

EMISIJA PRAVA KAO STRATEGIJA PREVENTIVNE ODBRANE OD NEPRIJATELJSKOG PREUZIMANJA PREDUZEĆA

Ksenija Denčić-Mihajlov*
Milan Zvezdanović**

Sažetak: Poslednju deceniju prošlog veka odlikuje kreiranje i primena sofisticiranih strategija odbrane kojima se ciljno preduzeće suprotstavlja neprijateljskom napadaču. Emisija prava je često zastupljen vid odbrane ciljnog preduzeća od neprijateljskog preuzimanja kontrole upravljanja. Stoga se javlja potreba za analizom opštih karakteristika i modaliteta ove strategije odbrane. U radu su najpre prezentovani i analizirani načini emitovanja prava čiji je cilj da smanje ili u potpunosti odstrane mogućnost realizacije neprijateljskog preuzimanja kontrole nad ciljnim preduzećem, a zatim su analizirani empirijski podaci uspešnosti strategije emitovanja prava u odbrani od neprijateljskog preuzimanja.

Ključne reči: korporativno upravljanje, neprijateljsko preuzimanje, strategija, ciljno preduzeće, sticatelj, prava, akcionari, efekat

Abstract: Last decade of the previous century has been characterized by the creation and the use of various takeover defence strategies whereby target enterprise confronts to the hostile raider. There are several preventive defence strategies against hostile takeovers. Issuing poison pills is the most applied strategy among them. Therefore, there is a need for an analysis of general attributes and modalities of poison pills. Issuing poison pills, which are aiming to minimize or even completely eliminate possibility of target company hostile takeover and effects of the chosen strategy realization, are presented and analysed initially in this paper. Hereafter, the paper offers an overview of the results of empirical studies on the poison pills effects in defending target enterprises from hostile bidders.

Key words: corporate governance, hostile takeover, strategy, target enterprise, acquiring firm, rights, shareholders, effect

Uvod

Strategije preventivne odbrane od neprijateljskog preuzimanja imaju za cilj da odvrte potencijalno sticateljsko preduzeće od namere da stekne kontrolu nad ciljnim preduzećem. U savremenim tržišnim uslovima primena ovih strategija postaje sve značajnija, prvenstveno zbog nižih troškova u poređenju sa aktivnim strategijama odbrane. Poznato je da su loše performanse, pad dividendi, veliki neiskorišćeni kapacitet zaduživanja karakteristike koje čine preduzeće potencijalnom metom za preuzimanje. Stoga bi upravljanju ovim karakteristikama trebalo posvetiti posebnu pažnju kako bi preduzeće bilo neinteresantno za preuzimanje. Pored strategija koje su usmerene ka poboljšanju poslovnih performansi, strategijskog fokusa, promenu vlasničke i menadžerske strukture, u preventivnu zaštitu spadaju i posebne mere dizajnirane od strane ciljnog preduzeća, investicionih bankara ili konsultanata, čija je svrha dodatna zaštita preduzeća. U tzv. eksterne mere spadaju:

- „Gutanje otrovne pilule“, tj. emitovanje hartija od vrednosti od strane ciljnog preduzeća u cilju snižavanja vrednosti preduzeća u očima potencijalnog sticatelja, odnosno u cilju povećanja troškova preuzimanja preduzeća.
- Usvajanje specijalnih amandmana na statut preduzeća (tzv. „rasterivanje zmijske“ ili *shark repellents*), što bi trebalo da rezultira onemogućavanjem ili otežavanjem nasilnog preuzimanja preduzeća.

* dr Ksenija Denčić-Mihajlov, docent Ekonomskog fakulteta u Nišu (ksenija@eknfak.ni.ac.yu)

** Milan Zvezdanović, Bezbedonosno-informativna agencija, Leskovac

- Sklapanje ugovora koji daje pravo top menadžerima na značajne beneficije u slučaju prodaje firme i gubitka posla (tzv. „zlatni padobran“, *golden parachute*)

U radu je analizirana strategija smanjenja vrednosti preduzeća emitovanjem prava, sa stanovišta troškova primene i efekata odbrane od neprijateljskog preuzimanja. Rad je strukturiran na sledeći način. U prvom delu analizirane su opšte karakteristike i prednosti primene strategije popularno nazvane „gutanje otrovne pilule“. Drugi deo rada bavi se prikazom raznih varijanti „plana prava akcionara“. Rezultati teorijskih i empirijskih istraživanja efekata emitovanja prava kao strategije preventivne odbrane od neprijateljskog preuzimanja prezentirani su u trećem delu rada. Poslednji deo rada sadrži zaključna razmatranja autora.

Strategija smanjenja vrednosti preduzeća emitovanjem prava

Pokušaji da se odvрати potencijalni sticatelj od namere sticanja kontrole nad ciljnim preduzećem, može se izvršiti emitovanjem prava kojima se daje mogućnost postojećim akcionarima da kupe novu emisiju običnih akcija uz značajan iznos diskonta, u onim slučajevima kada je preduzeće meta neprijateljskog preuzimanja. Navedena strategija se popularno zove „gutanje otrovne pilule“ ili „plan prava akcionara“.

„Otrovne pilule“ generalno se izdaju kao hartije od vrednosti bez prava glasa postojećim akcionarima koje obezbeđuju specifična prava pre, tokom i nakon promena u kontroli upravljanja preduzećem. Prva grupa „otrovnih pilula“ bila je emitovana kao preferencijalne akcije koje su akcionarima firme koja se preuzima davale mogućnost konverzije u obične akcije sticateljske kompanije. Ove „pilule“ bile su uspešne u zastrašivanju sticatelja zbog pretnje suštinskog menjanja svojinske strukture firme-napadača. Kreatori „otrovnih pilula“ nisu želeli da ova strategija odbrane bude direktno povezana sa emisijom preferencijalnih akcija. Zato su menadžeri i investicioni bankari razvili verzije „pilula“ koje su davale akcionarima pravo da kupuju akcije firme koja vrši preuzimanje.

„Otrovne pilule“ se smatraju vrlo efikasnim sredstvom za odvratanje pokušaja neprijateljskog preuzimanja iz dva razloga. Prvo, „pilule“ mogu biti jeftino i brzo primenjene od strane uprave ciljne firme ako firma koja neprijateljski stiče nije pokrenula proces preuzimanja. Ova karakteristika uslovljava potencijalnog sticatelja da pregovara direktno sa upravnim odborom ciljnog preduzeća. Drugo, ako je visok nivo finansijskog leveridža ciljnog preduzeća ova strategija čini neprijateljska sticanja preterano skupim u većini slučajeva. Kao prepreka pokušajima neprijateljskog preuzimanja, „otrovna pilula“ nema premca osim podele akcijskog kapitala u dve klase akcija i direktnog većinskog vlasništva akcija od strane aktuelnog rukovodstva.

Emitovanje prava u cilju snižavanja vrednosti ciljnog preduzeća u očima potencijalnog sticatelja uveo je Martin Lipton, poznati pravni stručnjak za proces preuzimanja preduzeća, primenivši ovu strategiju 1982. godine u odbrani „El paso elektric“ protiv „General amerikan oil“, kao i kasnije 1983. godine u nadmetanju preduzeća „Brown Foreman“ i „Lenoh“. U procesu odbrane od neprijateljskog preuzimanja preduzeće „Lenoh“ koristilo je u odbrani od preduzeća „Brown Foreman“ emisiju prioritetnih akcija. Iako je ova strategija mogla da zaustavi neprijateljskog sticatelja došlo je do njenog usavršavanja, zbog određenih nedostataka. Prvo, emitovane akcije mogle su biti otkupljene tek nakon određenog perioda (najčešće je taj period deset godina). Ovakav postupak imao je negativan efekat na bilans kompanije, jer su prioritetne akcije emitovane prilikom primene ove strategije povećavale fiksne finansijske rashode preduzeća (fiksna preferencijalna dividenda), uvećavajući na taj način i faktor rizika za ulaganje potencijalnih investitora.

„Flip-over“ i „flip-in“ su dva osnovna tipa ove strategije odbrane. „Flip-over“ plan daje pravo akcionarima, da u slučaju pretnje od neprijateljskog preuzimanja, kupe obične akcije sticateljskog preduzeća sa pravom glasa uz popust koji iznosi i do 50% tekuće tržišne cena akcija. Pretnja od neprijateljskog preuzimanja signalizirana je učinjenom javnom ponudom od strane potencijalnog sticatelja, ili već steknutim vlasništvom od strane individua ili drugih kompanija. Zbog slabe efektivnosti ove strategije, ona je unapređena i kreiran je „flip-in“ plan gutanja „otrovne pilule“. Za razliku od „flip-over“ plana koji daje pravo kupovine akcija preduzeća-sticatelja, „flip-in“ plan podrazumeva opciju kupovine običnih akcija ciljnog preduzeća uz značajan popust. Na taj način se, u slučaju pretnje od preuzimanja preduzeća, „razvodnjava“ vlasništvo nad ciljnim preduzećem, što čini preuzimanje preduzeća veoma skupim (Petrović i Denčić-Mihajlov, 2007).

„Flip over“ plan daje u formi opcije kupovine ili kol opcije (call option), mogućnost akcionarima da kupuju određenu količinu akcija po određenoj ceni u okviru određenog perioda. Prava se raspodeljuju akcionarima kao dividende, a mogu biti realizovana ukoliko sticateljska kompanija kupi 20% ukupnih akcija ciljnog

preduzeća na otvorenom tržištu pre zvanične objave namere o preuzimanju, ili ukoliko sticateljsko preduzeće uputi direktnu ponudu za kupovinu 30% akcija ciljnog preduzeća.

„Flip-over“ plan izgledao je kao najbolja moguća odbrana sve dok nije efektno prevaziđen preuzimanjem Crovna Zellerbach Korporation od strane anglo-francuskog finansijera ser Džejmsa Goldsmita. „Flip-over“ plan je neefikasan u slučaju kada se vrši transfer kontrole nad preduzećem u procentu manjem od 100% akcija, tj. efikasan je samo ukoliko sticatelj kupi 100% akcija ciljnog preduzeća. Kako bi imali neograničen pristup kontroli upravljanja nad resursima ciljnog preduzeća, najveći broj preduzeća sticatelja otkupljuje 100% akcija ciljnog preduzeća.

„Flip-in“ plan se odnosi na odbranu u slučajevima kada sticatelji nemaju nameru da kupe 100% akcija ciljnog preduzeća. Preduzeće-sticatelj može da izbegne udar jedne „pilule“, jednostavno ne kupujući sve akcije na tržištu. „Flip-in“ plan se razlikuje od „flip-over“ plana zato što on omogućuje nosiocima prava da kupe akcije u ciljnog preduzeću, za razliku od „flip-over“ prava koja daju mogućnost nosiocima prava da kupuju akcije sticatelja. Prevashodni cilj „flip-in“ prava je da izvrše „razvodnjavanje“ vlasništva nad ciljnim preduzećem, ne uzimajući u obzir uspeh neprijateljske ponude. Ciljno preduzeće je u mogućnosti da se odbrani ovakvim mehanizmom u borbi sa neprijateljskim sticateljima, čak i u slučaju kada oni nisu otkupili većinski udeo koji bi značio transfer kontrole upravljanja nad preduzećem. Kontrolu nad resursima preduzeća može da omogući i vlasništvo manje od 51% akcija. Ovo se naročito odnosi na ona preduzeća koja su u vlasništvu velikog broja akcionara sa malim procentom akcija u vlasništvu. Postojanje „flip-in“ plana čini ovakve pokušaje preuzimanja kontrole vrlo skupim.

„Flip-over“ plan takođe može da sadrži „flip-in“ odredbe, kombinujući time prednosti „flip-over“ plana koji se koristi za neprijateljsko sticanje 100% akcija, sa „flip-in“ planom primenjivim kod sticanja kontrole nad ciljnim preduzećem sa manje od 100% ukupnih akcija. „Flip-in“ plan daje akcionarima pravo kupovine hartije od vrednosti koje imaju cenu znatno iznad aktuelne tržišne cene. Pre pokrenutog procesa otkupa akcija, akcionari nemaju nameru da upotrebe svoja prava. Period od 10 dana od datuma pokretanja do datuma automatski novog izdavanja akcija je od suštinskog značaja za menadžment preduzeća koje se preuzima da uspostavi uporište za pregovaranje. Ipak, ako menadžeri smatraju da je sticatelj neprijateljski nastrojen i da nastoji da iscrpi kapital (finansijski i ljudski) koji čini bazu ciljnog preduzeća, oni mogu dozvoliti novu emisiju i dozvoliti svim akcionarima da upotrebe svoja prava. Automatski nova emisija akcija ciljnog preduzeća smanjuje vrednost akcija koju sticatelj drži i uslovljava kupovinu dodatnih akcija.

Emitovanje običnih akcija u cilju smanjenja vrednosti preduzeća može povećati nivo finansijskog leveridža u trenutku napada sticateljske kompanije. Da li će do toga doći ili ne zavisi upravo od leveridža sa kojim posluje ciljna kompanija i od njenog kapaciteta zaduživanja. Ukoliko ciljna kompanija ima visok iznos neizvršenih obaveza prema kreditorima, rezultat emitovanja akcija može biti i povećan nivo finansijskog leveridža, bez obzira što odbrana nije finansirana uzimanjem kredita.

Jedna od najznačajnih prednosti strategije emitovanja prava odnosi se na visinu inicijalnog troška ove transakcije, koji se sastoji samo od troškova štampanja i distribucije prava vlasnicima ciljnog preduzeća. Posmatrajući dakle finansiranje ovakve vrste odbrane, inicijalni investicioni izdatak je u poređenju sa drugim vidovima strategija odbrana relativno nizak. Iako gledajući dugoročno, ciljno preduzeće ima obavezu plaćanja dividendi novopridošlim običnim akcionarima, sama činjenica da je inicijalni trošak neznatan mnogo puta je presudna pri izboru ove strategije odbrane. Sa tačke gledišta vlasnika akcija ciljnog preduzeća, potreba primene strategije odbrane emitovanjem prava će se javiti kada ciljna kompanija već posluje sa visokim nivoom finansijskog leveridža. U takvim situacijama, dodatno zaduživanje radi odbrane od neprijateljskog sticatelja je nemoguće, pa se ciljno preduzeće okreće skupljoj, ali dostupnijoj strategiji odbrane (Petrović, Denčić-Mihajlov, 2007).

Ryngaert (1986) prikazuje iscrpnu kolekciju od 380 „otrovnih pilula“ usvojenih od 1982. do 1986. godine u SAD-a. Preko 80 % od njih je bilo usvojeno nakon odluke u slučaju Household. Ryngaert deli svoj uzorak na diskriminatorne „pilule“ (najrestriktivnije) i „flip-over pilule“ (manje restriktivne). Takođe, uzima u obzir da se često špekuliše oko najave preuzimanja firmi i da to unosi nedoumicu kod usvajanja „pilula“. Efekat cene akcija u 283 slučaja gde nije bilo događaja koji unose nedoumicu je statistički značajan (0,34 %). Ako se fokusiramo na 57 slučajeva koji su bili predmet špekulacija za preuzimanje, prosečan gubitak je 1,51 %, što je takođe statistički značajno. Ove rezultate podržavaju rezultati istraživanja Malatesta i Walklinga (1985). Diskriminatorne „pilule“ imaju više štetnih efekata na imovinu akcionara nego što imaju „flip-over pilule“.

Ryngaert ističe da su menadžeri koji su usvojili „pilulu“ posedovali iznenađujuće nisko učešće u akcijama njihove firme (oko 3,0 %). Ova činjenica, zajedno sa podatkom o visokom institucionalnim vlasništvom, sugeriraju da bi mnoge od ovih firmi imale teškoće da dobiju odobrenje akcionara za primenu strategija odbrane, ako bi se ono tražilo. Ryngaert takođe ispituje efekte cena akcija proizašle iz važnih sudskih odluka u zakonskim borbama gde su bile uključene odbrane „pilulom“ tokom 1983 – 1986. godine. On pokazuje da 15 od 18 odluka za usvajanje „otrovnih pilula“ ima negativne efekte na cene akcije ciljne firme. Ovaj podatak je neusklađen sa teorijom da odbrane „pilulom“ povećavaju imovinu akcionara tako što ojačavaju poziciju uprave u pregovorima o kupoprodaji preduzeća. Mada ovi gubici nisu veliki kad se radi o procentima, ovi empirijski testovi sugeriraju da su „otrovne pilule“ štetne za akcionare ciljne firme¹.

Osnovni oblici strategija smanjenja vrednosti preduzeća emitovanjem prava

Možemo razlikovati nekoliko varijanata „otrovnih pilula“ kao što su:

- ugovori koji daju vlasnicima obveznica pravo da u slučaju promene kontrole, obveznicu podnesu na naplatu ciljnom preduzeću po ceni od 100% do 101% od naznačene vrednosti, poznatiji kao „otrovni podnesci obveznica“ (poison puts);
- planovi kupovine akcija vezani za proviziju;
- planovi za glasanje;
- odredbe o naknadnim pravima.

Ugovori koji daju vlasnicima obveznica pravo da u slučaju promene kontrole, obveznicu podnesu na naplatu ciljnom preduzeću po ceni od 100% do 101% od naznačene vrednosti na njoj, pružaju vlasnicima obveznica mogućnost da se zaštite od rizika koji promena kontrole može imati na obveznice ciljnog preduzeća. Novom vlasniku preduzeća se na ovaj način takođe postavlja potencijalno veliki gotovinski zahtev, čime se povećavaju troškovi preuzimanja preduzeća. Aktivnosti preuzimanja preduzeća generalno imaju negativan uticaj na bogatstvo vlasnika obveznica, posebno kada je preuzimanje preduzeća praćeno značajnim porastom leveridža. Propisi o „otrovnim podnescima“ počeli su da budu sastavni deo ugovora o emisiji obveznica počev od 1986. godine. Cook i Easterwood (1994) analizirali su ekonomsku ulogu obveznica sa „otrovnim podneskom“. „Otrovni podnesci“ se uključuju u korporativni dug iz tri moguća razloga. Prvo, prema hipotezi „ukopavanja“² (*entrenchment hypothesis*) „otrovni podnesci“ čine preduzeće manje privlačnom metom neprijateljskom sticatelju. Drugo, hipoteza zaštite vlasnika obveznica smatra da „otrovni podnesci“ štite vlasnike obveznica od transfera imovine povezanih sa preuzimanjima preduzeća dugovima i leveridž rekapitalizacijom. Ako „otrovni podnesci“ imaju ovaj cilj, njihova upotreba ne bi smanjila verovatnoću svih preuzimanja, već samo onih koji uključuju transfere imovine od vlasnika obveznica na akcionare. Uticaj na prinos od akcija je dvostruk. Preuzimanja koja su motivisana prvenstveno transferom imovine sprečena su, što ima negativan uticaj na prinose akcionara. Dug sa ugovorima za slučaj rizika pribavlja se po nižoj kamati od nezaštićenog duga. Ako prinos po osnovu kamate bude viši od prinosa po osnovu transfera imovine, onda u tom slučaju ne bi negativna reakcija cena akcija na prodaju zaštićenog duga.

Hipoteza o zaštiti vlasnika obveznica je testirana na dva načina. Jedan posmatra promene prinosa na dan ponude za uzorak zaštićenih i nezaštićenih obveznica. Dve empirijske studije sugeriraju da uključivanje zaštite od rizika smanjuje tražene prinose na zaštićene obveznice za 25 do 50 osnovnih poena, a treća studija nije našla neke efekte. Druga vrsta testa analizira transfere imovine od vlasnika obveznica u LBO (Weston, 2004). Studija Marais, Schipper i Smith (1989) nije našla dokaze o gubitku vlasnika obveznica. Druga,

¹ Ponekad je pritisak akcionara dovoljan razlog da kompanija eliminiše „otrovnju pilulu“ iz plana odbrane od preuzimanja kontrole upravljanja. Kao što je bio slučaj sa kompanijom „Philip Morris“ koja je dala pravo akcionarima da kupuju dodatne akcije „Philip Morris“, po povoljnijoj ceni, u slučaju da neprijateljski sticatelj kupi više od 10 % ukupnih akcija preduzeća. Pritisak protiv „otrovnih pilula“ vršio je Counsel for International Brotherhood of Teamster, koji je predstavljao 100 penzionih fondova. Takođe, International Brotherhood of Teamsters, koji je posedovao akcije „Philip Morris“, opisuje „otrovne pilule“ kao nepodesne i nepotrebne.

² Hipoteza „ukopavanja“ ukazuje da je cilj odbrane od preuzimanja preduzeća zaštita menadžmenta od dejstva snaga sa tržišta korporativne kontrole, što će omogućiti da u budućnosti ostvaruju opipljive materijalne koristi na račun akcionara.

Warga i Welch (1993) studija je došla do podataka o niskim gubicima. Ostale studije su pokazale da od ugovorene zaštite zavisi da li će vlasnici obveznica ostvariti prinos ili ne.

Treća hipoteza je hipoteza o zajedničkom interesu, po kojoj menadžeri preduzeća i vlasnici obveznica nastoje da spreče neprijateljska preuzimanja finansirana dugom. Menadžeri nastoje da zaštite svoje kontrolne položaje, dok vlasnici obveznica nastoje da izbegnu gubitke zbog pogoršanja kreditnog rejtinga preduzeća. Po ovoj hipotezi, reakcija cena akcija bi bila negativna, dok bi efekti na cenu postojećeg duga bili pozitivni. Imovinski efekti za dug i kapital koji ne donose fiksnu kamatu bili bi u negativnoj korelaciji, jer bi više „zaštitnih podnesaka“ dovelo do pozitivne reakcije na postojeći dug i negativne reakcije cene akcija.

Plan kupovine akcija u vezi sa provizijom poznat je i kao plan ostvarivanja prava kupovine. Realizovan je po prvi put 1984. godine, i podrazumeva da akcionari ostvaruju pravo na dividendu što im omogućava da ovo pravo zamene zajedno sa akcijama za gotovinu, ili prioritetne hartije od vrednosti koje su jednake po vrednosti, po posebnoj ceni i uz proviziju koju određuje upravni odbor emitenta. Realizacija prava može biti izvršena nakon što preduzeće sticatelj kupi određeni procenat akcija ciljnog preduzeća. Ukupna cena kojoj je dodata i provizija, viša je od tržišne, tako da ovi planovi utvrđuju minimalnu cenu za preuzimanje.

Ograničavanje efikasnosti dvostepenih ponuda prevashodni je cilj planova kupovine akcija vezanih za proviziju. Zapravo, sam termin odnosi se na krajnju cenu dvostepenih ponuda. Planovi mogu da dovedu upravni odbor u naizgled konfliktnu situaciju, odnosno, da treba da odredi cenu za kompaniju, iako je odbor zauzeo stav da kompanija nije na prodaju.

Planovi za glasanje prvi put su uvedeni 1985. godine, s ciljem da spreče preuzimanje kontrole glasanja u kompaniji od strane spoljnog entiteta. Ovi planovi podrazumevaju da kompanija isplati dividendu na prioritetne akcije. Vlasnici prioritetnih akcija u slučaju da neki spoljni entitet pribavi veći udeo akcija kompanije postaju i nosioci superglasačkih prava. Emitovanje prioritetnih akcija sa ovakvim pravima treba da spreči akcionara koji poseduje veći stok akcija da se nađe u ulozi neprijateljskog sticatelja, s ciljem preuzimanja kontrole glasanja u ciljnoj kompaniji. Zakonitost ovih planova uspešno je osporavana na sudu. Shodno tome, ovi planovi nisu često korišćeni u praksi.

Odredba o naknadnim pravima može se npr. odnositi na odluku o ukidanju „otrovne pilule“ koju donosi upravni odbor ciljnog preduzeća. Preduzeća sticatelji mogu da pokušaju da iskoriste ovakav tok događaja za upućivanje nove direktne ponude. Ukoliko je ponuđena premija viša, viši je pritisak na upravni odbor da ukloni „odbrambenu pilulu“. Odredbe o naknadnim pravima daju pravo članovima koji su bili u upravnom odboru ciljnog preduzeća pre preuzimanja, da primene „otrovnu pilulu“. Čak i u slučaju da ovi članovi ne budu u upravnom odboru, oni zadržavaju pravo glasa u situacijama preispitivanja usvojenih „otrovnih pilula“. Ova vrsta „pilule“ ne može se ukinuti.

Teorijska i empirijska istraživanja efekata emitovanja prava

Menadžeri su nesavršeni agenti angažovani od strane akcionara da obezbede maksimizaciju bogatstva akcionara. Menadžeri ipak imaju namere da eksploatišu bogatstvo akcionara zbog svoje lične koristi u obliku viška naknade, bonusa i težnje sa poslovnom sigurnošću. Hipoteza o pozicioniranju menadžmenta sugerise da menadžment ciljnog preduzeća usvaja „otrovne pilule“ da zastraši sticatelje i da smanji vrednost firme koja je predmet preuzimanja. Menadžeri ciljnog preduzeća usvajaju strategiju odbrane popularno nazvanu „otrovne pilule“ kako bi učinili svoje preduzeće manje atraktivnim putem povećanja troškova kupovine preduzeća. Uz to, „otrovne pilule“ povećavaju rizik cene iz ponude, što potencijalna preduzeća sticatelje uslovljava da se povuku iz procesa preuzimanja. Hipoteza o interesima akcionara sugerise da se bogatstvo akcionara ciljnog preduzeća povećava nakon izdavanja „otrovnih pilula“ zato što je menadžment ciljnog preduzeća selektivniji u izboru sticateljskog preduzeća. Ukoliko se prve ponude pretpostave kao najmanje povoljne, onda će svi akcionari imati koristi ukoliko menadžment spreči preuzimanje preduzeća. Kada se prikupi više atraktivnih ponuda bilo od prvog sticatelja ili drugih firmi sticatelja, menadžment može izabrati preduzeće koje daje optimalnu ponudu. Prema tome, „otrovne pilule“ mogu povećati pregovaračku moć i bogatstvo akcionara jer daju mogućnost izbora menadžerima da prihvate samo najviše ponude za akcije preduzeća.

Istraživanja „otrovnih pilula“ generalno se mogu podeliti u tri kategorije. Jedan pravac se fokusira na efekte koje prihvatanje „pilula“ ima na bogatstvo akcionara dajući pritom jedinstven zaključak. Rynagaert (1988),

Malatesta i Walkling (1988) pokazuju da originalne „otrovne pilule“ smanjuju vrednost firme. Datta i Iskandar Datta (1996) su uključili „pilule“ prihvaćene tokom 1989 i nisu našli podatke o značajnim natprosečnim prinosima za akcionare. Comment i Schwert (1995) su istraživali primere preduzeća koja su usvojila „pilule“ tokom 1991. godine i zaključili da su preduzeća sa čijim se preuzimanjem špekulisalo ostvarila značajne negativne natprosečne rezultate. Druga istraživanja su bila u mogućnosti da prave razliku između korisnih i nekorisnih „pilula“. Loh (1992) pokazuje da korporativni rukovodioci signaliziraju tržištu kapitala kada su „pilule“ usvojene od strane ciljnog preduzeća sa ciljem da spreče preuzimanje ili kada se koriste da obezbede više ponude tokom pregovora o preuzimanju. Brickely, Coles i Terry (1994) obezbedili su dokaz da upravni odbor određuje efekte bogatstva akcionara.

Upravni odbor sa većinom eksternih članova ima pozitivne tržišne reakcije dok upravni odbor sa većinom internih članova ima negativne reakcije. Konačno, Johnson i Meade (1996) ukazuju na beznačajne natprosečne rezultate firmi sticatelja, ali oni otkrivaju značajne razlike između preduzeća koje koriste „otrovne pilule“ kao prve strategije zaštite od preuzimanja i preduzeća koja su već imala neke zaštitne mere u trenutku usvajanja „pilula“. Kako „otrovne pilule“ mogu biti prihvaćene bez pristanka akcionara, neki menadžeri su zahtevali da ih otklone glasanjem na godišnjem sastanku upravnog odbora.

Predlog akcionara za otklanjanje „otrovnih pilula“ postao je izuzetno prisutan problem istraživanja u literaturi u poslednjoj dekadi prošloga veka. Bizjak i Marquette (1998) pokazuju da revizija „otrovnih pilula“ stvara pozitivne rezultate i obezbeđuje naknadni dokaz da tržišta imaju sposobnost da razlikuju različite tipove ovih „pilula“. Drugi pravac istraživanja se fokusirao na sposobnost „otrovnih pilula“ da zastraše napore sticateljskog preduzeća. Baghat i Jefferis (1993) ocenjivali su firme koje su mete preuzimanja, a koje su koristile različite strategije odbrane i pronašli da postojanje ovih odbrambenih mehanizama ne utiče na broj preuzimačkih napada. Comment i Schwert (1995) su pokazali da „otrovne pilule“ mogu povećati pregovaračku moć ciljne kompanije, ali da one imaju male efekte u sprečavanju preuzimanja. Ambrose i Megginson (1992) nisu uspeali da obezbede dokaz da „otrovne pilule“ zatrašuju preuzimače. Poslednje istraživanje se usredsredilo na finansijske rezultate firme koja je usvojila „otrovne pilule“. Bojanic i Officer (1994) su poredile preduzeća koja su najavila „otrovne pilule“ sa preduzećima u istoj industriji i pronašle da firme sa „otrovnim pilulama“ mogu da budu značajno profitabilnije u odnosu na prosek industrije. U suprotnosti sa tim, Datta i Iskandar Datta (1996) pokazuju da su preduzeća sa „otrovnim pilulama“ manje profitabilna nego ostala. Nesklad između ove dve studije je najverovatnije rezultat različitih načina obračuna profitabilnosti.

U ekonomskoj literaturi se razmatra i opravdanost „otrovnih pilula“, pri čemu se pojedina tumačenja fokusiraju na legalne argumente o opravdanosti mera emitovanja prava i argumente o njihovoj poželjnosti. Po Gordonu (1997), odluka koja sadrži „otrovnju pilulu“, bi trebalo bi da ima destruktivan uticaj na tržištu korporativne kontrole. Lese (1998) je takođe dokazao da ove mere nemaju legitimnu svrhu. S druge strane, postojala su stanovišta koje je podržao i Rodman (1999) koji je dokazao da „otrovne pilule“ ne štete javnom interesu i da mogu doneti koristi investitorima. Značajni argumenti rasprave o „otrovnim pilulama“ su produžetak debate o odbranama od preuzimanja generalno. Po jednom mišljenju strategije odbrana od preuzimanja imaju za cilj da zaštite pozicije menadžera na račun vlasnika. Tipična rasprava je da je pogrešno dozvoliti direktorima da ograničavaju izbore budućih direktora. S druge strane, odluke donete sada uvek promene izvodljivost seta ciljeva u budućnosti.

Zajednička karakteristika „otrovnih pilula“ je sposobnost upravnog odbora da ih odbaci. Ovo daje fleksibilnost upravnom odboru u pregovorima sa sticateljskim preduzećem. Neprijateljski sticatelj može ostvariti značajan pritisak na upravni odbor da prihvati premiju³ u gotovini pod uslovom da njome izvrši otkup „otrovne pilule“. Upravni odbor teško može naći načina da odbije otkup, ukoliko je ponuda sticatelja izuzetno dobra. Emitovanje prava ojačava poziciju upravnog odbora obezbeđujući mu mogućnost otkupa ili izmene „pilule“ samo ukoliko nakon preuzimanja preduzeća sticateljska kompanija ne izvrši izmene u upravnom odboru. Emitovanje prava može sprečiti sticatelja u ostvarivanju kontrole u upravnom odboru ciljnog preduzeća, koji može poništiti „pilulu“.

³ Premija preuzimanja se može definisati kao razlika između cene pojedinačne akcije i cene iste akcije kada ona čini 51% vlasništva ciljnog preduzeća, čijim posedovanjem sticatelj stiče kontrolu nad ciljnim preduzećem (Dencić-Mihajlov, 2005).

Zaključak

Razvoj tržišta korporativne kontrole kao svojevrsnog samoregulirajućeg mehanizma, na kome se alternativni timovi menadžera takmiče za pravo upravljanja korporativnim resursima, redefinisao je tradicionalni odnos između akcionara, menadžera i ostalih stejkholdera. Oportunističko i neefikasno ponašanje menadžmenta se zahvaljujući delovanju tržišta korporativne kontrole, sada može prevazići preuzimanjem preduzeća. Što je jaz između stvarnih i potencijalnih rezultata preduzeća veći, to će sticatelji upućivati utoliko jače pretnje, a što je pretnja sticateljskog preduzeća ozbiljnija menadžeri će se više truditi da maksimiziraju vrednost preduzeća, jer preuzimanje može rezultirati njihovom smenom. Kako bi se zaštitili od smene, menadžeri mogu sprovesti određene radnje koje onemogućavaju alternativnom timu menadžmenta da izvrši preuzimanje preduzeća. Upotrebom defanzivnih strategija finansijskog restrukturiranja menadžment obezbeđuje zaštitu od uticaja tržišta korporativne kontrole. Takođe, može koristiti i druge strategije odbrane kao što su izmene u statutu preduzeća, emitovanje prava, sklapanje sporazuma sa potencijalnim kupcem o „zamrzavanju“ vlasništva u ciljnom preduzeću, vođenje sudskih sporova i sl.

Sa stanovišta ciljnog preduzeća primena strategije emitovanja prava omogućava „razvodnjavanje“ vlasništva nad ciljnim preduzećem, što čini preuzimanje preduzeća veoma skupim. Ako menadžeri smatraju da je sticatelj neprijateljski nastrojen i da nastoji da iscrpi kapital i ljudsku aktivu koja čini bazu ciljnog preduzeća, oni mogu izvršiti novu emisiju akcija i dozvoliti svim akcionarima da kupe akcije po povoljnijim uslovima u odnosu na sticatelja. Automatski nova emisija akcija ciljnog preduzeća smanjuje vrednost akcija koju sticatelj drži i primorava ga na kupovinu dodatnih akcija. Ako u analizu uvedemo i odredbu koja često prati strategiju emitovanja prava, da postojeći članovi upravnog odbora zadržavaju pravo glasa prilikom preispitivanja usvojenih „otrovnih pilula“ nakon neprijateljskog preuzimanja, zaključujemo da je efekat ove strategije izuzetan.

Literatura

- [1] Ambrose, B. W., Megginson W.L., (1992) “The role of asset structure, ownership structure, and takeover defences in determining acquisition likelihood”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27: 575-589
- [2] Brickley, James A., Jeffrey L., (1994): “Outside directors and the adoption of poison pills”, *Journal of Financial Economics* 371-390
- [3] Bojanic S. L., Officer D., (1994) “Corporate takeover barriers: Valuation and firm performance”, *Journal of Business Finance and Accounting* 21: 589-601
- [4] Bizjak, J. M., Marquette, C.J., (1998), “Are shareholders all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33: 499-521
- [5] Bhagat, S., Jefferis R., (1993), *Is defensive activity effective?* Working paper. University of Colorado, Boulder, CO
- [6] Coates V, John C., (2000), “Takeover Defences in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence”, *Texas Law Review*, 79, 271-382
- [7] Comment, R., Schwert W., (1995), “Poison of placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, *Journal of Financial Economics* 39, 3-12
- [8] Cook, D.O. and Easterwood, J.C., (1994), “Poison put bonds: An analysis of their economic role,” *Journal of Finance* 44(5), 1905-1920
- [9] Datta, S., Iskandar-Datta M., (1996), “Takeover defenses and wealth effects on securityholders: The case of poison pill adoptions”. *Journal of Banking and Finance* 20: 1231-1250
- [10] Denčić-Mihajlov K., (2005), *Kontrolna premija kao ključni element ponude za preuzimanje akcija*, zbornik radova sa savetovanja „Ekonomika politika u 2006.godini“ održanom u organizaciji Ekonomskog fakulteta u Beogradu i Naučnog društva ekonomista, str. 417-426

- [11] Denčić-Mihajlov K., (2005), *Sticanje vlasništva nad preduzećem javnom ponudom za otkup akcija*, Zbornik radova sa XXXVI simpozijuma „Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja – stanje i perspektive“, održanog na Zlatiboru maja 2005.god., str. 276-291
- [12] Gordon, J., (1997), “Just say never?:”, *Poison pills, deadhead pills, and shareholder-adopted bylaws: An essay for Warren buffet*. *Cardozzo Law Review* 19, 511-525
- [13] Johnson, D., Meade N., (1996) “Shareholder wealth effects of poison pills in the presence of anti-takeover amendments”, *Journal of Applied business Research* 12:10-12
- [14] Loh, C., (1992) “Poison pills securities: Shareholder wealth and insider trading”, *Financial Review* 27: 241-257
- [15] Lese, S., (1998) “Preventing control from the grave: A proposal for judicial treatment of dead hand provisions in poison pills”. *Columbia Law Review* 96, 2175-2185
- [16] Marais, L., Schipper, K., and Smith, A., (1989) “Wealth effects of going private for senior securities”. *Journal of Financial Economics* 23, 155-191
- [17] Malatesa P., Walking R., (1988) “Poison pills securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 20,349-375
- [18] Petrović E, Denčić-Mihajlov K., (2007) *Poslovne finansije - dugoročni aspekt finansijskih ulaganja*, Niš, Ekonomski fakultet, 275-300
- [19] Rodman, H., (1999) “Death toll for the dead hand?: The survivability of the dead hand provision in corporate America”. *Emory Law Journal* 48, 991-999
- [20] Ryngaert, M., (1988) “The effect of poison pills Securities on Stockholders Wealth”, *Journal of Financial Economics* 20, 377-417
- [21] Warga, A., Welch I., (2003) “Bondholder Loses in Leveraged Buyouts“, *Review of Financial Studies*, Vol.6, No.4.
- [22] Weston, J.F., Mitchell, M.L., Mulherin, J.H., (2004) “Takeovers, restructuring, and corporate governance”, 4th edition, Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall