

METODE ODBRANE KORPORACIJA OD NEPRIJATELJSKOG PREUZIMANJA

UVOD

Mnoga spajanja i preuzimanja korporacija su motivisana promenom menadžmenta, ali mogu biti motivisana i mogućim dobitcima u efikasnosti zajedničkog vođenja poslovanja. Takva spajanja stvaraju sinergiju, to jest udružena preduzeća vrede više nego što je njihova vrednost kao pojedinačnih preduzeća. Spajanje stvara vrednost samo ako sinergija, bolje upravljanje ili ostale promene čine dva udružena preduzeća vrednijim od njihove izračunate vrednosti kao odvojenih preduzeća (1,586).

Ove transakcije se posmatraju ne samo kao načini ostvarivanja rasta, ekspanzije, diversifikacije, već kao i način reorganizacije, ali i kao eksterni mehanizmi korporativne kontrole (6, 21).

Postoje i mnogi problemi koji mogu da ometaju uspešno spajanje, ali i situacije kada spajanje stvori sinergiju, a potom se na kraju ipak pokaže kao neuspešno jer se platila previsoka cena. Na primer, kupac može da preceni vrednost zastarelih zaliha ili da potceni troškove modernizacije starih postrojenja i opreme koju je neophodno uraditi u budućnosti, ili može zanemariti garancijske obaveze za neispravne proizvode kao bitnu stavku u strukturi budućih troškova poslovanja.

Sa druge strane, mogući izvori sinergije koji mogu biti motivi za spajanje i preuzimanje su: ekonomija obima, ekonomija vertikalnog povezivanja, kombinovanje komplementarnih resursa dve korporacije, spajanje kao korišćenje viška sredstava korporacija iz zrelih delatnosti sa značajnim slobodnim novčanim tokom, ali bez profitabilnih prilika za ulaganje u sopstvenu korporaciju.

Uvek treba imati na umu pitanje zašto bi dve korporacije zajedno vredele više nego odvojeno. Ne sme se izgubiti iz

REZIME

Ključne reči: neprijateljsko preuzimanje, odbrana od preuzimanja, fuzije, akvizicije, korporacije

Metode i taktike odbrane od nepoželjnog preuzimanja u praksi predstavljaju veoma složen proces. Uopšteno se mogu klasifikovati u tri osnovne grupe: preventivne, aktivne i univerzalne. Preventivnim merama odbrane postavljaju se prepreke mogućem nepoželjnom preuzimanju, a to su: dvojna kapitalizacija, rekaptalizacija, ESOP akcije, otrovne tablete, izmene u statutu korporacije, zlatni i srebrni padobrani, promena mesta registracije. Ukoliko preventivne mere nisu dovoljno efikasne i ipak se uputi nepoželjna ponuda za preuzimanje ciljanoj korporaciji, onda se primenjuju aktivne mere odbrane: beli vitez, ubeđivanje akcionara, zelena pošta, sporazum o mirovanju, izmena strukture kapitala, parničenje, Pak-Man odbrana. Pojedine metode odbrane od preuzimanja imaju univerzalnu primenu.

vida da se vrednost dodaje samo ako se stvaraju dodatne ekonomske koristi – u obliku nekih komparativnih prednosti koje ostala preduzeća ne mogu postići i koje menadžeri preduzeća koje se preuzima ne mogu sami ostvariti.

Većina spajanja i preuzimanja se sprovodi u dogovoru obe strane, ali ponekad preuzimalac daje ponudu za preuzimanje bez dogovora sa menadžmentom korporacije koja se preuzima. Menadžment korporacije koja treba biti preuzeta može savetovati svoje akcionare da prihvate ponudu preuzimaoca, ali se takođe može boriti i protiv predloženog preuzimanja ukoliko proceni da se radi o neprijateljskom preuzimanju, u nadi da će preuzimalac poboljšati ponudu ili da će se povući.

U procesu odbrane od nepoželjnog preuzimanja postoji čitav niz metoda koje se mogu koristiti u ovu svrhu, a one generalno mogu biti preventivne i aktivne (4,172).

Poželjna i nepoželjna preuzimanja

Proces preuzimanja jedne korporacije od strane druge korporacije može biti poželjan odnosno dobrovoljan i ovim procesom se nastoje ostvariti sinergetski efekti kroz ekonomiju obima u proizvodnji i nastupu na tržištu, kroz ekonomiju vertikalnog povezivanja unapred ili unazad, kroz kombinovanje komplementarnih resursa dve korporacije različitih veličina i različitih razvojnih, proizvodnih, finansijskih i tržišnih pozicija i potencijala.

Sa druge strane, proces preuzimanja može biti nepoželjan odnosno neprijateljski, ukoliko korporacija preuzimalac nema nameru da sinergijom zajedničkih potencijala unapredi poslovanje preuzete korporacije, već namerava da preuzetu korporaciju ukloni sa tržišta, preuzme deo njenog tržišnog učešća ili ugasi njene proizvodne kapacitete, promeni njenu osnovnu delatnost, prenameni upotrebu osnovnih sredstava ili koristi lokaciju preuzete korporacije za potpuno nove svrhe koje nemaju

Veoma je suptilna uloga menadžmenta u procesu preuzimanja korporacija.

dodira sa postojećom delatnošću preuzete korporacije. U takvim slučajevima obično nema dogovora između menadžmenta dve korporacije o kojima je reč, već menadžment korporacije koja se preuzima savetuje svoje akcionare da ne prihvate ponudu preuzimaoca. Ukoliko menadžment korporacije koja je meta preuzimanja pruži dovoljno valjanih razloga akcionarima da posumnjaju u korektne namere potencijalnog preuzimaoca, a ne da se radi o pukoj nameri menadžmenta da odbrani i zadrži svoje stečene pozicije, onda akcionari mogu odobriti menadžmentu odbranu od nepoželjnog preuzimanja, pri čemu menadžment dobija određene ruke da preuzima sva zakonom dozvoljena sredstva protiv nepoželjnog, tj. neprijateljskog preuzimanja.

Metode koje menadžment može da koristi u procesu odbrane od nepoželjnog preuzimanja mogu biti preventivne, aktivne i univerzalne.

Preventivne metode odbrane

Preventivne metode odbrane se primenjuju u cilju smanjenja verovatnoće realizacije namere uspešnog neprijateljskog preuzimanja. Jedan od najčešćih puteva kojim se dolazi do odluke o primeni preventivnih metoda odbrane je analiza distribucije učešća u vlasništvu korporacije. Analizom kretanja trgovanja akcijama određene korporacije na tržištu može se uočiti neuobičajeno povećana trgovina, što može da uputi na zaključak o postojanju potencijalnog ponuđača koji želi da poseduje što veći broj akcija pre trenutka objavljivanja svoje namere o preuzimanju te korporacije. Ova želja potencijalnog ponuđača ima dva motiva. Prvi je da zauzme bolju startnu poziciju sa većim procentualnim učešćem u vlasništvu i tako olakša preuzimanje, a drugi je, takođe blisko povezan sa prvim, da pribavi što više akcija po nižim cenama, jer objavljivanje namere o preuzimanju obično dovodi do povećanja cena akcija.

Metode odbrane se mogu klasifikovati na više načina (4,173), ali im je zajedničko da se kao preventivnim mogu proglasiti sledeće metode odbrane:

- dvojna kapitalizacija
- rekapitalizacija
- ESOP akcije
- otrovne tablete
- izmene u statutu korporacije
- zlatni i srebrni padobranci
- promena mesta registracije

Metoda dvojne kapitalizacije podrazumeva da ciljana korporacija može da raspolaze sa dve klase akcija, pri čemu svaka klasa nosi različita glasačka prava. Na primer, korporacija može da emituje akcije klase A i klase B, pri čemu vlasnici akcija klase A uobičajeno imaju po jedan glas po svakoj redovnoj akciji i višu stopu dividende u odnosu na akcije klase B. Vlasnici akcija klase B mogu imati mnogostruko veći broj glasova po akciji, npr. pet ili deset, pa i sto glasova po akciji, ali i znatno nižu stopu dividende. Akcije klase B su uglavnom u vlasništvu menadžmenta ciljane korporacije i zbog toga obično nisu za prodaju. Pošto akcije klase B imaju visoko procentualno učešće u glasačkim pravima, to otežava potencijalnom preuzimaocu pribavljanje neophodnog broja glasova za akviziciju, kupovinom akcija klase A na berzi.

Metodom rekapitalizacije postojećim akcionarima se isplaćuje superdividenda i to najčešće uz visoko kreditno zaduženje, čime se u strukturi kapitala povećava zaduženost, a istovremeno dolazi do koncentracije akcijskog kapitala u vlasništvu insajdera, prvenstveno menadžmenta, što sve otežava nepoželjno preuzimanje korporacije.

ESOP akcije su vrsta radničkog akcionarstva, pri čemu zaposleni u firmi preko određenih aranžmana dolaze u posed ovih

akcija. Pri formiranju ESOP (Employee Share Ownership Plans) firmi, u velikoj meri se koriste bankarski krediti, koji se odobravaju zaposlenima u kreditno sposobnim firmama, uz garanciju tih firmi, pri čemu se otplatni fond generiše iz uplate doprinosa za penziono osiguranje zaposlenih ili iz tekućih prihoda po osnovu realizacije roba i usluga. Ove akcije se ne iznose na finansijsko tržište, pa proširenje akcijskog kapitala putem ESOP akcija otežava mogućnost potencijalnom preuzimaocu da dođe u posed kontrolnog paketa akcija. (2,146)

Tantalov efekat - moćno odbrambeno oružje u odvratanju od preuzimanja.

Otrovna tableta je mera koju preduzima korporacija koja želi da se zaštiti od preuzimanja, na primer kroz pravo postojećih akcionara na kupovinu dodatnih akcija po niskoj ceni ako preuzimalac stekne veći udeo u preduzeću, koji može biti određen na nivou učešća od 15% ili 20% akcija i sl. (1,587). Na taj način se stvara Tantalov efekat za preuzimaoca, jer dolazi do razvodnjavanja učešća preuzimaoca čim stigne do kritične granice procentualnog učešća.

Otrovna tableta može biti kreirana i uspostavljanjem programa za uvećano i sveobuhvatnije garancijsko osiguranje klijenata (produženje garantnog roka, širi obuhvat pokrivenosti u garantnom roku i sl.) prema kojem bi korporacija nudila kupcima garanciju vraćanja novca ako bi preuzimalac u budućnosti smanjio garancijsku podršku klijentima. Na taj način potencijalne garancijske obaveze preuzimaoca mogu da narastu do enormnih nivoa, što ga može odvratiti od namere preuzimanja.

Takođe, otrovna tableta može biti i u obliku statutarne utvrđene procedure da se izbor odbora direktora vrši na način da različiti direktori budu pred reizborom u različito vreme (3,116). Ovaj način odbrane može da se razmotri i kroz sledeći metod odbrane tj. kroz izmene u statutu korporacije.

Izмене u statutu korporacije, poznate i kao *odbrana od morskih pasa*, predstavljaju: Odredbe u statutu preduzeća kojima je svrha otežati pokušaje preuzimanja (1,588).

Ovde se radi o izmeni opštih akata korporacije u formi amandmana na statut korporacije, kojima se vrši proređivanje mandata članova odbora direktora, usvajaju odredbe o supervećini pri glasanju ili odredbe o usklađenoj ceni – fer ceni i dvojnoj kapitalizaciji.

Odredbom o proređivanju mandata direktora, njihovi mandati postaju promenljivi, oni se biraju u/sa različitim periodima trajanja mandata, a ne zajednički.

To onda znači da bi trebalo da prođu bar dve godišnje skupštine akcionara da bi se zamenila uprava korporacije, a preuzimaocu to može da bude suviše dugo, jer je pri preuzimanju uobičajeno da novi akcionari postave i novu upravu korporacije koja bi trebalo da promeni politiku korporacije i da radi na ostvarivanju poslovnih ciljeva novih vlasnika. Ova odredba

sprečava preuzimaoca da izabere članove upravljačkog tima koji bi štitio njegove interese i npr. njegovu nameru da proda celokupnu ili deo imovine ciljane korporacije da bi isplatio svoj dug kojim je realizovao proces kupovine.

Statutarnim odredbama mogu se otežati pokušaji preuzimanja i tako što se odredi da se za svako spajanje mora obezbediti većina od npr. 80% glasova umesto uobičajenih 50% glasova. Ova metoda je efikasnija ako upravljački tim ili neka druga grupa akcionara koja teži da podržava upravu po pitanju integracija poseduje dovoljan broj akcija koje mogu da spreče donošenje pozitivne odluke.

Odredba o usklađenju/fer ceni se odnosi na izmenu statuta kojom se stvaraju preduslovi da ciljana korporacija može da insistira, da preuzimalac plati akcije najmanje u visini trenutne tržišne cene.

Dvojna kapitalizacija je već prethodno opisana kao zasebna preventivna metoda odbrane, ali takođe može da se razmatra i sa aspekta izmena u statutu korporacija, pri čemu se upravljačkom timu i grupi akcionara koja je naklonjena politici upravljačkog tima daju veća glasačka prava, pa čak i 10 do 100 glasova po jednoj akciji.

Kod *zlatnih i srebrnih padobrana* (golden and silver parachutes) radi se o relativno blagoj prepriči i ne baš mnogo efikasnoj meri protiv preuzimanja, ali ova mera, u kombinaciji sa drugim jačim merama, može da doprinese i odbijanju ponuda za preuzimanje. Zlatni padobrani su sporazumi o kompenzaciji koju korporacija daje top menadžmentu (4,192). Oni se mogu koristiti i kao preventivna i kao aktivna mera. Visina ovako ugovorenih kompenzacija zavisi od visine godišnjih primanja zaposlenog i godina njegovog minulog rada u korporaciji. Usvajanjem zlatnih padobrana se povećava sigurnost radnih mesta top menadžmenta i ujedno utiče na njihovu motivaciju za pregovore o većim premijama za akcionare prilikom preuzimanja (5,40). Zlatnim padobranom se predviđa isplata zaokružene sume određenom top menadžeru korporacije po prekidu rada, nastalom njegovom voljom ili ne. Otpušteni top menadžer može na ovaj način da primi nekoliko godišnjih plata, a postoji mogućnost da nekoliko narednih godina prima i određene stimulacije i druge dodatke.

U nekim slučajevima se, izuzetno, mogu pojaviti i srebrni padobrani, kao kompenzacioni sporazumi sa većinom zaposlenih, uključujući i zaposlene na nižim pozicijama. Najčešći vid srebrnog padobrana je sporazum o jednogodišnjoj otpremnini.

Promena mesta registracije je, kao i ostale odbrambene metode protiv preuzimanja, koncipirana da preuzimanje učini mnogo komplikovanim i skupljim. Korporacija može da odluči da izmesti svoje sedište na teritoriju koja ima strože zakone protiv

preuzimanja. To ne može da joj garantuje odbranu od preuzimanja, ali sam proces može da se iskomplikuje za preuzimaoca, a da ciljanoj korporaciji ojača pregovaračku poziciju i omogući da postigne bolju prodajnu cenu za svoje akcionare.

Aktivne metode odbrane

Kada korporacija sazna da može postati ciljane korporacija za preuzimanje ili pošto primi neželjenu ponudu od potencijalnog preuzimaoca, ona može preuzeti niz aktivnih metoda odbrane od preuzimanja. Kao aktivnim, mogu se obuhvatiti sledeće metode odbrane:

- beli vitez
- ubeđivanje akcionara
- zelena pošta
- sporazum o mirovanju
- izmena strukture kapitala
- parničenje
- Pak-Man odbrana

Beli vitez (white knight) – Kada korporacija postane meta nepoželjnog preuzimanja, ona može da se obrati prijateljskoj korporaciji ili da preko investicionog bankara potraži takvog odgovarajućeg partnera koji bi želeo i bio u stanju da pod povoljnijim uslovima nego što je nudio prvobitni ponuđač kupi celu ili jedan deo ciljane korporacije. Od belog viteza se očekuje da će ponuditi veću cenu, da neće ugaziti ciljanu korporaciju ili je rastaviti na više delova, da neće otpustiti menadžersku strukturu ili zaposlene. Proces pronalaženja belog viteza nije lak, a on obično ima i dodatne zahteve i traži posebne uslove ili ustupke za ulazak u ovakav posao. Sporazum sa prijateljskom korporacijom – belim vitezom može da se formuliše na način da isključuje nepoželjnog preuzimaoca, tako što se ugovaraju visoke naknade ili kompenzacije za obustavu transakcije sa belim vitezom, što nepoželjnom preuzimaocu otežava i poskupljuje preuzimanje i odvraća ga od učešća u daljem procesu preuzimanja. Poziv belom vitezom može da se uputi i za kupovinu dela akcija ciljane korporacije u investicione svrhe, bez namere preuzimanja upravljačke kontrole nad ciljanom korporacijom. Na ovaj način beli vitez ili, kako se u ovom slučaju često naziva, beli džentlmen, doprinosi smanjenju raspoloživog nivoa slobodnih akcija za trgovanje na berzi, čime se otežava ili čak onemogućava i obesmišljava pokušaj neprijateljskog preuzimanja kojim preuzimalac ne može doći u posed kontrolnog paketa akcija.

Ubeđivanje akcionara – Ova metoda se posebno odnosi na ubeđivanje manjinskih akcionara ciljane korporacije od strane menadžmenta da ne prodaju svoje akcije na finansijskom tržištu. Ona ima više efekta ukoliko korporacija uspešno posluje i ostvaruje dobar finansijski rezultat. U suprotnom, potrebno je

mnogo napora i obrazloženja od strane menadžmenta, uz navođenje planova aktivnosti koje se preduzimaju u cilju poboljšanja poslovnih performansi korporacije, da bi se ubedili akcionari da ne prodaju svoje akcije na berzi (2,61).

Zelena pošta je metod otkupa svojih akcija od ponuđača uz premiju. Obično se otkup akcija vrši uz isplatu visoke premije držaocima većeg broja akcija, u zamenu za sporazum da neće pokrenuti ponudu za preuzimanje kontrole nad ciljanom korporacijom (4,198).

Sporazum o mirovanju – Jedan od vidova sporazuma o mirovanju (standstill agreements) je i postizanje saglasnosti između ciljane korporacije i potencijalnog kupca, da kupac ne uvećava svoje vlasništvo kupovinom akcija iznad određenog procenta. Ovakav sporazum kupac može da prihvati uz odgovarajuću nadoknadu, što ovaj sporazum čini sličnim zelenoj pošti kod koje je takođe predviđena kompenzacija kupcu za nepreuzimanje kontrolnog paketa akcija ciljane korporacije. U praksi se sporazumi o mirovanju kupovine obično prate zelenom poštom.

Ciljana korporacija može da ponudi sporazum o mirovanju potencijalnom preuzimaocu u trenutku kada ovaj poseduje dovoljan broj akcija za otpočinjanje borbe za njeno preuzimanje. Tada ciljana korporacija nastoji da ugovorom obaveže potencijalnog preuzimaoca da u određenom periodu ne uvećava svoje vlasništvo u ciljanoj korporaciji. Sporazumom može i da se postigne pravo ciljane korporacije da odbije prvu ponudu, u slučaju da preuzimalac odluči da proda akcije koje poseduje u tom trenutku, što onemogućava da akcije dođu u posed drugog ponuđača, koji bi mogao da od ciljane korporacije traži nadoknadu za sporazum o mirovanju kupovine ili da pokuša da preuzme ciljanu korporaciju.

Izmena strukture kapitala je metod koji je klasifikovan u aktivne metode odbrane od nepoželjnog preuzimanja, ali je zbog svoje širine to istovremeno metod koji se jednim delom može svrstati i u pasivne metode odbrane, odnosno pojedini njegovi segmenti se mogu univerzalno upotrebljavati i kao pasivni i kao aktivni metodi odbrane, odnosno mogu se nazvati i univerzalnim metodama odbrane od nepoželjnog preuzimanja.

Metoda izmene strukture kapitala može se koristiti na više načina, i to kao: *rekapitalizacija*, *ESOP*, *preuzimanje većih dugova*, *restruktuiranje korporacije*, *emitovanje dodatnih akcija*, *otkup akcija*. Prva četiri načina predstavljaju univerzalne ili mešovite načine odbrane jer se mogu koristiti i kao preventivne i kao aktivne mere odbrane od nepoželjnog preuzimanja. Rekapitalizacija i emitovanje ESOP akcija su već opisani u prethodnom delu koji se odnosio na preventivne metode odbrane.

Što se tiče *preuzimanja većih dugova* kao načina odbrane, bilo da se radi o direktnim zaduživanjima kod banaka ili o emitova-

nju obveznica, namera je da se dodatnim zaduživanjem povećava nivo rizika korporacije zbog povećanog obima sredstava koja su potrebna za servisiranje naraslih dugova i time odvratiti nepoželjni preuzimalac. Ova vrsta odbrane je poznata pod nazivom *spržena zemlja*, jer se prevelika dodatna zaduženja mogu završiti bankrotom ciljane korporacije. Ukoliko korporacija ima nizak nivo dugovanja u odnosu na kapital, njoj se povećava rizik od preuzimanja, jer njen slobodan dužnički kapacitet postaje atraktivna meta za nepoželjne pruzimaoca koji imaju nameru da iskoriste njen slobodan finansijski kapacitet za zaduživanje i njime isfinansiraju njenu kupovinu. Zbog toga korporacije mogu da preduzmu ovakvu drastičnu meru kojom poništavaju svoj slobodni finansijski potencijal i pretvaraju ga u tzv. *sprženu zemlju*.

Restruktuiranje korporacije kao univerzalna metoda odbrane od nepoželjnog preuzimanja predstavlja ekstremnu meru odbrane koja se može primeniti kada je korporacija ubeđena da bi samo drastične mere odbrane mogle da spreče proces preuzimanja. Potrebna je velika sposobnost menadžerske strukture korporacije da ubedi akcionare da je u njihovom interesu drastična promena poslovne politike korporacije koja može da bude u obliku: reprivatizacije korporacije kroz LBO, prodaje dela vredne imovine, kupovine drugih firmi ili čak i same likvidacije korporacije.

Emitovanjem dodatnih akcija, ciljane korporacija želi da osujeti nameru nepoželjnog preuzimaoca da osvoji kontrolni paket akcija. Emitovanjem akcija ciljane korporacija uvećava kapital uz zadržavanje istog iznosa dugovanja, ali komplikuje i poskupljuje kupovinu većeg udela u akcijama nepoželjnom preuzimaocu. Ovaj način ima i vidljivih nedostataka, jer se emitovanjem dodatnih akcija razvodnjava koncentracija kapitala postojećih akcionara, a može doći i do pada cena akcija, dok nema potpunih garancija da dodatna kvota emitovanih akcija neće pasti u ruke nepoželjnog preuzimaoca. Zbog toga je potrebno puno napora da ciljane korporacija obezbedi da dodatna kvota akcija završi u sigurnim rukama prijateljskih korporacija, a najbolje je da ovaj metod kombinuje sa metodom belog viteza.

Sprečavanje preuzimanja od strane nepoželjnog preuzimaoca, ciljane korporacija može postići i *ponovnim otkupom svojih akcija*. Na taj način će akcije ciljane korporacije postati nedostupne nepoželjnom preuzimaocu. Pored toga, ukoliko ciljane korporacija za kupovinu sopstvenih akcija koristi svoju gotovinsku rezervu, ona će je potrošiti i neće je ostaviti potencijalnom preuzimaocu da je koristi za otplatu svojih dugova koji mogu nastati pri finansiranju kupovine ciljane korporacije, odnosno ciljane korporacija neće svoju prodaju i svog kupca finansirati sopstvenim novcem.

Parničenje kao jedna od zakonskih mogućnosti koje ciljana korporacija može da preduzme protiv nepoželjnog preuzimanja je podnošenje zahteva sudu za izdavanje naloga za zaustavljanje procesa preuzimanja. Ovaj nalog sprečava nepoželjnog preuzimaoca da nastavi kupovinu novih akcija sve dok ne uspe da ubedi sud da su optužbe ciljane korporacije bez osnove. Kao razlozi za pokretanje parnice od strane ciljane korporacije najčešće se navode pojedine antitrustovske zakonske odredbe, neodgovarajuća dokumentacija i prevara. Ukoliko ciljana korporacija prva započne parničenje, ona može postići četiri cilja: da izabere najpogodniji sud za sebe; da spreči nepoželjnog kupca da preuzme inicijativu i prvi utuži; odlaganjem ponude, ciljana korporacija dobija na vremenu da traži belog viteza; pruža se psihološka podrška upravi ciljane korporacije u borbi protiv nepoželjnog preuzimanja. Procesom parničenja dobija se vreme za uvođenje efikasnijih mera odbrane od preuzimanja, ali se ujedno i pojačava nadmetanje. Proces nadmetanja može da se okonča povoljnijom cenom za ciljanu korporaciju, jer se potencijalnom kupcu omogućuje da koriguje ponuđenu cenu naviše. Ciljana korporacija može da stavi do znanja potencijalnom preuzimaocu da ukoliko poveća cenu i poboljša uslove ponude, parnica može da bude obustavljena.

Pak-Man odbrana je metod odbrane od nepoželjnog preuzimanja koji je dobio naziv po video-igrici u kojoj glavni akteri pokušavaju da progutaju jedni druge. Naime, radi se o klasičnom kontranapadu, gde kao odgovor na ponudu o preuzimanju, ciljana korporacija daje kontraponudu da kupi napadača, odnosno nepoželjnog preuzimaoca. U praksi se ovaj metod naziva i paklenom mašinom kojom se često preti, ali koja se retko primenjuje.

Univerzalne metode odbrane

Kao univerzalne ili mešovite metode odbrane od preuzimanja koje se mogu koristiti i kao preventivne i kao aktivne metode koje se preuzimaju ili u cilju smanjenja verovatnoće da se započne proces nepoželjnog preuzimanja ili u cilju odbrane nakon saznanja ili prijema nepoželjne ponude o preuzimanju, podrazumevaju se:

- rekaptalizacija
- ESOP
- preuzimanje većih dugova
- restrukturiranje korporacije

Sve ovde navedene metode odbrane su već napred opisane u sklopu preventivnih i/ili aktivnih metoda odbrane od nepoželjnog preuzimanja.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

CORPORATE OPPORTUNITIES IN THE PROCESS OF DEFENSE AGAINST HOSTILE TAKEOVERS SUMMARY

Key words: takeover, defense against takeover, fusion, acquisition, corporation

The methods and tactics of defending against hostile takeover in practice are a very complex process. In general, they can be classified into three basic groups: preventive, active and universal. Preventive defense measures impose barriers to possible hostile takeovers, such as: dual capitalization, recapitalization, ESOP shares, poison pills, changes to corporate statutes, gold and silver parachutes, change of place of registration. If preventative measures are not effective enough and an unwanted takeover bid is sent to the target corporation, then active defense measures are in place: White Knight, shareholder persuasion, green mail, standstill agreement, capital structure change, litigation, Pak-Man defense. Some anti-takeover methods have universal application.

Proces preuzimanja korporacija ima svoje ekonomske motive koji se ogledaju u nameri efikasnijeg vođenja zajedničkog poslovanja i ostvarivanja sinergetskih efekata udruživanja. Ipak, preuzimanja nisu uvek jednako motivisana, niti se uvek sprovode u dobroj nameri za obe strane. Zbog toga se može govoriti o dobrovoljnim tj. poželjnim preuzimanjima i o nepoželjnim tj. neprijateljskim preuzimanjima. Korporacijama stoji na raspolaganju niz metoda i načina kojima mogu da se legalno brane od nepoželjnog preuzimanja, ukoliko prethodno menadžment ubedi akcionare da se ne radi o pokušaju puke odbrane stečenih pozicija i povlastica same menadžerske strukture ciljane korporacije, već da je u pitanju odbrana od potencijalnog neprijateljskog nepoželjnog preuzimanja, koje sobom ne nosi benefite za korporaciju i akcionare. U radu je prezentovan niz mera, načina, metoda odbrane od nepoželjnog preuzimanja koje su svrstane u tri generalne grupe, preventivne, aktivne i univerzalne, u zavisnosti od toga da li je njihovo delovanje preventivno i služi odvratanju potencijalnog preuzimanja od namere da otpočne proces preuzimanja, ili je njihovo delovanje aktivno i direktno upleteno u sam proces odbrane od već započetog ili najavljenog procesa preuzimanja, kao i od toga da li je njihovo delovanje univerzalnog tipa i može se istovremeno koristiti i kao instrument odvratanja od namere preuzimanja tj. preventivno i kao instrument direktne borbe u procesu preuzimanja tj. aktivno. U buduću se očekuje dalje usavršavanje metoda odbrane od nepoželjnog preuzimanja, ali i razvoj agresivnih metoda i taktika napada u procesu preuzimanja, kao i sve obimnije budžetiranje ovih aktivnosti u korporacijama.

LITERATURA

1. Brili R., Majers S., Markus A., Osnovi korporativnih finansija, Mate, Beograd, 2010.
2. Čirović M., Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad, 2004.
3. DePamphilis D., Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, Elsevier, 2008.
4. Gaughan P., Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2007.
5. Jensen M., Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives, Pittsburgh, Vol.2, No.1, Winter 1988, p.p. 21-48.
6. Savović S., Alternativne perspektive izučavanja akvizicija, 21-32, Revizor 87/88-2019 RSM, Beograd