

Originalni naučni rad

UDK 334.75:339.727.24

DOI 10.7251/SVR1612183A

METODI FINANSIRANJA MERDŽERA I AKVIZICIJA

Doc. dr Vaso Arsenović¹

Prof. dr Slobodan S. Župljanin²

Nezavisni univerzitet Banja Luka

Apstrakt: Preduzeće koje ima nameru da realizuje eksterni rast putem udruživanja, kupovinom ili preuzimanjem drugog preduzeća, odnosno putem merdžera ili akvizicije, u obavezi je da obezbedi određena finansijska sredstva za finansiranje navedenih strategija rasta. Kolika su to neophodna sredstva zavisi od veličine i potencijala preduzeća koja su predmet integracije, procenjene vrednosti ciljanog preduzeća i očekivane visine premije u ponudi. Svaki od metoda finansiranja za koji se odluči preduzeće ima svoje prednosti i nedostatke. Shodno tome, metodi finansiranja utiču i na vrednost koja će se nalaziti u posedu vlasnika oba preduzeća. Da li će se ta vrednost uvećati ili smanjiti zavisi od načina i kvaliteta finansiranja poslovne kombinacije, ali i od podele očekivane vrednosti, kreirane integracijom, između akcionara integrisanih preduzeća. Poređenjem stanja tržišta akcija i metoda plaćanja za realizaciju poslovnih integracija evidentno je da kompanije koriste akcije kao dominantno sredstvo plaćanja u periodima visokih cena akcija, odnosno pri uzletima tržišta akcija.

Ključne reči: *merdžeri i akvizicije, premija, akcije, gotovina, vrednost.*

UVOD

Procesi integracije preduzeća, različite forme udruživanja, pripajanja ili preuzimanja tj. merdžeri i akvizicije su u funkciji rasta preduzeća. Reč je o metodu rasta gde preduzeće, umesto da osnovu za rast nalazi u ulaganju u razvoj vlastitih proizvoda i izgradnju kapaciteta, prednost daje okrupnjavanju preduzeća na bazi integracija (poslovnih kombinacija) sa drugim preduzećima, odnosno preuzimanju već postojećih biznisa.

Pošto je reč o dugoročnim, pa prema tome i o rizičnijim ulaganjima, kod izbor načina finansiranja poslovne kombinacije neophodno je sagledati veličinu efekata, odnosno analizirati troškove i koristi koje sa sobom nose

¹ Profesor ekonomije, email: vaso.arsenovic@nubl.org

² Profesor ekonomije, prorektor za nastavu i studentska pitanja NUBL, email: slobodan.zupljanin@nubl.org

različiti izvori finansiranja. Preduzeće treba da iskoristi šansu za rastom, ali ona ne sme da se upropasti lošim izborom izvora finansiranja. S druge strane, izbor izvora finansiranja utiče na opredeljivanje poželjnog nivoa rasta preduzeća, odnosno određivanje stope *održivog rasta* preduzeća. S obzirom na veličine putem kojih se određuje stopa održivog rasta – profit, vrednost prihoda, ukupna aktiva, proporcija za dividende, racio duga i sopstvenog kapitala (finansijski *leverage*), od velikog značaja je koliko će poslovna kombinacija biti finansirana iz internih izvora, odnosno u kojem obimu će biti upotrebljeni eksterni izvori finansiranja.

Bez obzira na obim potrebnih sredstava, realizacija merdžera i akvizicija se može finansirati gotovinom kojom raspolaže ponudilac (eng. *cash offer*), običnim akcijama (eng. *share for share exchange*), preferencijalnim akcijama, putem obveznica (eng. *debenture, bond*), raznim oblicima drugih hartija od vrednosti ili kombinacijom navedenih sredstava.³ Kolika su to neophodna sredstva zavisi od veličine i potencijala preduzeća koja su predmet integracije, procenjene vrednosti ciljanog preduzeća i očekivane visine premije u ponudi. Preduzeća često kombinuju ove moguće načine finansiranja integracija preduzeća. Za koji metod finansiranja će se odlučiti zavisi od stepena potcenjenosti, odnosno precenjenosti akcija inicijatora integracije i ciljanog preduzeća, nivoa kontrole koji se nastoji ostvariti poslovnom kombinacijom, moguće reakcije ciljanog preduzeća, načina realizacije (prijateljski dogovor ili neprijateljsko preuzimanje), učešća institucionalnih investitora u ciljanom preduzeću, visine zarade po akciji preduzeća, poreskog i računovodstvenog tretmana integracije dva preduzeća i dr.⁴

ULOGA PREMIJE U PONUDI U REALIZACIJI EKSTERNOG RASTA PREDUZEĆA

Preduzeće koje svoj rast bazira na integraciji sa drugim preduzećima mora prilikom donošenja odluke o sprovođenju ove strategije i da utvrdi cenu koju je spremno da plati kako bi kompletiralo transakciju. Ta cena je često iznad trenutne vrednosti ciljanog preduzeća. Kada preduzeće započne

³ Zakonodavstvo u mnogim državama podrazumeva da preduzeće, pre nego što lansira ponudu za preuzimanje: izdvoji na posebnom računu kod banke novčana sredstva (gotovinu ili hartije od vrednosti) potrebna za plaćanje svih akcija na koje se odnosi ponuda za preuzimanje; da sa bankom zaključi ugovor o kreditu za tu namenu ili da priloži neopozivu bankarsku garanciju naplativu na prvi poziv u korist akcionara koji će deponovati svoje akcije. Kada je u pitanju spajanje preduzeća, zakonodavci u određenom broju slučajeva propisuju da se spajanje realizuje putem razmene akcija.

⁴ Podrazumeva se da prilikom donošenja odluke o načinu finansiranja merdžera ili akvizicije menadžment preduzeća kupca (sticaoca) treba da sagleda posledice te odluke na strukturu kapitala, prosečnu cenu kapitala i sl. Važan kriterijum za izbor metoda finansiranja je uticaj oblika finansiranja na kretanje neto zarade po akciji (*EPS*). Preduzeća čije su akcije atraktivne za investitore, i čiji je *P/E* racio na visokom nivou, uspevaju da vrlo brzo nakon integracije, koja je finansirana emisijom akcija, poboljšaju nivo *EPS* racia i učine svoje akcije još atraktivnijim.

pregovore sa ciljanim preduzećem ili objavi ponudu za kupovinu ciljanog preduzeća ono nudi višu cenu od trenutne cene za kupovinu tj. otkup akcija akcionara preduzeća koje je meta spajanja, odnosno preuzimanja. Ta cena naziva se „premijska cena“, jer u sebi sadrži i premiju koju mogu ostvariti akcionari (vlasnici) ciljanog preduzeća ukoliko se realizuje poslovna integracija. Premiju koju mogu ostvariti vlasnici preduzeća kome je upućena ponuda naziva se *premijom u ponudi* ili *premijom za kontrolu*. Premija u ponudi predstavlja razliku između tekuće tržišne vrednosti ciljanog preduzeća i vrednosti po kojoj je preduzeće ponudilac spremno da realizuje svoju strategiju, odnosno nameravanu poslovnu kombinaciju. Ova premija je namenjena vlasnicima ciljanog preduzeća i njena uloga je da odobrovolji menadžment tj. vlasnike da prihvate ponudu i izvrše zamenu ili prodaju akcija, odnosno udela u vlasništvu.

Visina premije koju je preduzeće spremno platiti je pod uticajem nivoa vlasništva koje preduzeće poseduje u ciljanom preduzeće, odnosno vlasništva koje će steći, taktici preuzimanja, postojanja konkurentske ponude, intenziteta otpora preuzimanju, načinu finansiranja eksternog rasta, procenta vlasništva kod pojedinih grupa vlasnika, stanja na tržištu akcija⁵, tržišta na kojem se trguje akcijama, oblika preduzeća (otvoreno ili zatvoreno društvo) i dr. Kolika će biti premija zavisi i od očekivanih budućih koristi – očekivane sinergije koja može da rezultira iz transakcije, ali i od snage preduzeća koja učestvuju u transakciji.⁶ Ukoliko je analiza pokazala da ciljano preduzeće ima potencijal za rast, a da su trenutne performanse rezultat slabog upravljanja, ponudilac može da ponudi i višu premiju jer očekuje da relativno brzo može da poveća prihode, smanji troškove i poveća profit. Ako postoji koncentracija vlasništva u ciljanom preduzeću, da bi se vlasnici privoleli da prodaju akcije ponudilac mora da plati veću cenu i veću premiju. Postojanje jakog otpora preuzimanju i postojanje konkurentske ponude dovode do toga da se premija značajno uvećava. Primer preuzimanja preduzeća *RJR Nabisco* govori u prilog tome koliko se početna ponuda može uvećati i koliko vrednost može dostići premija u ponudi.⁷

⁵ U periodima kad su akcije precenjene preduzeća nude manje premije jer tekuća cena ne odražava pravu vrednost preduzeća i obrnuto.

⁶ Ne smeju se zaboraviti ni psihološki faktori koji mogu značajno uticati na realizaciju eksternog rasta, odnosno na cenu preuzimanja i visinu preuzimanja. Ponekad namera, vođena egom menadžmenta, da se po svaku cenu kompletira poslovna kombinacija dovodi do plaćanja i veće cene od „objektivne“.

⁷ Krajem oktobra 1988. godine Ros Džonson, glavni izvršni direktor kompanije *RJR Nabisco*, okupio je grupu ulagača sa ciljem da preuzme kompaniju po ceni od 75 USD po akciji (čak za 19 USD ili 36% više od cene dan pre najave preuzimanja). Nakon toga grupa ulagača predvođena kompanijom *Kohlberg Kravis Roberts (KKR)* ponudila je 90 USD po akciji. Poslednjeg dana nadmetanja dve grupe ulagača (30.11.1988. godine) *KKR* je ponudio 109 USD po akciji (81 USD u novcu, 10 USD u obveznicama i 18 USD u povlašćenim akcijama), dok je grupa okupljena oko Džonsona ponudila 112 USD po akciji (delom u novcu, a delom u hartijama od vrednosti). Na

U pravilu, prijateljska spajanja uz pripajanje ili udruživanje preduzeća nose sa sobom manju premiju nego što je to slučaj kada se radi o neprijateljskom preuzimanju preduzeća. Pošto se prijateljske integracije sprovode kroz pregovore, čiji su redovni pratioci detaljne analize i procene vrednosti oba preduzeća i preduzeća koje će nastati poslovnom kombinacijom, očekuje se da i cena i premija budu na nivou koji omogućava buduću korist za obe grupe vlasnika. Naročito, ova premija može da bude na niskom nivou kada se radi o „merdžeru jednakih“. U tim situacijama dešava se da pojedini krupni akcionari podnesu tužbu sudu jer nisu realizacijom integracije dobili veću premiju.⁸ Međutim, spajanja uz pripajanja ili spajanja uz osnivanje novog preduzeća najčešće se realizuju zamenom akcija tj. akcionari ciljanog preduzeća dobijaju akcije preduzeća koje je inicijator integracije i na taj način zadržavaju određeni procenat vlasništva u novom preduzeću. Time ne dolazi do promene u kontroli, odnosno vlasništvu, te ni akcionari ne mogu očekivati visoke premije jer oni, u slučaju plaćanja putem razmene akcija, i dalje ostaju vlasnici novokreiranog poslovnog entiteta.⁹

Kada se radi o spajanju, kupovini ili preuzimanju preduzeća koje je u zatvorenom vlasništvu, malim i srednjim preduzećima koja su organizovana kao ortačka, komanditna ili društva sa ograničenom odgovornošću, teško je proceniti njihovu pravu vrednost. Shodno tome, ni cena koju je preduzeće spremno ponuditi niti premija u ponudi ne mogu se lako utvrditi. U principu, dolazak u vlasništvo nad preduzećem koje je zatvorenog tipa podrazumeva da ponudilac ovu integraciju može realizovati samo kroz prijateljske pregovore sa ciljanim preduzećem. Ponudilac mora biti svestan da zbog ograničenih informacija koje su dostupne o ciljanom preduzeću, potencijalni kandidat za spajanje, kupovinu ili preuzimanje poseduje jaču pregovaračku moć i da to može da utiče na to da su cena i premija više nego što bi bio slučaj da se radi o ciljanom preduzeću čije se akcije kotiraju na berzi.

Koliko visina premije u ponudi zavisi od toga da li je namera za realizaciju merdžera i akvizicija vođena strategijskim razlozima ili je ona

kraju je prihvaćena ponuda KKR i pored toga što je bila niža. Premija u ponudi je iznosila 53 USD, što je predstavljalo premiju u ponudi oko 95%. Detaljnije videti u Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007): *Osnove korporativnih financija*, prevod, Zagreb, MATE, s. 589-590.

⁸ Takav primer se desio 1998. godine kod spajanja preduzeća *DaimlerBenz* i *Chrysler*. Jedan akcionar kompanije *Chrysler* smatrao je da je integracija ova dva preduzeća predstavljala klasično preuzimanje preduzeća *Chrysler*, a ne „spajanje jednakih“. Po osnovu preuzimanja, vlasnik je smatrao opravdanim da se vlasnicima kompanije *Chrysler* ponudi veća premija.

⁹ Činjenica da spajanjem preduzeća putem razmene akcija obe grupe akcionara ostaju i dalje vlasnici poslužio je sudovima da odbijaju zahteve pojedinih vlasnika ciljanog preduzeća da im se obezbedi veća premija. To znači da se davanje visoke premija može smatrati samo opravdanim ako se poslovnom kombinacijom vrši potpuni tranfer vlasništva, odnosno kontrole, na preduzeće kupca.

više čisto finansijske prirode pokazuje istraživanje koje je sprovedeno na bazi posmatranja oko 1.500 realizovanih poslovnih kombinacija između 1992. i 1997. godine.¹⁰ Mnogi su kritikovali da integracija koja nije stratezijska ima za posledicu isplatu manjih premija i obrnuto. Međutim, istraživanje je pokazalo da stratezijski fokus nema značajnu ulogu u određivanju visine premije u ponudi. Ako ciljano preduzeće ima šta da „ponudi“ onome ko ga želi kupiti, sigurno je da će i premija biti na adekvatnom nivou nezavisno od toga da li preduzeće kupac ima stratezijski ili samo finansijski interes od realizacije poslovne kombinacije. Upravo iz navedenih razloga, kod realizacije merdžera i akvizicija, premija u ponudi nije jedinstvena. Negde je ona manja, negde viša, a u nekim situacijama ekstremno visoka. U pojedinačnim slučajevima premije su najčešće na nivou od 30 do 60% vrednosti ciljanog preduzeća, odnosno cene akcija pre nego što je upućena ponuda za spajanje ili preuzimanje. Pojedina preuzimanja su realizovana i sa premijama koje su niže (od 15 do 30%), ali i sa premijama koje su iznosile čak do 80% od vrednosti preduzeća. Koliko su iznosile plaćene premije u ponudi u 2005. godini u pojedinim granama prikazano je tabelom 1.

Tabela 1 - Prosečni iznos premije u ponudi po delatnostima u 2005. godini

Grana	Visina premije (u %)
Eksploatacija prirodnih resursa	78,3
Finansijske usluge	31,3
Građevinarstvo	33,1
Komunalije	32,5
Komunikacije i emitovanje programa	15,5
Maloprodajna delatnost	27,0
Ostale proizvodne delatnosti	37,9
Ostale uslužne delatnosti	32,7
Poljoprivredna proizvodnja	19,8
Transport	28,3
Veleprodaja i distribucija	48,7
Prosek svih delatnosti	34,5

Izvor: *Mergerstat Review*, 2006, prema Gaughan, P. A. (2007): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 4th ed., New Jersey, John Wiley & Sons, s. 556.

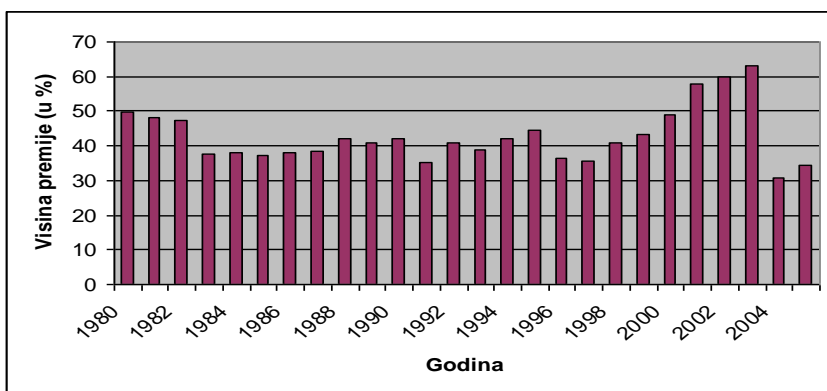
Kao što se može videti, najveće premije u ponudi za realizaciju poslovnih kombinacija u 2005. godini plaćene su za preduzeća koja se bave eksploatacijom prirodnih resursa (u proseku 78,3%). Na drugom

¹⁰ Detaljnije videti u Roach, G. R. (1998). Control Premiums and Strategic Mergers, *Business Valuation Review*, June, s. 42-49

mestu sa prosekom plaćenih premija od 48,7% nalazi se veleprodaja i distribucija. Prosek svih plaćenih premija u 2005. godini koje su preduzeća platila za spajanje, kupovinu ili preuzimanje drugih preduzeća je iznosio 34,5%. Očigledno je da pripajanje, kupovina ili preuzimanje preduzeća koje se bavi eksploatacijom prirodnih resursa (nafta, prirodni gas, rude željeza i sl.) zahteva izdvajanje visoke premije, čak više od dva puta od proseka u 2005. godini i od plaćene premije u mnogim drugim granama. Razlog za to treba tražiti u tome da će u budućnosti, radi ograničenosti prirodnih resursa, doći do smanjenja ponude ovih resursa i do skoka cena istih. To će, na drugoj strani, velikim kompanijama koje se bave i eksploatacijom i preradom prirodnih resursa doneti visoke zarade, rast vrednosti preduzeća, a vlasnicima i visoke dividende.

Visina premije u ponudi se tokom dugogodišnje istorije realizacije eksternog metoda rasta preduzeća menjala. Grafikonom 1. je prikazana prosečna visina plaćene odgovarajuće premije u ponudi u periodu između 1980. i 2005. godine.

Grafikon 1 - Prosečni iznos plaćene premije u periodu 1980–2005. godina



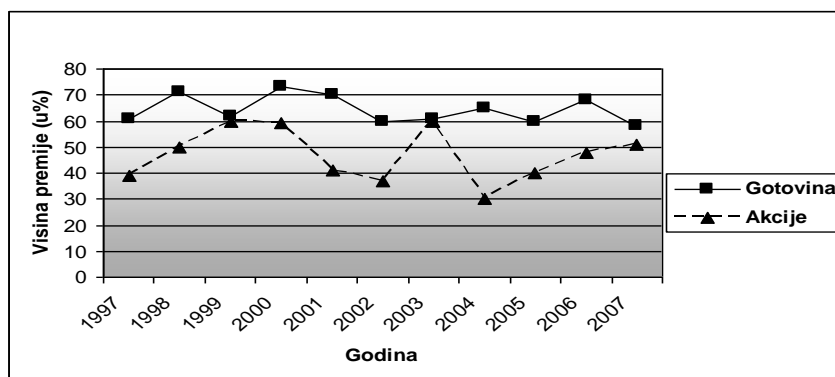
Izvor: *Mergerstat Review*, 2006, prema Gaughan, P. A. (2007): *Mergers, Acquisitions, and Corporate restructurings*, 4th ed., New Jersey, John Wiley & Sons, s. 582.

Kao što se može videti iz grafikona 1, visina plaćene premije je imala kako tendenciju pada, tako i tendenciju rasta u ovom periodu. Preduzeća koja su realizovala eksterni rast plaćala su u proseku od 30,9% (2004. godina) pa sve do 63% (2003. godina) veću vrednost od tekuće tržišne vrednosti ciljanog preduzeća. Najveći procentualni iznosi premije plaćeni su u periodu između 2000. i 2003. godine. U tom periodu, u proseku, premija u ponudi je iznosila od 49,1% (2000. godina) do 63% u 2003. godini. Interesantno je da se najviši nivo premije u posmatranom periodu pojavio u i nakon talasa velikih spajanja i preuzimanja preduzeća.¹¹ Na

¹¹ Velikih u smislu da su se u tom periodu realizovala spajanja, odnosno preuzimanja, koja spadaju među deset najvećih ikada realizovanih transakcija:

kraju, na visinu cene, odnosno premije koja će biti plaćena za realizaciju nameravanog rasta preduzeća utiče i odabrani metod finansiranja integracija. Istraživanja konsultantske kuće *McKinsey* za period između 1997. i 2008. godine, prikazana grafikonom 2, ali i prethodna istraživanja, su pokazala da je premija u ponudi veća ukoliko se poslovna kombinacija finansira gotovinom umesto razmenom akcija.¹²

Grafikon 2 - Metod finansiranja merdžera i akvizicija i visina plaćene premije na globalnom nivou u periodu 1997–2008. godina



Izvor: Prilagođeno prema *McKinsey on Finance*, 26, Winter 2008.

Iz prikazanog grafikona može se zaključiti da finansiranje merdžera i akvizicija putem plaćanja gotovinom ima za posledicu da je premija veća nego kod plaćanja akcijama ili kombinovanjem različitih novčanih sredstava. Iako plaćanjem u gotovini preduzeće kupac snosi sav rizik integracije, razlog zašto je, ipak, premija veća leži u tome da tržište plaćanje gotovinom ocenjuje pozitivnije, veruje u ponuđača, odnosno veruje da će u postintegracionom periodu doći do rasta vrednosti akcija preduzeća koje je realizovalo integraciju. Shodno tome, moguće je očekivati da će i cene akcija ciljano preduzeća da porastu u većem obimu. Zato gotovinska ponuda treba da bude na nivou koji anticipira povećanje

Vodafone Air Touch i *Mannesmann* (2000. godine, približna vrednost od 202,80 mlrd. USD); *America Online* i *Time Warner* (2000. godine, približna vrednost od 165 mlrd. USD).

¹² *McKinsey* je u periodu između 1997. i 2008. godine istraživao i visinu plaćene premije. Predmet posmatranja su bile integracije preduzeća i to samo mali broj transakcija (od 90 integracija u 1997. godini do 239 integracija u 2007. godini). Na bazi posmatranih integracija, prosečna visina premije je iznosila 61%. Najniži procenat premije plaćen je 1997. godine – 54%, dok je najveća premija plaćena tokom talasa najvećih pojedinačnih pripajanja, spajanja i preuzimanja, odnosno u periodu 1999-2000. godina, čak 73%. Ovi podaci se razlikuju od podataka predstavljenih u *Mergerstat Review*. Razlike su nastale iz razloga što predmet posmatranja nisu bili ista preduzeća niti je posmatranje obuhvatalo isti broj preduzeća. Međutim, i bez obzira na to, oba istraživanja su značajna jer pokazuju da preduzeća kupci plaćaju visoke premije za dolazak u posed drugog preduzeća.

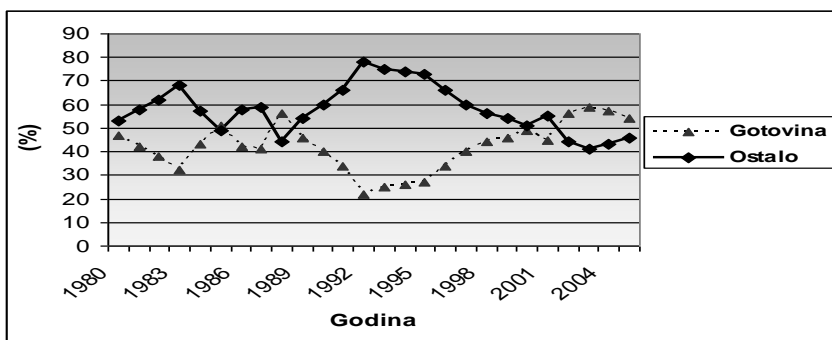
cena akcija ciljanog preduzeća tokom procesa implementacije integracije dva preduzeća.

Drugi razlog za veću premiju, ukoliko se plaćanje obavlja u gotovini, je fiskalnog karaktera. Naime, prodajom akcija, vlasnici ciljanog preduzeća su u obavezi da plate porez na dobit koju su ostvarili prodajom vlasništva. Takođe, gotovinom se u najvećem broju slučajeva finansiraju neprijateljske kupovine ili preuzimanja preduzeća. To ide u prilog činjenici da je u ovom slučaju plaćena premija viša. Navedeni faktori koji utiču na visinu cene i premije koja će biti plaćena od strane preduzeća kupca pokazuju koliko je značajno izvršiti detaljnu i kvalitetnu analizu ciljanog preduzeća, pouzdano proceniti vrednost ciljanog preduzeća i visinu očekivane sinergije i odabrati optimalan način finansiranja da bi od realizacije poslovne kombinacije premašile troškove koji su nastali tokom integracije preduzeća.

KARAKTERISTIKE FINANSIRANJA MERDŽERA I AKVIZICIJA PUTE M PLAĆANJA GOTOVINOM

Praksa eksternog rasta preduzeća je razvila razne metode koji se često pojedinačno ili kombinovano upotrebljavaju za finansiranje poslovnih kombinacija preduzeća. Upotreba gotovine predstavlja jedan od najčešće korišćenih oblika finansiranja merdžera i akvizicija. Finansiranje putem plaćanja gotovinom podrazumeva da preduzeće poseduje značajnu gotovinu kojom isplaćuje vlasnike ciljanog preduzeća ili kupuje imovinu ciljanog preduzeća. Plaćanje gotovinom daje ozbiljnost ponudi za realizaciju poslovne kombinacije, lakše dovodi do savladavanja otpora kod menadžmenta i vlasnika ciljanog preduzeća, izaziva pozitivniju reakciju tržišta (bolji plasman gotovine koji vodi rastu vrednosti). U kom obimu se gotovina koristi za finansiranje eksternog rasta preduzeća u SAD prikazano je grafikonom 3 i tabelom 2.

Grafikon 3. - Finansiranje poslovnih kombinacija gotovinom i drugim oblicima finansiranja u SAD u periodu 1980 –2005. godina



Izvor: *Mergerstat Review*, 2006, prema Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 4th ed., New Jersey, John Wiley & Sons, s. 331.

Iz prikazane tabele i grafikona može se primetiti da je finansiranje gotovinom imalo svoje uspone i padove. Gotovina je korišćena u najvećem obimu sredinom i krajem 80-ih godina prošlog veka (56% u 1988. godini) i u periodu od kraja 90-ih do danas. U talasu velikih spajanja i preuzimanja koja su se dogodila krajem prošlog i početkom ovog veka samo gotovinom je finansirano više od jedne polovine svih vrednosti integracija. Taj iznos je bio najveći 2003. godine gde je gotovina učestvovala sa 59%. Takođe, može se primetiti da je izuzetno nizak nivo učešća gotovine bio u periodu između 1991. i 1996. godine (samo 22% u 1992. godini), dok je bio nešto relativno niži u periodu između 1981. i 1984. godine. Ovi podaci o učešću gotovine, odnosno drugih oblika finansiranja eksternog rasta određenog preduzeća pokazuju da su u periodima ekspanzije privredne aktivnosti i dobrih performansi preduzeća - kompanije, preduzeća više je preferirala da eksterni rast finansiraju gotovinom nego akcijama, kreditima ili dužničkim hartijama od vrednostima.

Za razliku od perioda ekspanzije, u periodima recesije (kao što su bili periodi početkom 80-ih i 90-ih godini prošlog veka,) preduzeća su u velikoj meri koristila akcije (kako obične, tako i preferencijalne), kredite ili obveznice. Primera radi, u 1992. godini čak 78% celokupne vrednosti integracija bilo je finansirano vlasničkih hartijama, dugovima, obveznicama ili kombinacijom sa gotovinom. U posmatranom periodu učešće drugih metoda finansiranja eksternog rasta bilo je na nivou od 0% do 2%.¹³

Tabela 2. - Udeo pojedinih oblika plaćanja u finansiranju eksternog rasta u SAD u periodu 1985–2005. godina

Godina	Metod finansiranja merdžera i akvizicija (u %)			
	Gotovina	Akcije	Kombinovano	Dugovi
1985	51	23	26	0
1986	42	32	26	0
1987	41	34	24	1
1988	56	31	22	1
1989	46	30	23	1
1990	40	31	28	1
1991	34	34	31	1
1992	22	40	37	1
1993	25	40	35	0
1994	26	39	34	1
1995	27	37	36	0
1996	34	37	28	1

¹³ Radi se o tome da u periodima ekspanzije privredne aktivnosti preduzeća imaju visoko pozitivan novčani tok koji im omogućava da eksterni rast, odnosno kupovinu imovine ili akcija finansiraju putem gotovine. Međutim, u periodima recesije preduzeća ne raspolažu velikim „zalihama“ gotovine koje mogu upotrebiti za finansiranje eksternog rasta i zato preferiraju upotrebu akcija ili drugih hartija od vrijednosti. Pored toga, upotreba akcija za finansiranje eksternog rasta je evidentna kod preduzeća čije su akcije precenjene.

1997	40	33	27	0
1998	44	30	26	0
1999	46	30	24	0
2000	49	32	18	1
2001	45	27	27	1
2002	56	22	21	1
2003	59	18	22	1
2004	57	18	24	1
2005	54	19	25	2
Prosek	42,20	30,10	27,00	0,70

Izvor: *Mergerstat Review*, 2006, prema Gaughan, P. A. (2007): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 4th ed., New Jersey, John Wiley & Sons, s. 332.

Model plaćanja gotovinom

Plaćanje u gotovom podrazumeva da je preduzeće kupac došlo u vlasništvo, odnosno u posed akcija kupljenog preduzeća, na taj način što je vlasnicima – akcionarima kupljenog preduzeća za njihove akcije platilo u gotovom novcu. Kod plaćanja gotovinom, preduzeće kupac kupuje od vlasnika ciljanog preduzeća akcije sa pravom glasa i vrši isplatu u gotovom novcu. Vlasnici ciljanog (kupljenog) preduzeća dobijaju novac, dok preduzeće kupac dolazi u vlasništvo većinskog, odnosno kontrolnog paketa akcija. Na taj način je izvršen transfer vlasništva na preduzeće kupca tj. sticaoca. U slučaju da se gotovinom finansira kupovina dela ili celokupne imovine ciljanog preduzeća, preduzeće kupac ne stiče kontrolu nad kapitalom ciljanog preduzeća. U ovom slučaju vlasnici ciljanog preduzeća ostaju vlasnici preduzeća i ne dobijaju gotovinu iz ove transakcije.

Gotovinu za realizaciju eksternog rasta preduzeće obezbeđuje iz nekoliko izvora. Kao osnovni izvor gotovine javljaju se: interno generisana gotovina; prodaja aktive preduzeća; zaduženje kod banaka ili emisija i prodaja obveznica.

Interno generisana gotovina podrazumeva da preduzeće ima pozitivan novčani tok (eng. *cash flow*) i da po tom osnovu ostvaruje značajan novčani priliv koji je dovoljan za finansiranje rasta.¹⁴ Međutim, poslovne integracije povlače za sobom velika novčana sredstva koja preduzeće kupac veoma retko može da u potpunosti obezbedi iz sopstvenih novčanih tokova. Često, u cilju dolaska do gotovog novca koji se koristi za finansiranje eksternog rasta preduzeća vrše prodaju dela svoje aktive, odnosno imovine. Najčešće se prodaju delovi preduzeća koji nisu od strateškog značaja za preduzeće ili delovi koji ne ostvaruju zadovoljavajuću stopu prinosa na angažovani kapital. Takođe, preduzeće do dodatnog iznosa gotovine potrebnog za finansiranje ove transakcije dolazi

¹⁴ To znači da je preduzeće u prethodnim periodima ostvarivalo značajnu dobit i da je jedan deo te dobiti ostao u preduzeću u formi neraspodeljene dobiti.

putem zaduživanja (uzimanjem kredita kod banaka ili emitovanjem obveznica), što može da predstavlja opasnost za preduzeće ukoliko dođe do određenih poremećaja na tržištu koji mogu da utiču na performanse „novog“ poslovnog entiteta.¹⁵

Postoji još nekoliko načina koji obezbeđuju preduzeću dolazak do gotovine kojim ono ima nameru da finansira kupovinu, odnosno preuzimanje drugog preduzeća. Gotovina se može obezbediti emisijom akcija neposredno pre objavljivanja ponude za preuzimanje. Najčešće se nakon odobrenja vlasnika vrši emisija akcija kojom se finansira eksterni rast. Emisija novog kola akcije sprovodi se nekoliko meseci pre pokušaja da se realizuje integracija. Pored ovog načina moguće je upotrebiti i tzv. „*vendors placing*“ i „*vendors rights*“ aranžmane, tj. plasmane i prava prodavca. Naime, u pojedinim slučajevima spajanja preduzeća vlasnici ciljanog preduzeća ne žele akcije preduzeća kupca – oni žele novac. Kako bi im se isplata izvršila u gotovini, kod *vendor placing* aranžmana preduzeće kupac emituje obične akcije u zamenu za akcije ciljanog preduzeća i u isto vreme sklapa ugovor sa bankom ili nekim drugim finansijskim posrednikom o plasmanu tih akcija na tržište. Kao rezultat ovakve transakcije, akcionari ciljanog preduzeća dobijaju u zamenu za svoje akcije gotovinu. Da bi se izbegla neželjena disperzija običnih akcija, *vendor right* aranžman podrazumeva prethodnu ponudu otkupa nove emisije običnih akcija postojećim akcionarima preduzeća kupca putem prava preče kupovine. Ovo je slično emisiji prava, ali u ovom slučaju postojeći vlasnici ne plaćaju za kupljene akcije preduzeću kupcu, nego je taj novac namenjen bivšim vlasnicima kupljenog preduzeća.

Prednosti i nedostaci plaćanja gotovinom

Finansiranje eksternog rasta plaćanjem gotovinom ima određene prednosti za obe grupe vlasnika. Za vlasnike preduzeća kupca prednosti transakcije u gotovini ogledaju se u sledećem:

- 1) ne dolazi do razvodnjavanja vlasništva postojećih akcionara u „novom“ preduzeću (nakon realizacije preduzeće je i dalje u potpunom vlasništvu ranijih akcionara),
- 2) lakše savladavanje otpora ciljanog preduzeća,
- 3) pozitivna reakcija tržišta (plaćanje gotovinom daje ozbiljnost ponudi i vrlo verovatno vodi povećanju vrednosti),
- 4) mogućnost lakšeg dolaska do novih sredstava i dr.¹⁶

¹⁵ U slučaju da preduzeće poseduje vrednu aktivu i da ostvaruje prosečan iznos profita i pozitivan neto novčani tok, ono je u mogućnosti da lakše privuče potencijalne investitore.

¹⁶ Takođe, plaćanje gotovinom šalje signal tržištu da su, vrlo verovatno, akcije preduzeća kupca potcenjene i da se može u budućnosti očekivati rast cena tih akcija. Prednost se ogleda i u određenim poreskim efektima o kojima će u nastavku ovog dela rada biti više reči.

Kod vlasnika kupljenog preduzeća plaćanje gotovinom eliminiše neizvesnost o prihodima i dobiti koju će ostvariti prodajom akcija. Oni prodajom akcija odmah ostvaruju premiju što nije slučaj ukoliko se eksterni rast realizuje razmenom akcija. Vlasnici kupljenog preduzeća mogu da sami odluče šta će da urade sa gotovinom – da li i u kom obimu da je ponovo investiraju kreirajući vlastiti portfolio.

Pored prednosti, plaćanje gotovinom ima i svojih nedostataka. Celokupan rizik integracije dva preduzeća je na vlasnicima preduzeća kupca jer su vlasnici kupljenog preduzeća primili gotovinu i ustupili vlasništvo novim vlasnicima. Radi obezbeđenja potrebnog iznosa gotovine preduzeće kupac često emituje obveznice ili uzima kredite kod banaka. Koliki će biti iznos pozajmljenih sredstava zavisi od nivoa gotovine kojim preduzeće raspolaže. Da bi preduzeće došlo do svežih sredstava potrebno je da preduzeće ima adekvatan *kreditni rejting* i da na tržištu ponudi dužničke hartije po kamatnoj stopi koja je atraktivna za ulagače. Povećanje dugova može da dovede u opasnost poslovanje preduzeća u narednom periodu. Može se desiti da dođe do pada performansi preduzeća i da preduzeće ne bude u stanju da izmiruje svoje obaveze prema poveriocima i vlasnicima obveznicima.¹⁷ U tim slučajevima preduzeće nakon realizacije poslovne kombinacije treba da pribegne primeni strategije prodaje sredstava koja su stečena kroz integraciju, a u cilju dolaženja do svežih novčanih sredstava i smanjenja rizika od nelikvidnosti.

Nedostatak za vlasnike kupljenog preduzeća jeste to što se prodajom akcija za gotovinu lišavaju vlasništva nad novim poslovnim entitetom i „odriču“ prava da u budućnosti ostvaruju dobitke po osnovu vlasništva. Takođe, nedostatak je taj što će „bivši vlasnici“, ukoliko se plaćanje izvrši u gotovom novcu, morati da plate porez na kapitalni dobitak (dobitak nastao kao razlika između cene po kojoj su vlasnici kupljenog preduzeća prvobitno kupili akcije i cene po kojoj su prodali preduzeću kupcu njihove akcije preduzeća).

KARAKTERISTIKE FINANSIRANJA MERDŽERA I AKVIZICIJA PUTEM PLAĆANJA AKCIJAMA

Kada preduzeće eksterni rast finansira *plaćanjem u akcijama*, onda preduzeće kupac emituje akcije koje će biti podeljenje akcionarima kupljenog preduzeća u zamenu za akcije kupljenog preduzeća koje se nalaze u njihovom vlasništvu, tj. u vlasništvu akcionara kupljenog preduzeća. Eksterni rast putem spajanja uz pripajanje ili udruživanje najčešće se finansira zamenom akcija. Zakonodavci u velikom broju država propisuju

¹⁷ Kod emisije obveznica ili uzimanja kredita kod banaka dolazi do promene strukture kapitala – do povećanja udela pozajmljenih izvora sredstava u odnosu na akcionarski kapital. Shodno tome, dolazi do povećanja finansijskog levidža i opasnosti da preduzeće dođe u stanje nelikvidnosti, pa čak i u stanje da trajno ne može da izmiruje obaveze. U takvim slučajevima ono može lako da postane meta za preuzimanje od strane drugog preduzeća.

da se merdžeri finansiraju putem razmene akcija dva preduzeća. Kada su u pitanju kupovina imovine ili akcija ciljanog preduzeća akcije se koriste kao sredstvo plaćanja i često se u tim slučajevima kombinuju sa gotovinom i drugim oblicima finansiranja.¹⁸

Model plaćanja akcijama

Kod eksternog rasta koji se finansira plaćanjem akcijama preduzeće kupac vrši emisiju akcija koje se transferišu vlasnicima kupljenog preduzeća. Akcije kupljenog preduzeća se poništavaju, a vlasnici nove emisije akcija moga da odluče da zadrže akcije preduzeća kupca ili da ih prodaju na tržištu i na taj način dođu do gotovine.

Ključno pitanje kod plaćanja akcijama jeste u kom odnosu će biti razmenjene akcije kupljenog preduzeća za akcije preduzeća kupca. Procenom vrednosti ciljanog preduzeća utvrđuje se maksimalni iznos koji je preduzeće kupac spremno da plati. *Procena vrednosti ciljanog preduzeća i tekuće cene akcija oba preduzeća* predstavljaju polaznu osnovu za utvrđivanje odnosa zamene. Ukoliko se očekuje da nakon realizacije eksternog rasta preduzeće ostvari sinergiju očekivati je da će taj odnos zamene akcija biti povoljniji za vlasnike kupljenog preduzeća. Takođe, na povoljniji odnos za kupljeno preduzeće može da utiče i pregovaračka snaga i sposobnost njegovog menadžmenta.

Racio razmene (zamene) predstavlja odnos u kome se akcije kupljenog preduzeća razmenjuju za akcije preduzeća kupca. Racio razmene 0,20 govori da će akcionari kupljenog preduzeća za jednu akciju dobiti 0,20 akcija preduzeća kupca. Ukupna količina akcija koju će dobiti vlasnici kupljenog preduzeća zavisi od toga koju su varijantu plaćanja akcijama, odnosno razmene akcija, dogovorili pregovarački timovi oba preduzeća. Prva varijanta podrazumeva *fiksni broj akcija* koja će biti razmenjena za akcije preduzeća kupca. Kada je broj akcija fiksiran, vrednost transakcije može da varira u zavisnosti od promene cena akcija preduzeća kupca. Ukoliko je racio razmene 0,20 i dođe do pada cena akcija preduzeća koje je kupilo drugo preduzeće, tada će vlasnici kupljenog preduzeća biti gubitnici. Dakle, kod fiksne količine akcija rizik pada cena akcija preduzeća kupca do trenutka kompletiranja poslovne kombinacije snose akcionari kupljenog preduzeća. Naravno, od trenutka pokretanja pregovora, odnosno objavljivanja ponude za preuzimanje, pa do dana zaključivanja ugovora, odnosno do dana važenja ponude, količina akcija koja se nudi može se menjati.

Kupac može ponuditi i *fiksnu vrednost akcija*. U tom slučaju količina akcija koju će dobiti vlasnici ciljanog preduzeća zavisi od cena akcija preduzeća kupca. U ovom slučaju broj akcija koji dobijaju vlasnici kupljenog preduzeća nije unapred utvrđen. Koliki je to broj akcija znaće se

¹⁸ Takođe, plaćanje akcijama se često upotrebljava kada su u pitanju akvizicije čija se vrednost meri desetinama milijardi dolara, funti ili evra.

tek na dan potpisivanja ugovora o spajanju i zavisi od cene akcija preduzeća kupca na dan potpisivanja ugovora, odnosno na dan odobravanja ugovora. Na ovaj način vlasnici kupljenog preduzeća su zaštićeni u slučaju pada cene akcije preduzeća koje ih je kupilo. Sav rizik je na preduzeću kupcu jer će u slučaju pada cena ono morati da emituje veću količinu akcija i time da u većoj meri izvrši „razvodnjavanje“ vlasništva postojećih akcionara. Pošto je kod fiksne vrednosti akcija vlasnicima kupljenog preduzeća garantovana fiksna vrednost koju će dobiti u zamenu za svoje akcije, ova alternativa je veoma slična plaćanju gotovinom. Neizvesnost prouzrokovana fiksnom količinom akcija može biti smanjena kroz tzv. „okovratnik“ sporazume (eng. *collar agreement*).¹⁹ Ovim dogovorom se utvrđuje da će u slučaju da cene akcija preduzeća kupca rastu iznad ili padaju ispod definisanog intervala doći do prilagođavanja racia razmene. U određenom intervalu, toleriše se kretanje cena akcija i racio razmene. Ukoliko cene akcija izađu iz utvrđenog intervala dolazi do promene racia razmene i količine akcija koja će biti upotrebljena za realizaciju rasta preduzeća. Dakle, ovim ugovorom se štiti preduzeće kupac u slučaju da dođe do značajnog rasta cena akcija i plaćanja više od planirane vrednosti, kao i kupljeno preduzeće u slučaju značajnog pada cena akcija preduzeća kupca. Postojanje „okovratnika“ je često uslov za otpočinjanja pregovora između preduzeća. Njegov značaj je izražen u situacijama kada akcije jednog ili oba preduzeća imaju tendenciju variranja.²⁰

Predosti i nedostaci plaćanja akcijama

Jedna od najznačajnijih prednosti finansiranja merdžera i akvizicija razmenom akcija odnosi se na nizak iznos inicijalnog troška ove transakcije. Iako, dugoročno posmatrano, kupac ima obavezu plaćanja dividendi i novim akcionarima (što čini ovaj vid finansiranja najskupljom formom pribavljanja kapitala), sama činjenica da je inicijalni trošak nizak, veoma često, je presudna pri izboru ovog vida finansiranja. Preduzeće koje realizuje eksterni rast koristi plaćanje akcijama kada su njegove akcije precenjene (visok P/E racio), a akcije kupljenog preduzeća potcenjene (nizak P/E racio).²¹ Razmenom akcija preduzeće kupac ne povećava svoju finansijsku zaduženost, ali se u budućnosti javlja potreba da se, zbog povećanja broja akcionara, obezbedi dodatna suma sredstava za isplatu dividendi novim akcionarima. Pored toga, rizik eksternog rasta je podeljen sa vlasnicima pripojenog preduzeća. To znači da rizik da se očekivana sinergija u postintegracionom periodu neće ostvariti snose akcionari

¹⁹ Prema Gaughan, P. (2002). *Mergers, Acquisition and Corporate Restructuring*, 3rd ed., New York, John Wiley & Sons, s. 542.

²⁰ Ipak, mnogi *collar agreements* dozvoljavaju preduzeću koje je uputilo ponudu da se povuče iz daljih pregovora ukoliko je u međuvremenu došlo do promene cena akcija koje bi za dato preduzeće ovu integraciju učinile neisplativom.

²¹ U slučaju da su akcije preduzeća kupca potcenjene, emitovanje akcija radi finansiranja eksternog rasta dovelo bi do plasiranja akcija ispod njihove realne vrednosti pa čak i do daljeg pada cena akcija.

preduzeća kupca, ali i akcionari kupljenog preduzeća srazmerno učešću u vlasništvu integrisanog preduzeća.

Kada su u pitanju vlasnici kupljenog preduzeća, oni postaju vlasnici novokreiranog preduzeća. Iako su sada manjinski vlasnici pruža im se mogućnost da i dalje ostvaruju finansijske koristi po dva osnova – po osnovu promena cena akcija i po osnovu ostvarene dobiti preduzeća. Naravno, ove koristi će biti ostvarene ako menadžment efikasno sprovede postintegracione aktivnosti i kreira sinergiju. Značajna prednost za vlasnike kupljenog preduzeća je što su transakcije razmena akcija oslobođene obaveza plaćanja poreza. Porez će biti plaćen tek u onom periodu kada se vlasnici odluče da prodaju akcije na finansijskom tržištu i ostvare kapitalnu dobit na razlici između nabavne cene (cena po kojoj je izvršena razmena akcija) i prodajne cene akcija.²²

Plaćanje akcijama ima i određene nedostatke. Sa aspekta preduzeća kupca, dugoročno posmatrano, finansiranje eksternog rasta vlasničkim akcijama predstavlja skup oblik finansiranja. Namera realizacije eksternog rasta putem plaćanja akcijama može da predstavlja alarm za poverioce i može da dovede do toga da oni počnu zahtevati izmirenje obaveza prema njima po osnovu ranije uzetih kredita, prodatih obveznica, neisplaćenih dividendi za preferencijalne akcije i sl. S druge strane, emisija akcija dovodi i do „razvodnjavanja“ vlasništva ranijih vlasnika preduzeća kupca. Sada se smanjuje njihovo procentualno učešće u novom preduzeću. Iz tog razloga, akcionari, ali i zakonodavci, zahtevaju da menadžment veoma detaljno predoči kako će integracija omogućiti dugoročnu korist za prvobitne vlasnike. Odluka o spajanju preduzeća mora da bude usvojena, u većini slučajeva, i na skupštini preduzeća koje ima nameru da realizuje eksterni rast. Ako je još u pitanju i plaćanje akcijama, akcionarima se mora predočiti detaljan plan koji može da odobrovolji postojeće akcionare preduzeća kupca da „žrtvuju“ jedan deo vlasništva za veću kapitalnu dobit i dividendu u budućnosti.

Razvodnjavanje vlasništva često vodi i padu cena akcija kreiranog preduzeća jer postoji mogućnost da se značajan deo akcija nakon integracije iznese na tržište i ponudi na prodaju. Ovo se dešava kada vlasnici nisu sigurni da će eksterni rast dovesti do sinergije tj. do povećanja vrednosti novog preduzeća. Takođe, vlasnici kupljenog preduzeća mogu da usled neizvesnosti oko budućih kretanja cena akcija i dobitaka prodaju akcije na tržištu i da dođu do gotovine. U pojedinim situacijama, prodaja akcija se obavlja putem *vendors placing* i *vendors rights*.

OSTALI OBLICI FINANSIRANJA POSLOVNIH KOMBINACIJA

Pored plaćanja gotovinom ili razmenom akcija ili kombinovanjem ova dva načina finansiranja, preduzeće može da koristi i druge oblike finansiranja eksternog rasta. Literatura i praksa poznaju još nekoliko

²² Reč je o odloženoj poreskoj obavezi.

metoda koji se u manjoj meri koriste kao način plaćanja – preferencijalne akcije i razne vrste obveznica.

Preferencijalne akcije se veoma retko koriste kao metod finansiranja eksternog rasta. Razlog za to nalazi se u dva osnovna nedostatka koja sa sobom nose preferencijalne akcije. Prvi nedostatak je sa aspekta preduzeća kupca – dividenda je fiksna (iako se nekad može i odložiti) i nije oslobođena plaćanja poreza. Drugi nedostatak je što vlasnici ovih akcija nemaju pravo glasa, a i nije sigurno da će na kraju godine dobiti i dividendu. S obzirom da bi izgubili pravo upravljanja novim preduzećem, da ne bi dobili gotovinu i da bi dividenda „visila u vazduhu”, vlasnici ciljanog preduzeća se retko odlučuju da prihvate preferencijalne akcije.²³

U slučaju *plaćanja obveznicama* preduzeće kupac emituje obveznice koje se direktno transferišu akcionarima kupljenog preduzeća. Uslov da akcionari kupljenog preduzeća prihvate ovaj način finansiranja transakcije jeste da preduzeće kupac ima visok rejting i da je ponuđen odgovarajući prinos na obveznice (relativno viša nominalna kamatna stopa koja bi bila prihvatljiva za vlasnike ciljanog preduzeća). S obzirom na problem utvrđivanja prihvatljive stope prinosa za vlasnike ciljanog preduzeća, preduzeće kupac može da emituje vlasnicima ciljanog preduzeća konvertibilne obveznice koje njenom vlasniku daju pravo da nakon određenog vremenskog perioda obveznice zameni za akcije sa pravom glasa preduzeća kupca. Na ovaj način se mogu odobrovoljiti vlasnici da svoje akcije prodaju preduzeću kupcu. Na drugoj strani preduzeće kupac može da jedan izvesni period ostvari značajne poreske uštede i da sačuva vlasništvo u rukama njegovih akcionara.

Osamdesetih godina prošlog veka u SAD i tokom četvrtog talasa spajanja i preuzimanja bilo je veoma popularno finansiranje emisijama obveznica sa veoma niskim kreditnim rejtingom, odnosno sa visokim rizikom neizvršenja – tzv. *junk* obveznice.²⁴ Ove obveznice su upotrebljavane za *LBO* operacije, ali su ih često koristila i manja preduzeća u cilju kupovine većih preduzeća, jer ukoliko bi se u ovom slučaju plaćanje izvršilo akcijama akcionari kupljenog preduzeća imali bi više akcija u novom poslovnom entitetu (kombinovanom preduzeću) nego akcionari preduzeća kupca. Drugim rečima, akcionari preduzeća kupca bili bi manjina u vlastitom preduzeću. Ove obveznice predstavljaju rizičan fina-

²³ Iako u je SAD učešće drugih oblika finansiranja eksternog rasta na veoma niskom nivou (od 0% do 2%), u Ujedinjenom Kraljevstvu preferencijalne akcije su imale značajno učešće u pojedinim periodima. To učešće je naročito bilo izraženo 1986. godine kada je ukupna vrednost 696 spajanja i preuzimanja iznosila 14,934 milijardi britanskih funti (GBP), a čak 2,472 milijarde GBP (oko 16,55% vrednosti) je finansirano preferencijalnim akcijama. Detaljnije videti u Samuels, J. M., Wilkes, F. M., Brayshaw, R. E. (1990): *Management of Company Finance*, 5th ed., London, Chapman & Hall, s. 610.

²⁴ Prema rejting agenciji *Standard & Poor*, „junk“ obveznice se klasifikuju sa rejtingom BB ili lošijim rejtingom.

nsijski instrument, ali i instrument koji nudi i znatno veće prinose – oko 5% veće prinose nego prinos na AAA obveznice (obveznice sa minimalnim rizikom neizvršenja). Iako su smatraju za visokorizične hartije njihova stopa neizvršenja je sve do 1986. godine iznosila 1,6% u odnosu na 0,8% kod standardnih obveznica. U periodu između 1985. i 1989. godine ukupna vrednost *junk* obveznica kojima je finansiran eksterni rast iznosila je blizu 300 milijardi USD. Međutim, nakon bankrotstva najvećeg „igrača“ na tržištu ovim obveznicama – investicione banke *Drexel Burnham Lambert*, od 1990. godine finansiranje eksternog rasta ovom vrstom hartija od vrednosti je svedeno na blizu 0%.²⁵

Jedan oblik finansiranja koji je naročito zastupljen kada su u pitanju pripajanja, kupovina ili preuzimanja preduzeća koja nisu registrovana na berzi, kao i privrednih društava u formi društva sa ograničenom odgovornošću, ortačkog ili komanditno društva, jeste *earn-out* model. Vrednovanje preduzeća u zatvorenom vlasništvu, kao što je ranije i objašnjeno, je otežano zbog specifičnosti vlasništva i usled zakonskih propisa kojima ova preduzeća nisu u obavezi da, kao otvorena društva, objavljuju veliki broj informacija o svom poslovanju. Shodno tome, procena vrednosti je otežana pa, shodno tome, i sam trošak i način finansiranja. *Earn-out* podrazumeva finansiranje eksternog rasta sa odloženim plaćanjem, pri čemu se tačna cena utvrđuje na osnovu performansi ciljanog preduzeća. Jedan deo se isplaćuje odmah, dok drugi deo zavisi od ostvarenog profita kupljenog preduzeća. Ukoliko kupljeno preduzeće nakon integracije, tokom nekoliko godina, ostvari profit koji je iznad procenjenog, onda preduzeće kupac isplaćuje ranijim vlasnicima, na kraju određenog perioda, dodatni iznos (*earn-out*). U slučaju da kupljeno preduzeće ne ostvari zadovoljavajuće prinose, iznos koji se dodatno isplaćuje se značajno umanjuje.

ZAKLJUČAK

Svaki od metoda finansiranja merdžera i akvizicija ima svoje prednosti i nedostatke. Shodno tome, metodi finansiranja utiču i na vrednost koja će se nalaziti u posedu vlasnika oba preduzeća. Da li će se ta vrednost uvećati ili smanjiti zavisi od načina i kvaliteta finansiranja poslovne kombinacije, ali i od podele očekivane vrednosti, kreirane integracijom, između akcionara integrisanih preduzeća.

U pravilu, kada se radi o prijateljskim pripajanjima ili spajanju uz osnivanje novog preduzeća, integracije se više finansiraju običnim akcijama (razmenom akcija), a kada su u pitanju neprijateljska preuzimanja više se preferira plaćanje gotovinom. Takođe, kada su akcije inicijatora integracije precenjene poslovna kombinacija se uglavnom finansira običnim akcijama. Uvek je neophodno imati u vidu i postojanje asimetričnih informacija. One često mogu da presudno utiču na izbor finansiranja poslovne kombinacije.

²⁵ Detaljnije videti u Gaughan, P. A., *op.cit.*, s. 314-377

METHODS OF FINANCING MERGERS AND ACQUISITIONS**Vaso Arsenović, PhD, professor Slobodan Župljanin PhD**

Abstract: A company that intends to carry out external growth through merger or acquisition it is obliged to provide certain funds for financing the mentioned growth strategy. What are the necessary funds depends on the size and potential of companies which are the subject of integration, the estimated value of the target company and the expected premium amount on offer. Each of the methods of financing of which are decided by the company has its own advantages and disadvantages. Accordingly, the method of financing affect the value of which will be located in the possession of the owner of both companies. Will this value increase or decrease depends on the quality and financing of a business combination, or the division of the expected value, created integration between the shareholders of integrated companies. Comparing the state of the stock market and payment methods for the realization of business integration is evident that companies use stock as the dominant means of payment in periods of high stock price, or when it takes off the stock market.

Keywords: *mergers and acquisitions, premium, shares, cash, value.*

LITERATURA

- 1) Arsenović, V. (2010). *Izazovi, značaj i elementi strategije implementacije eksternog metoda rasta preduzeća*, doktorska disertacija, Slobomir P univerzitet, Bijeljina.
- 2) Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). *Osnove korporativnih financija*, prevod, Zagreb, MATE.
- 3) Gaughan, P. (2002). *Mergers, Acquisition and Corporate Restructuring*, 3rd ed., New York, John Wiley & Sons.
- 4) Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 4th ed., New Jersey, John Wiley & Sons.
- 5) *McKinsey on Finance*, 26, Winter 2008.
- 6) *Mergerstat Review*, 2006.
- 7) Roach, G. R. (1998). Control Premiums and Strategic Mergers, *Business Valuation Review*, June.
- 8) Samuels, J. M., Wilkes, F. M., Brayshaw, R. E. (1990). *Management of Company Finance*, 5th ed., London, Chapman & Hall.