RAD KOJI VAM JE POTREBAN, U SVAKOM MOMENTU MOŽETE NARUČITI DA VAM SE IZRADI NOVI, UNIKATAN SEMINARSKI ILI NEKI DRUGI RAD RAD NA LINKU **[IZRADA RADOVA](#)**. PITANJA I ODGOVORE MOŽETE DOBITI NA NAŠEM **[FORUMU](#)** ILI NA **MATURSKIRADOVI.NET@GMAIL.COM**