АКВИЗИЦИЈА КАО НАЧИН ОСТВАРИВАЊА СТРАТЕГИЈСКИХ ЦИЉЕВА – ОСВРТ НА УЛОГУ МОДЕЛА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У ПРОЦЕСИМА РЕСТРУКТУРИРАЊА

ACQUISITION AS A WAY TO ACHIEVE STRATEGIC GOALS - A REVIEW OF THE ROLE OF CORPORATE GOVERNANCE MODELS IN RESTRUCTURING PROCESSES

Маријана Родић¹

Слободан Марић²

Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици,
Суботица, Република Србија

Сажетак: Променљиви тржишни услови значајно утичу на пословање и остваривање глобалне конкурентске предности. Компаније као одговор на промене предузимају кораке који воде ка прилагођавању новонасталој ситуацији и најчешће прибегавају стратегији реструктурирања, као механизму за превазилажење изазова. Предузећа која су адекватно конституисана могу обезбедити опстанак на турбулентном пословном тржишту. Квалитетно корпоративно управљање је основ за правовремено иницирање реструктурирања. Предмет истраживања је утицај корпоративног управљања на реструктурирање, кроз примену стратегије аквизиције. Радом се кроз аналитички приступ и детаљан преглед литературе, има за циљ идентификовати модел пословног реструктурирања, као стратегије корпоративног управљања.

Кључне речи: Реструктурирање, мерџери, аквизиције, корпоративно управљање, перформанса

Abstract: Changing market conditions significantly affect business and achieve global competitive advantage. In response to changes, companies are taking steps to adapt to the new situation and most often resort to a restructuring strategy, as a mechanism for overcoming challenges. Companies that are adequately constituted can ensure survival in a turbulent business market. Good corporate governance is the basis for timely initiation of restructuring. The subject of research is the impact of corporate governance on restructuring, through the application of the acquisition strategy. Through an analytical approach and a detailed review of the literature, the aim of the paper is to identify the model of business restructuring, as a strategy of corporate governance.

Keywords: Restructuring, mergers, acquisitions, corporate governance, performance

1. УВОД

У условима константних и брзих промена предузећа морају бити адекватно структурирана како би дала прави одговор на изазове који долазе како из интерног, тако и из екстерног окружења. Само

¹ rodic.marijana@gmail.com

² slobodan.maric@ef.uns.ac.rs

спремна и флексибилна предузећа правовремено реагују на различите захтеве тражње, са једне стране и умеју да се изборе са јаком конкуренцијом, с друге стране. Пред менаџере поставља се задатак и изазов постизања и задржавања ефикасности пословања предузећа, која подразумева производну (продуктивност и економичност) и прометну ефикасност (рентабилност) (Гроздановић & Секулић, 2006). Предузећа у изазовним условима морају бити спремна на организациону транзицију и прилагођавање променама на свеобухватан начин по одговарајућој методологији. Неопходност пословног реструктурирања обухвата предузећа која имају потешкоћа у пословању (санација проблема), али и она која имају могућност напретка (прилагођавање организационе структуре развоју предузећа). Организационим реструктурирањем компанија има за циљ да се сведе на одговарајућу величину, побољша своје пословне процесе, ефикасно повеже ресурсе са активностима и створи адекватније услове за даљи развој (Zilka, 2010).

Модели корпоративног управљања остварују велики утицај на пословно реструктурирање. Англоамеричко корпоративно управљање (аутсајдерски модел управљања) је усмерено на екстерне механизме контроле који контролишу и остварују утицај на менаџере за покретање поступка реструктурирања. Континентално корпоративно управљање (инсајдерски модел управљања) је ефикасније у решавању проблема руковођења великим корпорацијама, специфично за земље у развоју и транзицији. Код овог модела је запажено да су мали утицаји екстерних механизма контроле, менаџмент тим је под активним мониторингом крупних акционара за правовремено предузимање процеса реструктурирања (Тодоровић, 2010). Квалитетно корпоративно управљање је основ за правовремено иницирање реструктурирања. Само адекватан систем формалних и неформалних односа свих заинтересованих страна може ефикасно одговорити на промене у окружењу.

Предмет истраживања је утицај корпоративног управљања на реструктурирање, кроз примену стратегије аквизиције. У раду се настоји идентификовати модел пословног реструктурирања, као стратегије корпоративног управљања.

2. ПРЕДУСЛОВИ ПОСЛОВНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА

Прегледом литературе уочене су различите дефиниције и тумачења процеса пословног реструктурирања. Приказом неких од њих ће се приближити сам процес и лакше извести закључци о условима и узроцима који доводе до самог поступка.

Реструктурирање подразумева мере које се односе на прилагођавање структуре и предузетничких активности променама тржишних околности, настављајући основну активност пословања (Luethy, 1988). Реструктурирање предузећа има за циљ унапређење ефикасности (производне и трошковне) и повећање вредности за акционаре (Станчић & Чупић, 2017; Bowman et al., 1999). Реструктурирање обухвата мере којима би се грешке из прошлости исправиле додатним ресурсима (Krystek & Moldenhauer, 2007). „Пословно реструктурирање предузећа подразумева процес изазивања дисконтинуелних и значајних промена структуре ангажованих средстава у предузећу (Тодоровић, 2010, стр. 85).“ „Организационо реструктурирање укључује промене у фундаменталним принципима организационог дизајна, на пример, прелаз од функционалних ка дивизионим принципима организовања (Girod & Whittington, 2017, стр. 1121)“. „Корпоративно реструктурирање укључује промене у оперативним, финансијским, организационим, управљачким структурама предузећа како би се извршила његова трансформација и остварила већа вредност за власнике (Савовић, 2018, стр. 100)“. Из претходног приказа уочавају се различита схватања узрока који иницирају процес реструктурирања, што је и очекивано с обзиром да постоје и различити модели истог процеса. Најчешћи модели реструктурирања су: *портфолио реструктурирање* које обухвата промене везане за обим и диверсификованост пословања, *финансијско реструктурирање* подразумева промене везане за структуру капитала и *организационо реструктурирање* које се везује за измене организационе структуре (Савовић, 2018, стр. 133-134; Станчић & Чупић, 2017, стр. 31; Bowman et. al., 1999; Gibbs, 1993).

Поступак реструктурирања најчешће се предузима у ситуацијама насталим под утицајем фактора интерне и екстерне природе. Када је реч о екстерним факторима најчешће се у излагањима поступак реструктурирања везује за економије у транзицији, с обзиром да се он јавља као редовна мера након приватизације предузећа (Ѓанков & Murrel, 2002), осим кад је реч о инсајдерској приватизацији (Станчић & Чупић, 2017, стр. 319). Код транзиционих привреда, реструктурирање је изазвано радикалним екстерним факторима попут промене окружења и дисконтинуитета, а у развијеним привредама истичу се појава рецесије и кризе гране (Singh et al., 2012). Процес реструктурирања покреће и глобализација тржишта, појачани ниво конкуренције, интензивни технолошки развој, утицај економског окружења, првенствено глобалне финансијске кризе на процесе реструктурирања (Chakrabarti et al.,

2011; Wan & Yiu, 2009; Yawson, 2009). Од посебног значаја је утицај тржишта капитала и мере економске политике (Moris & Brandon 1994, стр. 7). Динамичност промена у окружењу утиче да су предузећа приморана да предузму трансформацију свог пословања и на тај начин поврате водећу позицију, задрже тржишно учешће или обезбеде опстанак (Beer et al., 1990, стр. 1). Када су у питању интерни фактори, посебна пажња се посвећује грешкама изазваним начином управљања, неадекватном организационом структуром, лошим менаџментом у предузећу (Giacosa & Mazzoleni, 2012, стр. 1327-1328), конфликтом због мимоилажења интереса интерних стејкхолдера (Faccio & Lang, 2002), увођењем нових технологија и превазилажењем финансијских тешкоћа (Srivastava & Mushtaq, 2011, стр. 3). Измена структуре власништва, преузимање контроле над предузећем и редизајн организације могу бити покретачи процеса, нарочито мерџера и аквизиције (Weston, 1987, стр. 34-39). Процес се покреће и због жеље и потребе за растом, побољшањем финансијских перформанси пословања, повећањем вредности акција, повратком основној делатности предузећа, остваривањем флексибилности управљања (Bradowski, 1991, стр. 10-12). Аутори Kim и Park (2016) су испитали ефекте финансијских система на реструктурирање предузећа у 26 транзиционих економија од 1999. до 2005. године. Закључак истраживања је да реструктурирање доприноси побољшању перформанси предузећа и да постоји узрочно-последични однос између извора финансирања, реструктурирања и перформанси предузећа.

3. ПЕРФОРМАНСЕ И КВАЛИТЕТ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Ефикасност пословања или по савременој литератури *пословна перформанса* предузећа је најважнија компонента система економије предузећа. Појам перформансе је мултидимензионалан и има шире значење од ефективности и ефикасности предузећа (Домановић, 2010). Перформансе је могуће дефинисати у финансијском смислу (тржишна вредност, рентабилност), оперативном (ефикасност, ефективност, број аутпута, квалитет производа или услуге) и маркетиншком (задовољство купаца, број верних купаца) (Verweire & Berghe, 2004, стр. 6). Организационе перформансе се по појединим ауторима дефинишу као вредност коју организација ствара коришћењем продуктивне активе у поређењу са вредношћу коју власници очекују да ће од исте добити (Verweire & Berghe, 2004). Пословна перформанса се узима као најважнији

фактор за покретање процеса реструктурирања. Покретачи реструктурирања су и добре и лоше перформансе, али бројна истраживања предност дају ситуацијама када се предузеће бори са лошим пословним перформансама (Lin et al., 2006). Лошије перформансе предузећа дају већи простор за њихово унапређење, ситуацију у којој се са покретањем реструктурирања касни и малу вероватноћу за унапређење перформанси. Манифестације слабих пословних перформанси су ситуације када се упада у финансијске неприлике, новчани токови не покривају текуће обавезе предузећа (Тодоровић, 2010), пад квалитета производа, повећан број жалби потрошача, пад продаје, пробијање договорених рокова и слично (Vance, 2010). Све те ситуације су сигнал за проблем, који треба правовремено открити, предузети кораке за његово решавање и покренути поступак реструктурирања. Предузећа у ситуацији пада перформанси бирају различите стратегије реструктурирања за опоравак. Стратегије ће имати различите утицаје на заинтересоване интересне групе: акционаре, кредиторе и менаџере (Lai & Sudarsanam, 1997). У условима лоших перформанси, до којих је дошло због услова у грани, а не услед слабог корпоративног управљања, предузеће врши реструктурирање како би их побољшало. А у условима зреле гране, где тражња стагнира морају се предузети захтевна и озбиљна реструктурирања. У претходној ситуацији као покретачи реструктурирања нису само услови у грани већ и остале промене у окружењу (Markides & Singh, 1997).

Други, не мање значајан сегмент и одлучујући фактор за доношење одлуке о реструктурирању је *квалитет корпоративног управљања*. Борд директора, највиши ниво корпоративног управљања остварује значајан утицај на менаџере везано за одлуку о реструктурирању. Ефикасан борд захтева од менаџмента иницирање реструктурирања или ће сменили менаџере. А кад је борд неефикасан, постоји шанса да тржиште за корпоративну контролу (екстерни механизам контроле) преузме улогу супститута за систем корпоративног управљања слабог квалитета. Екстерни механизми контроле остварују јак утицај на ефикасност интерних контролних система да доведу у ред менаџере са лошим перформансама (Тодоровић, 2010). Реч је о присилном реструктурирању, а оно се најчешће везује за лоше пословне перформансе (Тодоровић, 2010). Менаџери у тим ситуацијама испред могућности и услова пословања стављају своју личну корист. Предузимају акције и задатке зарад раста предузећа изван реалне величине, иако ни услови а ни интереси акционара нису за раст и диверсификацију (Berger & Ofek, 1995). Стварају се услови за агенцијски конфликт и покретање

процеса реструктурирања. У прилог томе наводи се менаџерска охолост везано за диверсификацију у периоду шездесетих година двадесетог века. Диверсификација је била нов феномен, владала је пословна експанзија и еуфорија, а менаџери су захваљујући новим портфолио техникама сматрали да су довољно спремни и способни за управљање диверсификованим портфолиом послова. Верујући да ће раст привући нове таленте, иницирали су диверсификацију изван граница мудрог решења (Markides, 1995). Осим наведених непопуларних одлука, менаџери често предузимају кораке везане и за беспотребно и претерано задуживање кроз инвестирање у истраживање и развој, непрофитабилне инвестиције и слично. Погрешне пословне одлуке су често последица лошег функционисања интерних механизма корпоративног управљања (Markides & Singh, 1997). Важност квалитетног корпоративног управљања и константно унапређење интерне ефикасности поставља се као важан предуслов данашњег пословања. Због претходно реченог бројни аутори истичу да предузећа користе процес реструктурирања као одговор на те изазове (Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1991). Управо бројне корпоративне контроле, промене менаџера, притисак акционара, борда директора, промене у компензационом плану менаџера, финансијске невоље и слично су догађаји и разлози за реструктурирање (Denis, D. J. et al., 1997). Предузећа се реструктурирају и у условима доброг система корпоративног управљања. Такав менаџмент је способан да предузима комплексне и захтевне акције зарад побољшања позиције предузећа у будућности. Дисциплиновани су, спремни на промене, стимулирани и фокусирани на финансијске перформансе, не само на раст. Реч је о добровољном иницирању реструктурирања од стране топ менаџмента, а он је везан за добре перформансе (Тодоровић, 2010).

4. ПРОБЛЕМ ИЗБОРА СТРАТЕГИЈЕ И ТЕХНИКЕ ПОСЛОВНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА

Савремене промене у окружењу доводе предузећа у различите облике кризе и у ситуацију прилагођавања својих пословних активности и стратегија. Стратегијом предузећа се дефинишу правци, методи и инструменти који ће се примењивати зарад остваривања пословних циљева. Стратегија зависи од различитих фактора, попут величине предузећа, фазе у развоју, степена диверсификације делатности и степена децентрализације управљања предузећа. У складу са тим у литератури се појављују различити

приступи разврставању стратегија предузећа (Ђуричин и сар., 2015; Крстић, 2012; Тодоровић и сар., 1998), а у раду се посебна пажња поклања стратегији реструктурирања. Као најважнији облици реструктурирања наводе се портфолио, организационо и финансијско реструктурирање, а за сваки овај облик карактеристична је одређена стратегија (Bowman et al., 1999). Бројни су стратегијски правци којим предузеће реструктурира своје пословне активности. Стратегијски менаџери суочени са потребом озбиљног реструктурирања, планирају дугорочни програм стратегијских акција од ослобађања издвојених пословних јединица до реинжењеринга процеса рада у појединим подручјима и у условима организационог раста. То су кораци који доприносе развоју предузећа или експлоатацији конкурентске предности. Менаџери се често одлучују за *продају једне или више пословних јединица*, када не доносе очекиване пословне резултате и неуклапају се у дугорочне планове предузећа. Овај вид продаје назива се и ослобађање дела активе предузећа. Друга могућност за реструктурирање предузећа је *изолација једне пословне јединице*. Наредна опција реструктурирања предузећа је *стечај* настао услед пада нивоа резултата предузећа, које претходне опције реструктурирања или снижења трошкова, нису могле ублажити. Услед непостојања купца за пословну јединицу или немогућности за издвајањем пословне јединице, као једино решење истиче се поступак *ликвидације*, који потпуно затвара посао.

У пословној пракси постоје четири основне групе стратегија реструктурирања: *експанзија* (мерцери и аквизиције; „нежна понуда“ (*tender offer*); заједничка улагања; мере контракције делатности, дезинвестирања и редукције пословања), *продаја* (раздвајање (*spinof*) и продаја (*divestitures*)), *промена контроле над предузећем* (откуп акција уз премију (*greenmail*, *premium payback*) и *standstill agreement*) и *промена у структури власништва* (понуда размене (*exchange offers*); откуп акција (*share repurchase*); приватизација (*going private*) и *Leveraged buy-out (LBO)*) (Weston, 1987, стр. 32). Проблем избора стратегије реструктурирања најчешће се огледа у различитим утицајима техника реструктурирања на стејкхолдере. Акционари имају интерес да компанија буде профитабилна и на тој основи се креира вредност, сходно томе они су против стратегија које подразумевају смањење или изостанак дивиденди и емисију права или акција. Крупни акционари преферирају стратегије реструктурирања које обухватају редукцију трошкова, дезинвестирање средстава, смене топ менаџмента и додатно задуживање. Менаџери и запослени очекују сигурност радних места,

пријатну радну атмосферу и одговарајуће надокнаде за свој рад. Бирају технике попут аквизиције нових предузећа, емисије акција, а избегавају дезинвестирања и реструктурирање менаџмента. Повериоци ће тежити смањењу дивиденди, да би сачували готовину и смањењу акција, да би повећали солвентност и ликвидност. Избегаваће реструктурирање дугова, као и стратегије финансијског реструктурирања (Тодоровић, 2010). Реструктурирање предузећа се сматра кључним инструментом за унапређење ефикасности предузећа, стога се истиче значајна улога екстерних механизма у олакшавању реструктурирања (Kim & Park, 2016). Уколико и постоји отпор интерних интересних група против реструктурирања, дужници и власници капитала могу форсирати активности реструктурирања.

5. СТРАТЕГИЈСКА АЛТЕРНАТИВА АКВИЗИЦИЈЕ

У условима глобализације, конкурентног и турбулентног тржишта компаније теже да остваре стратегијске циљеве, задрже и прошире пословну доминацију. Најважнији стратегијски циљеви који се постављају пред организације јесу максимизирање вредности за стејкхолдере тј. власнике (Colley et al., 2001). За остварење циљева компаније примењују различите стартегије раста попут мерџера, тј. фузија, интеграције или припајања и аквизиције. Настанак мерџера и аквизиције (M&A) везује се за 19. век и чине примарне стратешке опције предузећа путем којих у динамичном окружењу осигуравају своју позицију (Faulkner et al., 2012). Период настанка поменутих стратегија везује се за тржиште САД-а, а у Европи први пут се значајније помињу од 1980. године. Прегледом расположиве литературе увиђа се неопходност разграничења појмова мерџера (mergers) и аквизиције (acquisitions). Мерџери настају спајањем предузећа сличних величина, креирајући један идентитет и реч је о добровољном спајању. Аквизиција подразумева потпуно преузимање једног предузећа од стране другог, специфична је за предузећа различите величине, може бити пријатељска и непријатељска. У пракси се ове две активности преплићу, термин мерџер служи за „прикривање“ суштине аквизиције, а то је преузимање и доминација једне стране (Teerikangas et al., 2012).

Анализом економске литературе закључује се да постоје различите школе и дефиниције аквизиције. У најширем смислу аквизиција предузећа значи свако стицање другог предузећа или значајног удела у власничком капиталу другог предузећа од стране тзв. аквизицијског предузећа (Bertoncel, 2006). Аквизиције су пословни подухвати који реорганизују компаније екстерним растом,

улагањем у пословне капацитете и активностима другог предузећа (Sever, 2017). Према другима, аквизиције истичу комплементарност два предузећа и сам процес учења (Morris, 1995). Према закону постоје два облика преузимања, а то су аквизиција акција (стиче контролни пакет акција компаније) и аквизиција средстава (куповина већег дела средстава компаније). За поступак аквизиције захтева се сагласност акционара, а предузеће које се преузима не мора престати да постоји, док то желе акционари (Марковић и сар., 2012). Приликом дефинисања аквизиције истиче се и организацијски аспект, као и значење преговарачког процеса у организацијама (Weston & Weaver, 2001). Феномен аквизиција се може истраживати са аспекта догађаја на тржишту капитала (Buckley & Ghauri, 2002). У литератури постоје и истраживања аквизицијског процеса и стварање вредности (Copeland et al., 2000). Феномен аквизиција се по другим стратегијским школама истражује према деловању на појединачна предузећа (Habeck et al., 2000). Школа организације и организацијског понашања се усмерила на утицај аквизиција на запослене, менаџере (Cameron & Quinn, 2011). Поједини аутори аквизицијама се баве са аспекта управљања процесима, са акцентом на фазу интеграције у функцији остваривања стратешких циљева (Harding, 2002).

Аквизицијски процес захтева промену организацијских вредности, климе и менаџерског стила, промену дотадашњег директора, чланова управе и руководиоца, што значи потпуно или делимично прилагођавање у односу на функционисање организације до тада (Ескић и сар., 2018). Успешна је она аквизиција која у постаквиизиционом периоду доводи до стварања веће вредности за власнике и до пораста перформанси нове пословне економске целине. Како би се остварили циљеви из стратегије раста и поткрепили мотиви аквизиције важно је да постоји заједнички потенцијал за стварања вредности, стратешко слагање и контекстуално слагање (Поповић и сар., 2010). То је један сложен процес и обухвата иницијалну, трансакцијску и фазу интеграције (Rezaee, 2001). Као специфичност процеса истиче се и неравномерно јављање или јављање у таласима, као последица нивоа економског развоја, развоја финансијског тржишта, расположивости средстава за њихово финансирање. Број аквизиција значајно расте у периоду економског раста, а смањује се у периодима економске рецесије. Менаџери се наводе као покретачи таласа M&A, зарад повећања своје личне користи предузимају аквизиције усмерене ка повећању величине предузећа и тиме покрећу таласе (Kolev et al., 2012).

Бројни су мотиви предузимања стратегије аквизиције. *Смањење трошкова* у пословима аквизиција је последица економије обима, економије вертикалних интеграција и економије ширине. *Маркетиншки добици* настају побољшањем маркетиншких перформанси, што за последицу има раст прихода и новчаног прилива. *Стратешке користи* се остварују повећањем флексибилности менаџмента (Orsag & Gulin, 1996). Аквизиција омогућава употребу нових технологија кроз интеграцију са предузећима из дигиталне технике, што води употреби одговарајућих компоненти, стварању врхунског система и порасту конкурентности у одређеном сегменту. Тржишна снага се повећава настанком постаквизиционе целине, што води повећању прихода кроз раст цена (Gaughan, 2004). Финансијски ефекти јављају се непосредно након аквизиције, утичу на смањење цене капитала нове пословне јединице, ризика од неликвидности, флукуације новчаног тока (сигнал инвеститорима да је компанија сигурнија за инвестирање, боља позиција на финансијском тржишту) (DePhampilis, 2011). Смањење пореског оптерећења може бити један од извора синергије. Употреба акумулираног пореског губитка стеченог предузећа може се искористити за смањење основице пореза на добит.

6. АНАЛИЗА ПРИМЕРА ПОСЛОВНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА НА БАЗИ СТРАТЕГИЈЕ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈЕ

Динамичне промене у окружењу утицале су на неопходност реструктурирања на све земље у транзицији, па и на Србију. Своју шансу за задржавање или проширење тржишне позиције компаније су виделе у стратегијама мерцера и аквизиције. M&A су у Србији највише користи су донеле аквизиторима (пораст тржишта и броја клијената) и самим клијентима (већи избор услуга). Негативна страна ових стратегија јесте смањење броја запослених. Најзначајнија аквизиција за Србију је куповина Мобтела од стране Теленора 2006. године за 1,53 милијарде евра. Друга значајна по величини помиње се куповина 66,45% државног удела у Дуванској индустрији Ниш за 518 милиона евра од стране Swiss Philip Morris International Inc. Затим 2008. година, када је FIAT Chrysler Automobiles (FCA) купио 67% удела Заставе Крагујевац и основана компанија Фиат Аутомобили Србија (Република Србија има 33% удела). Као значајније припајање наводи се куповина 51% акцијског капитала компаније НИС од стране руског Gazprom Neft 2009. године за 400 милиона евра. Након откупа акција од мањинских акционара,

повећао је свој удео у НИС-у на 56,15%. Као веће инвестиције истичу се улагање Heineken куповином три српске пиваре (Родић МБ, Апатинска и пивара Челарево) и компаније PepsiCo куповином Marbo Product (Институт за право и финансије (ИПФ), 2016). Када је у питању финансијски сектор, аквизиције су реализоване на тржишту осигурања и банкарском тржишту. Примери за осигурање: куповина Zepher осигурања од стране осигуравајуће куће Uniqa 2006. године и куповина Копаоник осигурање од словеначког Триглава. У банкарском сектору мерцери и аквизиције реализовали су се продајом државног удела у банкама страним инвеститорима, што је довело до смањења броја банака (пре процеса пословало 47 банака, данас послује 26) (Контић & Контић, 2009). Као највећа аквизиција истиче се куповина 90% акција Делта банке за 462 милиона евра од стране банке Intesa Sanpaolo 2005. године. Банка Интеза је 2006. године купила и 87,39% акционарског капитала Панонске банке за 130 милиона евра. Затим Национална банка Грчке је 2005. године преузела власништво над 99,44% акционарског капитала Војвођанске банке за 385 милиона евра, Алфа Банка је преузела Јубанку за 152 милиона евра, Ерсте Банка Новосадску банку за 73,2 милиона евра. Мађарска ОТП банка је 2006. године купила 89,39% акција Нишке банке (продата за 14,21 милион евра), а потом Кулску банку (за 118,6 милиона евра) и Цептер банку (32 милиона евра) (World Bank, 2008).

Постоје бројни примери аквизивција на тлу европског тржишта, као што је трговачки ланац у Шкотској William Low са седиштем у Дандију. Компанија је у 90. годинама 20. века заузимала око 6,6% шкотског тржишта малопродaje, а компаније Tesco и Sainsbery су имале око 7,1% и 4,9% тржишта. Недовољно тржишно учешће изазвало је „борбу“ уз стратегију M&A за освајање новог тржишта. Компанија Tesco је 1994. године дала понуду од 2,25 британских фунти по акцији компаније William Low (154 милиона фунти), а Sainsbery је одговорила понудом од 3,05 фунти (210 милиона). Подизањем понуде Tesco је за 257 милиона фунти купио компанију William Low (Ерић & Стошић, 2013).

У Табели 1 имамо пример успешне аквизиције између *Anheuser Busch InBev* и *SABMiller*, која је за циљ имала да обједини најбоље марке у класи, географске отиске и талент две компаније. Комбиновани ентитет данас заузима водеће позиције у седам од десет највећих профитних базена пива и врхунски портфељ брендова, осам од десет највреднијих марки пива на свету. Комбинација комплементарних оперативних региона значајно је диверсификовала географски отисак компаније *AB InBev's* и

омогућила присуство на тржиштима у развоју: Африке и Латинске Америке. Компанија *AB InBev's* је исплатила трошкове синергије од 3,2 милијарде USD, годину дана пре планираног и са 750 милиона USD уштеде (Punthakey, 2020, стр. 39).

Табела 1.: Највеће трансакције преузимања и спајања свих времена

Понуђач	Циљано предузеће	Грана	Вредност (у млд. USD)	Година
Vodafone	Mannesmann	Телекомуникације	202,7	2000
AOL	Time Warner	Интернет/Медији	164,7	2000
BHP Bilton	Rio Tinto	Енергетика, Нафта	152	2007
Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	Телекомуникације	130,2	2013
MCI	Sprint Corp.	Телекомуникације	114	1999
Shareholders (Spin out)	Philip Morris Intl Inc	Производња и продаја цигарета	107,6	2007
Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	Производња пива и пића	101,5	2016
RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	Финансије, банкарство	98,2	2007
Pfizer Inc	Wamer-Lambert Co	Здравство	89,6	1999
Walt Disney Co	21st Century Fox Inc	Медији и забава	84,2	2017
AT&T Inc	Time Warner Inc	Телекомуникације	79,4	2016
Bristol-Myers Squibb Co	Celgene Corp	Фармацеутска индустрија	79,4	2019
Exxon	Mobil	Енергетика, Нафта	79	1998
Glaxo	SmithKline	Здравство	76	2000
American	Wamer-Lambert Co	Здравство	76	1999
Royal	Shell	Енергетика, Нафта	74	2004
BellSouth	AT&T	Телекомуникације	73	2006
Travelers	Citicorp	Финансије	73	1998
Comcast	AT&T Broadband	Телекомуникације	72	2001

Извор: прилагођено по Тодоровић, 2010; Каличанин & Куч, 2020

Компаније са седиштем у развијеним земљама експанзију и међународно пословање заснивају на реализацији М&А. Мултинационална компанија која предњачи у овом сегменту јесте *Microsoft*. Прво преузимање је било 1987. године, након тога је *Microsoft* наставио свој развој преузимајући око шест компанија

годишње, међу њима су: *Onfolio*, *Lionhead Studios*, *Massive Incorporated*, *ProClarity*, *Winternals Software* и *Colloquis*. Аквизиције које је Microsoft реализовао су биле високих вредности и преко милијарду долара, као што су: *Skype* (2011), *Quantive* (2007), *Fast Search & Transfer* (2008), *Navision* (2002), *Visio Corporation* (2000), *Yammer* (2012) и *Nokia* (2013) (Ерић & Стошић, 2013). Занимљива инвестиција путем аквизиција је између компанија Фереро и Нестле. У 2018. години *Ferrero Group* је стекао америчку компанију Nestlé за 2,8 милијарди USD. Циљ је био проширење групе путем аквизиција како би ојачала своју позицију у САД и суочила са повећаном конкуренцијом на консолидованом тржишту (Punthakey, 2020, стр. 39). За азијско подручје навешћемо пример компаније Suzuki Motor. Јапански произвођач аутомобила је 2002. године преузео већински удео у индијској компанији *Maruti Udyog*. Аквизиција је допринела значајном расту продаје и профита. У периоду од 2012. године, јапанско тржиште карактерише јачање валуте (јен), устаљена ситуација на домаћем тржишту и усмеравање компанија за преузимање акција глобалног екстерног раста. Компаније које су примениле прекограничну стратегију M&A оствариле су повећање продаје (нпр. *Suzuki Motors*, *Takeda Pharmaceuticals*, *Hitachi Construction Machinery* и *Toshiba*).

Прекогранична M&A продаја у развијеним земљама опала је за 40 одсто у 2019. наспрам 2018. године, на 411 милијарди USD. Када је реч о европском тржишту, због успореног раста еврозоне и Брегзита, M&A су се преполовили на 190 милијарди USD. Америчке компаније и даље воде са 32% вредности укупних прекограничних M&A, оне износе 157 милијарди USD. Што се тиче економија у развоју и транзицији, нето продаја M&A је опала на 80 милијарди USD, што је за 37% мање. Табела 2. Указује на пад глобалне прекограничне продаје M&A забележен у услужном сектору, праћен производним сектором. У услужном сектору нето прекогранична продаја спајања и преузимања је опала за 54 процента на 215 милијарди USD. Највећа продаја забележена у 2019. години је продаја IPO компаније *Mirriad* придружене компанији *Nasper* (Јужна Африка) у Холандији, вредном 36 милијарди USD. У производњи, нето продаја M&A везаних за хемијску индустрију износи 35 милијарди USD, што је значајан пад у односу на 2018. годину када је доживела експанзију (119 милијарди USD). А вредност послова у фармацеутској индустрији се удвостручила на 98 милијарди долара. Највећи посао је управо забележен у овој индустрији у 2019. години, компанија *Takeda* (Јапан) стекла је основни капитал компаније *Shire* (Ирска) за 60 милијарди долара. А када је реч о

примарном сектору, највећи посао био је аквизиција компаније *Goldcorp* (Канада) за експлоатацију злата од стране компаније *Newmont* (Сједињене Државе) за 9,9 милијарди USD (World Investment Report, 2020, стр. 17) .

Табела 2.: Вредност и број нето прекограничних М&А, према секторима и одабраним индустријама, 2018–2019

Сектор/ индустрија	Вредност изражена у бил. USD		Стопа раста %	Број		Стопа раста %
	2018	2019		2018	2019	
Укупно	816	491	-40	6821	6575	-4
<i>Примарни</i>	39	34	-14	406	410	1
<i>Производни</i>	307	243	-21	1599	1531	-4
<i>Услуге</i>	470	215	-54	4816	4634	-4
Фармацеутска индустрија (Фармацеутски производи, лековите хемикалије и ботанички производи)	58	98	70	182	180	-1
Пословне активности	87	66	-24	327	1156	-13
Финансијске и осигуравајуће делатности	108	48	-55	599	565	-6
Хемијска индустрија	119	35	-71	158	152	-4
Рударство, вађење и нафта	38	32	16	329	336	2
Информације и комуникације	116	21	-82	1173	1210	3
Рачунарски, електронски, оптички производи и електрична опрема	42	21	-51	257	264	3
Транспорт и складиштење	46	20	-57	229	249	9
Храна, пиће и дуван	55	19	-65	205	249	9
Трговина	35	13	-62	501	509	2

Извор: World Investment Report, 2020

Претходна година је била пуна изазова, па су спајања и преузимања у 2020. години привремено обустављена. Започете трансакције спајања и преузимања касне, што води отказивању. Од стране регулаторних тела у САД и Европи пријављена су кашњења у поступцима одобравања највећих планираних спајања на свету: преузимање компаније *Deliveroo* (Уједињено Краљевство) од стране Амазона (САД) и куповину *Embraer* (Бразил) од стране компаније *Boeing* (Уједињено Краљевство) (World Investment Report, 2020, стр. 3). Према истраживању ЕУ компаније, које се бави глобалним трендовима спајања и преузимања у 2020. години и изгледима за трансакције у 2021. години очекује се да америчке компаније наставе

тренд раста у овој области због бољег тржишног и економског позиционирања након пандемије КОВИД-19. Глобални М&А у 2020. години заузимају пето место по вредности послова са укупном вредношћу од 2,9 трилиона USD, испод су вредности наспрам 2019. године када је остварено 3,3 трилиона USD.

Активност М&А забележила је промене и нестабилност међу регионима. Када је реч о азијско-пацифичком региону у прва два месеца 2020. године вредности трансакција су значајно опале, крај године је дочекан са порастом од 19% на 805 милијарди USD. У Америци су вредности спајања и преузимања опале за 29% на 1,27 милијарди USD. Ако поредимо 2019. и 2020. годину америчко тржиште је забележило пад од 80% у поређењу са 2019. На подручју Европе, Средњег Истока и Африке пад вредности активности М&А је ограниченији (3%) на 815 милијарди USD. Када говоримо о атрактивности сектора у 2020. години иситчу се: технологија, медији и забава и телекомуникације (ТМТ) - раст од 6% у односу на 2019. годину, 5.755 послова у вредности од 973 милијарди USD; финансијске услуге - 901 уговорени од 352 милијарде USD, за 8% више у односу на 2019. годину и сектор електричне енергије и комуналија - раст од 34% са 525 понуда у вредности од 142 милијарде USD. Најснажнији удар одразио се на индустријски сектор (пад од 18% на 262 милијарди USD) и потрошачки сектор (пад од 16% на 156 милијарди USD). У 2021. години очекује се покретање новог таласа активности, одговор на кризу новим стратегијама и политикама. Очекује се преусмеравање пословних активности, прилагођавање променама у окружењу, кроз различите савезе и заједничка улагања, прелазак на е-трговину, окретање новим дигиталним технологијама, интернету, вештачкој интелигенцији и рачунарству у облацима (Ernst & Young Global Limited (EY), 2020).

7. ЗАКЉУЧАК

Процес глобализације, комплексне промене, интензивирано међународно пословање, циркулација знања изван граница замље су фактори који креирају стање на пословном тржишту. Променљиви тржишни услови значајно утичу на пословање и остваривање глобалне конкурентске предности. У таквим условима компаније прибегавају стратегији реструктурирања као механизму за превазилажење изазова. Само квалитетно корпоративно управљање кроз адекватан систем формалних и неформалних односа свих стејкхолдера може правовремено иницирати процес реструктурирања. Компаније да би креирале адекватан програм

реструктурирања морају прво сагледати стање унутар компаније, утврдити своју позицију на тржишту, разумети сам процес, изабрати стратегију која ће бити адекватан избор као одговор компаније где жели да буде. Реструктурирање предузећа јесте активност проналажења адекватног начина којим се најефикасније остварују циљеви једног предузећа са аспекта интерних и екстерних интересних страна. Менаџери за стратегију увек бирају стратегију раста као најбољи одговор на кризу и промењене тржишне услове.

Стратегија аквизиције представља примаран избор компанија које желе да сачувају и побољшају своју конкурентску позицију, освоје нова тржишта, остваре експанзију, диверсификацију и реорганизацију и побољшају своје перформансе. Бројне су користи предузимања стратегије аквизиције од смањења трошкова као последице економије обима, маркетиншких добити што за последицу има раст прихода, стратешких користи путем повећања флексибилности менаџмента, употребе нових технологија кроз интеграцију са предузећима из дигиталне технике и на тај начин јача се тржишна позиција. На основу прегледа литературе закључујемо да је стратегија аквизиције најзаступљенија на подручју развијених земаља, али све више постаје и у земљама у транзицији (након приватизације). Период након пандемије донео је нове услове пословања и са собом нове аквизиције и преусмеравања као одговор на кризу. Аквизиције су део понашања и пословања савремених корпорација, уз интегрисање различитих ресурса, производа и услуга, обезбеђена им је стабилност и ефикасност пословања, али и корист за аквизиторе и клијенте.

ЛИТЕРАТУРА

1. Beer, M., Eisenstat, R., & Spector, B. (1990). *The critical path to corporate renewal*. Boston: Harvard Business School Press.
2. Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
3. Bertonecel, A. (2006). *Akvizicije*. Zagreb: Narodne novine d.d.
4. Bowman, E. H., Singh, H., Useem, M., & Bhadury, R. (1999). When does restructuring improve economic performance?. *California Management Review*, 41(2), 33-54.
5. Bradowski, J. F. (1991). Restructuring is a continuous process". *Long Range Planning*, 24(1), 10-14.
6. Buckley, P. J., & Ghauri, P. N. (Eds.). (2002). *International mergers and acquisitions: A reader*. Cengage Learning EMEA.

7. Cameron, K. S., & Quinn, R. E. (2011). *Diagnosing and changing organizational culture: Based on the competing values framework*. John Wiley & Sons.
8. Chakrabarti, A., Vidal, E., & Mitchell, W. (2011). Business transformation in heterogeneous environments: The impact of market development and firm strength on retrenchment and growth reconfiguration. *Global Strategy Journal*, 1(1-2), 6-26.
9. Colley, J., Doyle, J. L. & Hardie, R. D. (2001). *Corporate strategy*. McGraw Hill, 104.
10. Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.
11. Djankov, S., & Murrell, P. (2002). Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of economic literature*, 40(3), 739-792. URL: <https://www.jstor.org/stable/3217109>.
12. Ђуричин, Д., Јаношевић, С., & Каличанин, Ђ. (2015). *Менаџмент и стратегија*. Једанаесто издање. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета Универзитета у Београду, 270.
13. Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of financial economics*, 45(2), 193-221.
14. DePhampilis D. (2011). Mergers and M&A Basics - All You Need To Know. *Elsevier Academic Press*. Oxford, 8.
15. Домановић, В. (2010). *Balanced Scorecard – могућности и ефекти примене*. Крагујевац: Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.
16. Ernst & Young Global Limited (2020, december 14). *Conditions ripe for already resilient M&A activity to accelerate in 2021 and beyond*. https://www.ey.com/en_gl/news/2020/12/conditions-ripe-for-already-resilient-m-and-a-activity-to-accelerate-in-2021-and-beyond (Приступљено 19.03.2021.)
17. Ерић, Д. Д., & Стошић, И. С. (2013). *Корпоративно реструктурирање*. Београд: Институт економских наука, Београдска банкарска академија.
18. Ескић, С., Барбић, Г., Куловић, Д., & Кузман, С. (2018). Outsourcing implementation in the aim of partial restructuring of enterprises which generate negative business result. *Економски изазови*, 7(13), 92-108.
19. Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.

20. Gaughan P.A. (2004). *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacije*. Novi Sad: Prometej, 181.
21. Giacosa, E., & Mazzoleni, A. (2012). Recovery planning and management control system in company crisis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8(9), 1326-1337.
22. Gibbs, P. A. (1993). Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow. *Strategic Management Journal* 14(S1), 51-68.
23. Girod, S. J., & Whittington, R. (2017). Reconfiguration, restructuring and firm performance: Dynamic capabilities and environmental dynamism. *Strategic Management Journal*, 38(5), 1121-1133. DOI: 10.1002/smj.2543.
24. Гроздановић, Д., & Секулић, В. (2006). *Економика предузећа*. Крагујевац: Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу, 32.
25. Habbeck, M. M., Kröger, F., & Träm, M. R. (2000). *After the merger: Seven strategies for successful post-merger integration*. London: Financial Times/Prentice Hall.
26. Harding D., RS (2002). *Preuzimanje i spajanje preduzeća*. Zagreb: Harvard Business School Press, Masmedia.
27. Институт за право и финансије (2016, јануар 30). *Спајања и припајања – актуелни примери из праксе Србије*. <http://ipf.rs/spajanja-i-pripajanja-aktuelni-primeri-iz-prakse-srbije/> (Пристапљено 20.03.2021)
28. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
29. Каличанин Ђ., & Куч, В. (2020). *Менаџмент вредности и перформанси предузећа*. Београд: Центар за издавачку делатност, Економски факултет у Београду.
30. Kim, B. Y., & Park, J. (2016). Financial systems and enterprise restructuring in Eastern Europe. *Eastern European Economics*, 54(6), 503-520. DOI: 10.1080/00128775.2016.1215229.
31. Kolev, K., Haleblan, J., & McNamara, G. (2012). A review of the merger and acquisition wave literature. In D. Faulkner, Teerikangas, S. & Josphe, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (pp.19-39). Oxford University Press.
32. Контић, Ј., & Контић, Јб. (2009). Мерџери и аквизиције у банкарском сектору. *Банкарство*, 5/6-2009. Удружење банака Србије. http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/5_6/B05-06-2009-Kontic-Kontic.pdf (Пристапљено 15.03.2021.)

33. Крстић, Б. (2012). *Улога стратегијске контроле у унапређењу пословних перформанси*. Ниш: Економски факултет.
34. Krystek, U., & Moldenhauer, R. (2007). *Handbuch Krisen-und Restrukturierungsmanagement: Generelle Konzepte, Spezialprobleme, Praxisberichte*. W. Kohlhammer Verlag, 140.
35. Lai, J., & Sudarsanam, S. (1997). Corporate restructuring in response to performance decline: Impact of ownership, governance and lenders. *Review of Finance*, 1(2), 197-233.
36. Lin, B., Lee, Z. H., & Peterson, R. (2006). An analytical approach for making management decisions concerning corporate restructuring. *Managerial and Decision Economics*, 27(8), 655-666.
37. Luethy, M. (1988). *Unternehmenskrisen und Restrukturierungen: Bank u. Kreditnehmer im Spannungsfeld existentieller Unternehmenskrisen*, Bern/Stuttgart, 27.
38. Markides, C. C. (1995). Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic management journal*, 16(2), 101-118.
39. Markides, C., & Singh, H. (1997). Corporate restructuring: A symptom of poor governance or a solution to past managerial mistakes?. *European Management Journal*, 15(3), 213-219.
40. Марковић, Ј., Карић, Д., & Ђорђевић, Ј. (2012). Специфичности мерџера и аквизиција у банкарском сектору Европске Уније. *Socioeconomica – The Scientific Journal for Theory and Practice of Socioeconomic Development*, 1(2), 336 – 347.
41. Morris M.J. (1995). *Mergers & Acquisitions: Bussines Strategies for Accountants*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
42. Orsag S., & Gulin D. (1996). *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih djelatnika, 127.
43. Поповић, Н., Јашко, О., & Прокић, С. (2010). *Менаџмент интерорганизационих односа: аутсорсинг, стратешке алијансе, мерџери и аквизиције*. Београд: Фонд „Српски економски центар“.
44. Punthakey, J. J. (2020). *Foreign direct investment and trade in agro-food global value chains*. Paris : OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/993f0fdc-en>.
45. Rezaee, Z. (2001). *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions – The Fair Value Approach*. New York: John Wiley & Sons.

46. Савовић, С. (2018). *Изазови управљања интеграционим процесима предузећа*. Крагујевац: Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.
47. Sever, I. (2017). *Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak?* Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci.
48. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic management journal*, 12(S2), 51-59.
49. Singh, K., Mahmood, I. P., & Zu, J. (2012). *Firm Restructuring During an Economy-wide Shock Across Institutional Environments*. School of Business, National University of Singapore.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.709.8814&rep=rep1&type=pdf> (Пристапљено 10.03.2021)
50. Srivastava, V., & Mushtaq, G. (2011). Corporate restructuring-a financial strategy. *Asian Journal of Technology & Management Research*, 1(01).
51. Станчић, П. и Чупић, М. (2017). Финансијски ефекти реструктурирања предузећа у Шумадији и Поморављу. У Веселиновић, П., Макојевић, Н. и Славковић, М. (редактори) *Утицај глобализације на пословно управљање и економски развој Шумадије и Поморавља* (стр. 319-330). Крагујевац: Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.
52. Teerikangas, S. P., Joseph, R., & Faulkner, D. (2012). Mergers & acquisitions: A synthesis. In Faulkner, D., Teerikangas, S. & Joseph, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (p. 661-695). Oxford University Press.
53. Тодоровић, Ј., Ђурићин, Д., и Јаношевић, С. (1998). *Стратегијски Менаџмент*. Београд: Институт за тржишна истраживања.
54. Тодоровић, М. (2010). *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*. Београд: Центар за издавачку делатност, Економски факултет Универзитета у Београду, 85-105.
55. Vance, D.E. (2010). *Corporate Restructuring*. Springer.
56. Verweire, K. & Van Den Berghe, L. (2004). Integrated performance management: new hype or new paradigm. In Verweire, K. & Van Den Berghe, L. (eds.). *Integrated Performance Management: A Guide to Strategy Implementation* (pp.1-14). SAGE Publications.

57. Wan, W.P., and Yiu D.W. (2009) From crisis to opportunity: Environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(7), 791–801.
58. Weston, J. F. (1987). The payoff in mergers and acquisitions. *The Mergers and Acquisition Handbook*. New York: McGraw Hill, 31-47.
59. Weston J.F. & Weaver, C. (2001). *Mergers and Acquisitions*. New York: The McGraw-Hill Executive MBA Series.
60. World Bank (2008). Serbia - Privatization & Restructuring Of Banks & Enterprises Technical Assistance Project. Washington, DC: World Bank Group.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/574571475112240432/pdf/000020051-20140618082122.pdf> (Пристапљено 20.03.2021)
61. World Investment Report (2020). *International production beyond the pandemic*. New York: United Nations Publications.
62. Yawson, A. (2009). Interaction effects of restructuring decisions on operating profit following performance shocks. *Journal of Economics and Business*, 61(3), 216–237.
63. Zilka, C. (2010). *Business Restructuring: An Action Template for Reducing Costs and Growing Profit*. John Wiley & Sons, Inc.

Рад је примљен: 22. априла 2021.

Рад је послат на корекцију: 2. јула 2021.

Рад је прихваћен за штампу: 4. септембра 2021.