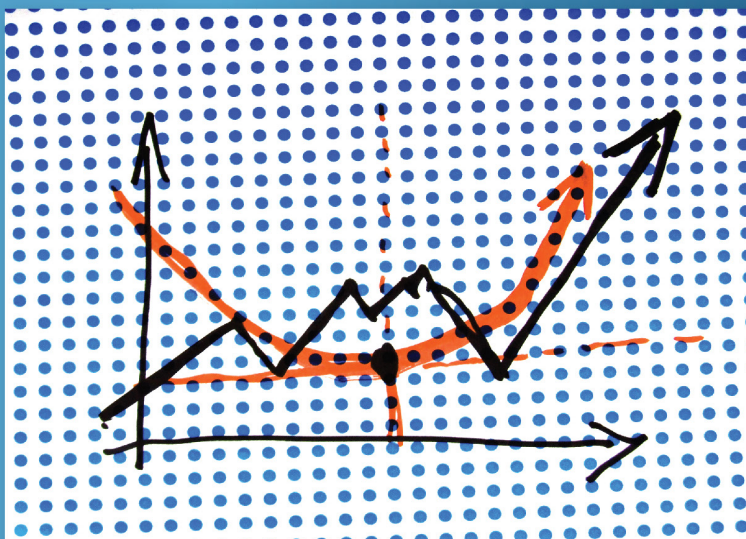


УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



ISSN 1857-7628

ГОДИШЕН ЗБОРНИК 2012 YEARBOOK



ГОДИНА 4

VOLUME IV

GOCE DELCEV UNIVERSITY – STIP
FACULTY OF ECONOMICS

УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ISSN: 1857- 7628



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
2012**

YEARBOOK

ГОДИНА 4

VOLUME IV

GOCE DELCEV UNIVERSITY - STIP
FACULTY OF ECONOMICS



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
YEARBOOK
FACULTY OF ECONOMICS**

За издавачот:
Проф. д-р Ристо Фотов

Издавачки совет Editorial board

Проф. д-р Саша Митрев	Prof. Sasa Mitrev, Ph.D
Проф. д-р Лилјана Колева - Гудева	Prof. Liljana Koleva - Gudeva, Ph.D
Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D
Пом.асс м-р Влатко Пачешкоски	Assist. Vlatko Paceskoski, M.Sc
Пом.асс м-р Тамара Јованов Марјанова	Assist. Tamara Jovanov Marjanova, M.Sc

Редакциски одбор Editorial staff

Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D

Главен и одговорен уредник Managing & Editor in chief

Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
--------------------------	----------------------------

Јазично уредување Language editor

Даница Гавриловска-Атанасовска (македонски јазик)	Danica Gavrilovska-Atanasovska (Macedonian)
--	--

Техничко уредување Technical editor

Славе Димитров	Slave Dimitrov
Благој Михов	Blagoj Mihov

Редакција и администрација Address of editorial office

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип	Goce Delcev University
Економски факултет	Faculty of Economics
бул „Крсте Мисирков“ бб	Krste Misirkov b.b., PO box 201
п.фах 201, 2000 Штип, Македонија	2000 Stip, R of Macedonia



СОДРЖИНА CONTENT

д-р Ристо Фотов УЛОГАТА И ЗНАЧЕЊЕТО НА КАПИТАЛОТ И ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ СО ПОСЕБЕН ОСВРТ ВРЗ ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ	7
м-р Емилија Митева-Кацарски, м-р Влатко Пачешкоски НЕЦАРИНСКИОТ ПРОТЕКЦИОНИЗАМ ВО РЕГИОНОТ НА ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА	19
Т.Мицески, С. Пашоска ПРОЦЕС НА ПРОМЕНИ ВО МАРКЕТИНГ СТРАТЕГИЈАТА И СТРУКТУРАТА	29
Благица Колева, Александар Костадиновски, Оливера Ѓоргиева- Трајковска ВИДОВИ НА ИНТЕРНА РЕВИЗИЈА НА ФИНАНСИСКОТО РАБОТЕЊЕ	43
м-р Костадинка Чабулева, м-р Горан Миладинов, Трајко Мицески ВЛИЈАНИЕТО НА СТРАНСКИТЕ ДИРЕКТНИ ИНВЕСТИЦИИ ВО Р.МАКЕДОНИЈА ВРЗ ВРАБОТЕНОСТА ЗА ПЕРИОД 1997- 2011 ГОДИНА	53
м-р Марина Радосављевиќ- Бојчева, м-р Зоран Темелков, м-р Костадинка Чабулева ОБЛАСТИ НА ИМПЛЕМЕНТАЦИЈА НА ЈАВНОТО ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	61
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска, асс. м-р Благица Колева ОСНОВИ НА КАМАТАТА - ДЕТЕРМИНАНТИ И ПРЕДВИДУВАЊЕ	67
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска КРЕДИТНА ПОЛИТИКА И СТРАТЕГИЈА НА ПОРТФОЛИОТО НА КРЕДИТНИ ПЛАСМАНИ НА БАНКИТЕ	81



доцент д-р Јанка Димитрова ПОРТФОЛИО АНАЛИЗА – АЛАТКА ЗА ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА НА РИЗИКОТ ПРИ ИНВЕСТИРАЊЕТО.....	95
асс. д-р Љупчо Давчев, асс. м-р Тамара Јованов-Марјанова СОЕДИНУВАЊА И ПРЕЗЕМАЊА (M & A) И УЛОГАТА НА ИНВЕСТИЦИСКИТЕ БАНКИ ВО ОВИЕ ПРОЦЕСИ	109
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска ЛИЧНОСТА НА ПРЕТПРИЕМАЧОТ.....	121
м-р Тамара Јованов Марјанова, д-р Љупчо Давчев, д-р Митре Стојановски АНАЛИЗА НА ТЕКОВНАТА СОСТОЈБА И ИДНИ ТРЕНДОВИ НА ПАЗАРОТ НА КОНДИТОРСКИ ПРОИЗВОДИ	135
м-р Илија Груевски УПРАВУВАЊЕ СО ДЕВИЗНИОТ РИЗИК ВО МЕЃУНАРОДНОТО ФИНАНСИСКО РАБОТЕЊЕ	145
д-р Љупчо Давчев, м-р Тамара Јованов-Марјанова РАЗЛИКИТЕ ПОМЕЃУ ИНВЕСТИЦИСКОТО И КОМЕРЦИЈАЛНОТО БАНКАРСТВО	161



СОЕДИНУВАЊА И ПРЕЗЕМАЊА (M & A) И УЛОГАТА НА ИНВЕСТИЦИСКИТЕ БАНКИ ВО ОВИЕ ПРОЦЕСИ

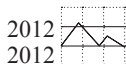
асс. д-р Љупчо Давчев¹, асс. м-р Тамара Јованов-Марјанова²

Апстракт

Економската теорија наведува многу можни причини за случувањата поврзани со процесите на соединувања и преземања (mergers&acquisitions). Една мотивација, која често се наведува, е создавањето на вредност преку синергија. Понекогаш соединувања и преземања (M & A) се случуваат затоа што компаниите сакаат да ја зголемат својата пазарна моќ. Во многу случаи менаџерите преземаат трансакции за соединувања и преземања кои ќе им послужат како на менаџерите, така и на компаниите, да се создаде поголема компанија. Постојат две конзистентни емпириски особини на активностите поврзани со соединувањата и преземањата: се јавува во периоди и се случуваат во иста индустрија. Овие карактеристики укажуваат на тоа дека соединувања и преземања (M & A) се случуваат како реакција на неочекувани шокови во структурата на индустријата. Овде како примери може да се наведат технолошките иновации, неискористените капацитети и соодветната потреба за консолидација или дерегулација. На пример, дерегулацијата е клучниот фактор кој дава објаснување на бранувањата кои се случуваат во 90-тите години на минатиот век во банкарската и телекомуникациската индустрија. Друго можно објаснување за соединувањата и преземањата (M&A) се базира врз идејата на информативната каскада: за трансакциите за соединувања и преземања (M & A) се информираат агенти, кои во слични околности сакаат да ја достиганат профитабилноста со слични активности. Како резултат на тоа што во еден момент се јавува првата трансакција во индустријата, веројатноста за појава на други слични договори и трансакции се зголемува. Активностите за соединување и преземање може да се анализираат од неколку различни перспективи (стратешки, финансиски, сметководствени, правни итн.)

1) Економски факултет - Штип, ljupco.davcev@ugd.edu.mk

2) Економски факултет - Штип, tamara.jovanov@ugd.edu.mk



Клучни зборови: синергија, договори за соединување и купопродажба, процес на продажба, доверливо информативен меморандум.

MERGERS AND ACQUISITIONS (M & A) AND THE ROLE OF INVESTMENT BANKS IN THESE PROCESSES

Abstract

Economic theory states many possible reasons for the events related to the processes of merger and acquisitions (M & A). One motivation that is often cited is the creation of value through synergy. Sometimes merger and acquisitions (M & A) are occurring because companies want to increase their market power. In many cases managers undertake merger and acquisitions transactions that will serve for managers and companies to create a larger company. There are two consistent empirical features of activities related to mergers and acquisitions: occurs in periods and occur in the same industry. These features suggest that mergers and acquisitions (M & A) occurring in response to unexpected shocks in the structure of the industry itself. Here as examples might be cited technological innovation, unused capacity and the corresponding need for consolidation or deregulation. For example, deregulation is a key factor explaining the situation occurring in the 90-ies in the banking and telecommunications industry. Other possible explanation for mergers and acquisitions (M & A) is based on the idea of an information cascade: transactions for merger and acquisitions (M & A) informed agents, who in similar circumstances want to reach profitability with similar activities. As a result of the fact that at one point occurs first transaction in the industry, the likelihood of other similar agreements and transactions increases. Merger and acquisitions activities can be analyzed from several different perspectives (strategic, financial, accounting, legal, etc.).

Keywords: *synergy, integration and purchase agreements, sales process, confidential information memorandum.*

Дефинирање на основните поими во соединувањата и преземањата

Терминот соединување и преземање (M&A) се однесува на голем број различни видови на трансакции. Во (скоро) сите трансакции за соединувања и преземања (M&A) има компанија која стекнува акции или средства (понудувач) и преземена компанија (целна компанија).

Во преземањата, понудувачот ги купува сите или дел од акциите на целната компанија (стекнување на акции). Алтернативно, понудувачот може



да ги купи сите или дел од средствата на целната компанија (стекнување на средства). Во типичното спојување понудувачот ја презема целната компанија. Понудувачот ги стекнува сите средства и обврски на целната компанија што престанува да постои. Овој вид трансакција е наречена предвременно спојување. Во обратна ситуација, тоа е целната компанија која врши преземање на компанијата на понудувачот. Исто така, постои и друг вид на спојување, наречен консолидација, каде сосема нова фирма е создадена, со што и понудувачот и целната компанија престануваат да постојат. Таканареченото соединување на еднакви компании е одреден тип на консолидација, каде што разликата меѓу понудувачот и целната компанија е занемарена, со тоа што постојат само две компании кои се соединуваат во еден нов субјект.

За понудувачот алтернатива за директно преземање на акциите или средствата на целната компанија се состои во создавање на подружница и соединување на целната компанија со оваа подружница. Овој тип на трансакција се нарекува напредно триаголно соединување. Ако подружницата на целната компанија се соединува со понудувачот, трансакцијата се нарекува обратно триаголно соединување. Во сите овие трансакции компанијата-понудувач може да им понуди или готовина или хартии од вредност на акционерите од целната компанија. Хибридното плаќање исто така е можно, односно дел готовина и дел акции, но и други хартии од вредност може да бидат понудени, како на пример обврзници.

Соединувањата и преземањата (M&A) можат да бидат позитивно или негативно прифатени. При позитивна прифатеност, менаџерите на целната компанија го прифаќаат договорот, додека спротивно на тоа, при негативна прифатеност, менаџерите и вработените не сакаат да бидат преземени или соединети со друга компанија.

Без оглед на договорната структура, соединувањата и преземањата (M&A) се класифицираат според индустријата од којашто доаѓаат учесниците во: (а) хоризонтална (целната компанија е во иста индустрија со понудувачот), (б) вертикална (целната компанија е во различна фаза на процесот на производство од понудувачот) и (в) конгломерат (целната компанија и понудувачот се во неповрзани индустрии). Вреди да се споменат два термина кои често се користат во соединувањата и преземања (M&A), а тоа се: понуда и откупување.

Првиот тип е јавна понуда за купување акции од страна на компанијата-понудувач директно на акционерите на целната компанија. Ако акционерите избераат да ја прифатат понудата, тие ги нудат нивните акции. Понудата многу често се користи од фирмата понудувач за добивање поголем процент од вкупниот број на гласови. Ако акциите кои се понудени



не се доволни, тогаш понудата може да се повлече или преформулира.

Ваквиот тип на понуди може да бидат негативно прифатени. Целната компанија продолжува да постои сè додека постојат таканаречените дисидентни акционери. Успешните понуди најчесто на крајот завршуваат со соединувања.

Откупувањето е генерички термин, кој се однесува на трансферот на контрола на една фирма од една група акционери на друга група акционери. Ова откупување во акционерските друштва, обично, се јавува во процесот на соединување и преземање (M & A), но не е секогаш задолжително. На пример, откупувањето може да се случи како резултат на натпреварување на посредниците. Во овој тип на натпреварување на посредниците група акционери се обидува да здобие контрола на места во одборот на директори преку гласање на нови директори. Акционерот го овластува посредникот да гласа во однос на сите прашања во состанокот на акционерите. При натпреварувањето на овие посредници, оние посредници кои немаат зададена цел од страна на акционерите кои ги претставуваат се поттикнати од страна на бунтовничката група на акционери, а најчесто и придобиеени од нивна страна.

Процес на соединување и преземање

Процесот на соединување и преземање зависи од видот на трансакцијата. На пример, продажбата на мала фирма на приватен инвестициски фонд е тотално поинаква од преземање преку понуда која, пак, е различна од договорно спојување меѓу две котирани фирми. Да сумираме, тешко е да се опише процесот на соединување и преземање, кој се менува во согласност со специфичните трансакции. Меѓутоа, ако се исклучат понудите чијшто процес се менува во зависност од правните рамки, во повеќето трансакции постојат некои стандардизирани чекори.

Ангажирање на инвестициска банка

Кога трансакцијата вклучува големи компании, првиот чекор за двете фирми е ангажирање на финансиски советник, односно инвестициска банка што ќе се грижи за процесот. И понудувачот и целната компанија ангажираат инвестициска банка. Овој процес вклучува средби и интервјуирање на инвестициски банкари од различни фирми. Доколку трансакцијата е особено голема и комплексна, дури и повеќе од една банка е ангажирана од секоја страна во процесот. За да бидат избрани од страна на компаниите, инвестициските банки обично подготвуваат книга во којашто го опишуваат нивното претходно искуство во индустријата, ценовните проценки, можните временски рамки итн. Земајќи ја предвид



целната компанија, ценовната проценка може да игра важна улога, затоа што како прв интерес за целната компанија е да се добие максимална вредност. Како резултат на тоа, банкарите би можеле да имаат тенденција да издејствуваат повисока цена. Поради оваа причина, искуство и блискоста со потенцијалниот понудувач, исто така се важни променливи кои влијаат на крајниот исход, односно целокупната работа да биде извршена од страна на инвестициската банка.

Надоместоците, исто така, се тема на разговор. Во надоместоците кај стандардизирани аранжмани постојат две компоненти: (а) фиксен надоместок и (б) надоместок според успехот. И двете компоненти зависат од големината на договорот, која обично се мери во однос на вредноста на целната компанија. Надоместокот за успех по успешното завршување на договорите претставува процентот од вредноста на договорот. За 100 милиони евра трансакција, разумен надоместок, ќе изнесува околу 1%. За една милијарда евра трансакција, надоместокот може да се намали за 0,5%.

Кога има многу потенцијални понудувачи за целната компанија, инвестициските банки генерално сакаат да бидат на страна на целната компанија. Иако крајната цена е неизвесна во текот на процесот на продажба, сосема сигурно е дека целната компанија ќе биде продадена. Како последица на тоа, кога инвестициската банка е ангажирана од целната компанија, таа може да биде сигурна дека ќе се стекне со надоместокот за успех. Понекогаш инвестициските банки кои се јавуваат како советници на целната компанија, преговараат за надоместок кој ќе биде зголемен според успешноста, наместо да има фиксен надоместок. Да претпоставиме дека целната компанија се очекува да биде проценета меѓу 100 и 120 милиони евра. Надоместокот што се зголемува според успешноста би можел да биде 1% до 100 милиони евра, плус 2% до 120 милиони евра, плус 3% до 130 милиони евра, плус 5%, доколку имаме поголеми проценети вредности.

Барање за потенцијална договорна страна

Кога понудувачот го прави првиот чекор, тоа е, обично, затоа што потенцијалната целна компанија сама се идентификува како целна компанија на понудувачот. Спротивно на тоа, кога управата/акционерите на целната компанија ќе одлучат да се продаде на компанијата, потенцијалниот понудувач се нема идентификувано како таков. Затоа, една од првите задачи на финансиски советник е да се најдат потенцијални понудувачи. Во овој процес банките, обично, претставуваат пронаоѓачи на потенцијални понудувачи, разделени во две различни можности: (а)



стратешки понудувачи, односно фирми во иста (или во слична) индустрија и (б) финансиски понудувачи, односно приватни капитални фондови. Бројот на потенцијалните понудувачи е поврзан со големината на целната компанија и концентрацијата на индустријата: понудувачите за мала фирма во многу дисперзирана индустрија може да биде до стотина, додека само неколку имиња може да се сретнат како понудувачи за една голема компанија која функционира во услови на олигопол.

Избор на типот на процесот на продажба

Кога целната компанија е во процес на продажба, уште еден важен проблем е изборот на процесот на продажбата. Тоа значи избор на процес кој може да трае од преговори за продажба на ексклузивна основа со еден потенцијален понудувач, па сè до широка аукција отворена за многу потенцијални понудувачи или дури аукции ограничени на неколку понудувачи. Неколку фактори влијаат на овој избор, вклучувајќи ги повторно големината на трансакцијата, како и концентрацијата на индустријата, исто така, доаѓа во прашање и чувствителноста на сопственичките информации. Всушност, ризикот од еден вид нарушување во тековното одвивање на процесите во бизнисот, предизвикан од протокот на информации надвор од компанијата, придонесува да се зголеми бројот на потенцијалните понудувачи кои се вклучени во процесот на продажбата. Инвестициските банки може да се обидат да ја надминат реалната цена на аукцијата кај некои компании, само за да покажат повеќе потенцијални договори за приватните капитални фондови или други потенцијални клиенти: во овој случај, широка аукција е најдобра за инвестициската банка, но не е задолжителна за клиентот како целна компанија. Може да се забележи дека аукциите во процесот на соединување и преземање, обично, се одвиваат во повеќе чекори со две или повеќе рунди на понудување или наддавање. Згора на тоа, цената не е единствен релевантен фактор. На пример, угледот на потенцијалните понудувачи и нивната способност ефективно да го завршат договорот, исто така, се важни аспекти.

Договор за доверливост на понудувачот (ДДП) и доверливо-информативен меморандум (ДИМ)

Да претпоставиме дека ограничена аукција е избраниот процес на продажба. Следниот чекор е дистрибуцијата на краток опис на целната компанија, каде што целната компанија не се идентификува со своето име. Во одредени случаи, инвестициската банка го оценува интересот на потенцијалните понудувачи пред да се прати краткиот опис на компанијата. Целта на овој опис е да се идентификуваат потенцијалните понудувачи,



кои се доволно заинтересирани за да се испрати доверливо-информативен меморандум (ДИМ). Доверливо информативниот меморандум е подготвен од страна на инвестициската банка и содржи многу детален опис на целната компанија, нејзините производи, пазарот, историјата и финансиските проекции. Заради тоа што дава многу чувствителни информации, компаниите кои го примаат овој доверливо-информативен меморандум се бара да потпишат договор за доверливост на понудувачот (ДДП). Договорот за доверливост на понудувачите, документ подготвен од страна на правен советник на целната компанија, кој како договор бара да не се откријат какви било информации содржани во доверливо информативниот меморандум, да не се контактира раководството на целната компанија, вработените, добавувачите, клиентите или акционерите без одобрение од советниците на целната компанија, како и други ограничувања. Сите компании не се подготвени да го потпишат овој обврзувачки документ. Оттука, договорот за доверливост на понудувачот го намалува бројот на потенцијалните компании за договор, особено со стратешките понудувачи. Всушност, додека финансиските понудувачи имаат аналитичари чијашто работа е испитување на потенцијалните договори, стратешките понудувачи имаат тенденција само за договори во кои тие се навистина заинтересирани.

Прв круг на понуди

Откако ќе се анализира доверливо-информативниот меморандум, менаџментот заедно со своите советници, како потенцијални понудувачи, може да бараат дополнителни информации за да се донесе одлука дали да се направи необврзувачка понуда. Ова е прелиминарна понуда, обично, изразена како опсег на вредности, а понекогаш и наведувајќи некои детали во врска со изворот на финансирање. Полето на потенцијалните понудувачи се стеснува значително, со што, обично, околу десет прелиминарни понуди се појавуваат од 60 ДИМ примачи. Стратешките и финансиските понудувачи се разликуваат во нивните пристапи за вреднување, бидејќи финансиските понудувачи бараат одредена стапка на повратни капитални инвестиции. Како таква, важен дел од нивната проценка се состои во оценувањето на долгот на целната компанија. За разлика од ова, стратешкиот понудувач ќе се фокусира на потенцијалните синергии, кои се генерирани од страна на трансакцијата.

Понекогаш советниците на целната компанија им ги претставуваат на потенцијалните понудувачи привремените услови за финансирање. Во овој период, понудувачот се фокусира на капиталот и тоа, генерално, се користат само од страна на финансиските понудувачи. Стратешките



понудувачи, обично, тргнуваат само со свои финансиски пресметки за да се дојде до договор. При фокусирањето на капиталот од страна на понудувачите, целната компанија се изложува на дополнителни давачки за своите советници. Како таква, и инвестициската банка се соочува со судир на интереси. Доколку претпоставиме дека постојат два понудувачи: понудувачот А, кој дава понуда од 200 милиони евра и не е заинтересирана за капиталот на целната компанија (поради тоа што има поддршка од својата банка или едноставно поради тоа што нема потреба од финансирање) и понудувачот Б, со понуда од 180 милиони евра и е заинтересиран во однос на капиталот на целната компанија. Сега да претпоставиме дека надоместокот за советниците на целната компанија е 1% при успех во договорот и 1% надоместок, доколку се склучи договор по испитувањето на капиталот од страна на понудувачот. Ако понудувачот А успее, советниците на целната компанија ќе добијат 2 милиони евра како надоместок за успехот. Но, ако понудувачот Б успее, инвестициската банка на целната компанија ќе добие 1,8 милиони евра како надоместок за успех и 1 милион евра % надоместок доколку се склучи договор по испитувањето на капиталот од страна на понудувачот, или вкупно 2,8 милиони евра. Затоа е можно, инвестициската банка да го фаворизира понудувачот Б пред понудувачот А. Ова е причината зошто понекогаш целната компанија го исклучува учеството на својата инвестициска банка. Финансирањето преку капиталот има и други недостатоци. Прво, со оглед на износот на капиталот, потенцијалните понудувачи можат да ја занемарат вредноста што инвестициската банка ја дава за целната компанија. Покрај тоа, ако една банка често го дава овој тип на финансирање како понуда во своите договори, многу тешко ќе се постигне договор во случај да нема употреба на капиталот при финансирањето.

База на податоци

Целната компанија и нејзината инвестициска банка избираат определен број понуди, врз основа на вредноста, кредитбилитетот на договорната страна и други критериуми. Потоа се организирани една или повеќе средби со раководството на целната компанија и секој од понудувачите. Она што е најважно е дека понудувачите и нивните советници можат да пристапат до базите со податоци. Базите со податоци содржат детални информации за целната компанија: договори, листи на клиенти, постоечко финансирање, правни спорови итн. Најчесто базата со податоци е организирана во канцеларијата на правниот советник на целната компанија. Сепак, во сè поголем број на договори се користат виртуелни податочни бази, најчесто пристапувајќи до нив преку веб-порталот на компанијата. Виртуелните



податоци може да бидат од корист за двете страни: трошоците се помали, податоците се достапни 24 часа на ден и повеќе од еден понудувач може да пристапи во исто време. Целната компанија може да следи колку време компанијата понудувач поминува при анализа на овие податоци (за да се процени сериозноста) и кои податоци овие компании ги гледаат најинтензивно (за да се види областа која подлежи на најголема анализа).

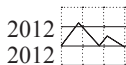
Конечен договор за соединување (КДС) и конечен договор за купопродажба (КДК)

Компаниите понудувачи и целната компанија го ревидираат конечниот договор за соединување или конечниот договор за купопродажба (доколку станува збор за процес на преземање). Овој документ ја регулира трансакцијата и содржи информации во однос на неколку аспекти почнувајќи од набавната цена, во кој временски период ќе се изврши соединувањето, како ќе се изврши исплатата, договорите во врска со начинот според кој ќе се одвива работата во компанијата пред затворање, што ќе се случи ако соединувањето се прекине и слично. Преговорите за конечниот договор за соединување започнуваат пред доставувањето на конечните понуди. Тоа е затоа што овој договор содржи клучни аспекти на трансакцијата, барем оние порелевантните, како што е цената. Како резултат на тоа, не секогаш највисоката понуда се испоставува дека е најдобра за целната компанија. Постојат многу можни одредби во овој договор кои ќе предизвикаат жестоки преговори, а меѓу другите се и следните:

1. Се поставуваат условите при несакани промени во случај на раскинување на договорот од страна на понудувачот. Се разбира дека целната компанија нема интерес да се поставуваат ваквите услови, додека, пак, компанијата понудувач сака ваквиот тип на услови да бидат дел од договорот.

2. Се поставуваат условите под кои одборот на целната компанија може да донесе одлука за раскинување на договорот. Овде, посебно се нагласува одборот на директори, кои треба да дејствуваат во најдобар интерес на акционерите. Во најчест број случаи, целната компанија се обидува да преговара за клаузула која би овозможила одборот на директори на оваа компанија да може да прифати повисока понуда која би дошла од друг понудувач.

3. Давачки при раскинување на договорот: тоа е сума платена од страна на целната компанија на понудувачот, ако договорот не е извршен поради одредени причини, кои најчесто се поврзани со друг понудувач. Изборот на понудувачот и конечните преговори за договорите се одвиваат



во исто време. Откако понудувачот е избран и цената договорена, можно е некои детали од овие договори сè уште да не се фиксни. Во оваа фаза, значаен е ризикот во однос на тоа дека избраниот понудувач ги прекинува преговорите или се обидува да ја намали цената. Ова објаснува зошто угледот на понудувачот е важен за целокупниот процес.

По потпишување на договорот, уште некои дополнителни чекори може да бидат потребни за завршување на целокупниот процес, како што се добивање на официјална дозвола за купување од страна на акционерите на компанијата-понудувач или во овој случај веќе компанијата купувач, како и уредувањето на начинот на финансирање на целокупниот договор.

Синергија (создавање на вредност)

Еден од најпознатите мотивациски фактори при процесите на соединување и преземање е поврзана со синергиите. Создавање на вредност (т.е. синергија) се јавува ако вредноста на капиталот на компанијата, која е создадена при овие процеси го надминува збирот на капиталот од компанијата-понудувач и целната компанија. Доколку овој услов е исполнет, создадената вредност, синергијата, претставува разлика меѓу капиталот на новата компанија и збирот од капиталот на целната компанија и компанијата понудувач.

Иако креирањето на вредноста, или синергијата, се објаснува во стратегиски рамки, таа може да биде мерлива. Во рамките на извештајот за готовински приливи, вредноста може да се создаде преку подобрување на протокот на готовина или преку зголемување на цената на капиталот. Затоа е можно синергиите да се класифицираат во две категории: (а) оперативени синергии, кои се однесуваат на готовинскиот тек и (б) финансиски синергии, кои се однесуваат на цената на капиталот. Финансиските синергии имаат тенденција да бидат попроблематични во однос на оперативните синергии, како од теоретски, така и од практична гледна точка.

Проценката на синергиите претставува клучна варијабла во анализата за соединување и преземање. Со други зборови, синергијата се користи при поделбата на добри наспроти лоши трансакции. Сепак, она што при овие процеси е карактеристично е дека голем дел од компаниите не ги достигнуваат очекуваните синергии. Ова делумно се објаснува зошто на пазарот обично има неутрална реакција при објавата на соединување и преземање, барем што се однесува до акциите на компанијата-понудувач.



Користена литература

- Arzac, E. R. (2005). Valuation for mergers, buyouts and restructuring. Wiley
Bruner, R. F. (2004). Applied Mergers & Acquisitions. Wiley
Hazelkorn, T., Zenner, M., & Shivdasani, A. (2004). Creating value with M&A's. *Journal of Applied Corporate Finance*
- Hunter, W. & Walker, M. (1990). An empirical examination of investment banking merger fee contracts. *Southern Economic Journal*, 56(4), 1117–1130.
- Rappaport, A. & Sirower, M. L. (1999). Stock or cash? The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. *Harvard Business Review*, 77, 147–158.
- Saunders, A., & Srinivasan, A. (2001). Investment Banking Relationships and Merger Fees, Mimeo.
- Servaes, H. & Zenner, M. (1996). The role of investment banks in acquisitions. *Review of Financial Studies*, 9(3), 787–815.
- Subramanian, G. (2005). Takeover defenses and bargaining power. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 85–96.

