

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

BORUT STRLIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**BANČNO ZAVAROVALNIŠTVO IN PREGLED MOŽNIH
POMANJKLJIVOSTI PRI NJEGOVI IZPELJAVI V PRAKSI NA
PODLAGI ŠTUDIJE PRIMERA**

Ljubljana, september 2009

BORUT STRLIČ

IZJAVA

Študent Borut Strlič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Košaka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 BANČNO ZAVAROVALNIŠTVO; ZDRUŽITVE IN PRIDOBITVE	2
1.1 SPLOŠNO O BANČNEM ZAVAROVALNIŠTVU	2
1.1.1 Zgodovina bančnega zavarovalništva	2
1.1.2 Donosnost bančnega zavarovalništva	3
1.2 EKONOMIKA ZDRUŽITEV IN PRIDOBITEV	4
1.2.1 Trg za nadzor družb	4
1.2.1.1 Definicije	5
1.2.2 Računovodstvo združitve in pridobitev	8
1.2.3 Viri sinergij združitve in pridobitev	9
1.2.3.1 Povečanje prihodkov	9
1.2.3.2 Zniževanje stroškov	10
1.2.3.3 Davčne pridobitve in kapitalske zahteve	11
2 ŠTUDIJA PRIMERA	11
2.1 PREGLED ŠTUDIJE PRIMERA	12
2.1.1 Razlogi prevzema	12
2.1.2 Opredelitev prevzema	13
2.1.3 Pregled sinergij prevzema	14
2.1.4 Pomanjkljivosti izvedenega posla pripojitve	17
2.1.5 Zunanji vplivi pripojitve	21
SKLEP	22
LITERATURA IN VIRI	23

KAZALO SLIK

<i>SLIKA 1: DELITEV PREVZEMOV.....</i>	<i>5</i>
<i>SLIKA 2: PRIMER RAČUNOVODSTVA PRI ZDRUŽITVAH</i>	<i>8</i>
<i>SLIKA 3: NOMINALNI DOBIČEK DRESDNER BANK AG PRED DAVKI.....</i>	<i>18</i>
<i>SLIKA 4: GIBANJE TEČAJA DELNICE ALLIANZ SE IN INDEKSA DAX.....</i>	<i>19</i>
<i>SLIKA 5: DELEŽ ZAPOSLENIH V DRESDNER BANK AG GLEDE NA ZAPOSLENE V OBEH PODJETJIH</i>	<i>19</i>
<i>SLIKA 6: ODSOTOK PRIHODKA GLEDE NA OSNOVNI KAPITAL ALLIANZ SE</i>	<i>20</i>
<i>SLIKA 7: NOMINALNI DOBIČEK ALLIANZ SE PRED DAVKI</i>	<i>21</i>

KAZALO TABEL

<i>TABELA 1: KLASIFIKACIJA TRANSAKCIJ ZDRUŽITEV IN PRIDOBITEV</i>	<i>7</i>
<i>TABELA 2: IZRAČUN VREDNOSTI SINERGJE ZDRUŽENIH PODJETIJ V ČASU $T = 2009$.....</i>	<i>15</i>

KAZALO ENAČB

<i>ENAČBA 1: SPREMEMBA SEDANJE VREDNOSTI DENARNIH TOKOV.....</i>	<i>9</i>
<i>ENAČBA 2: ŠTIRI KOMPONENTE DENARNEGA TOKA</i>	<i>9</i>
<i>ENAČBA 3: IZRAČUN KOEFICIENTA ČASOVNE VRSTE (B).....</i>	<i>16</i>
<i>ENAČBA 4: IZRAČUN KONSTANTE ČASOVNE VRSTE (A).....</i>	<i>16</i>

UVOD

V finančnem svetu so pogoste združitve in pridobitve, ki naj bi vodile v učinkovitejše delovanje posameznih sektorjev ob predpostavki, da so državni in mednarodni zakoni in preiskovalni organi sposobni zaustaviti tistih, ki v okviru vseh eksternalij ne vodijo v povečanje dobrobiti družbe. Akademski krogi so si enotni, da tovrstni procesi lahko vodijo v ekonomije obsega in povezanosti, navzkrižno prodajo in druge sinergijske učinke, davčne olajšave, razpršitev tveganj in tako dalje. Drugi spet trdijo, da mnogo združitev in pridobitev (angl. *M & A* ali *Mergers and Acquisitions*) ne privede do uspeha in veliko raziskav poskuša razložiti vzroke in razloge za njihov finančni in družbeni neuspeh.

Kot študent ekonomske smeri finančni trgi in institucije se že nekaj časa zanimam za tako imenovane združitve in pridobitve, ki se zgodijo med bankami in zavarovalnicami. Tako imenovano 'bančno zavarovalništvo' (tujci temu fenomenu rečejo 'bancassurance') je še posebej pridobilo na veljavi v zadnjih nekaj desetletjih v Evropi in tudi v Združenih Državah Amerike. Ta fenomen mi v tem diplomskem delu služi kot predmet obravnave.

Namen naloge je konkretna preučitev študije primera in prikaz mogočih razlogov za neuspeh bančnega zavarovalništva, saj lahko v bodoče preko njih združitve in pridobitve med bankami in zavarovalnicami izpeljemo učinkoviteje. Cilj naloge je analiza poslovnih izkazov podjetij ter primerjalna analiza združenega podjetja ter ločenih podjetij, ki bi bila obstajala v primeru, ko do združitve nebi prišlo.

Metoda, ki je v nalogi uporabljena, sestoji iz teoretičnega opisa literature s področja združitev in pridobitev in raziskovalnega dela. Praktični del je narejen z lastno analizo ter izračuni na podlagi primera. Slednji se poglobitno nanašajo na primerjavo med pričakovanimi in uresničenimi sinergijami, delno pa so ugotovitve črpane iz prebrane literature o omenjenem primeru pripojitve. S pomočjo teorije in nadaljnjih razmislekov so predstavljeni in argumentirani razlogi, ki so privedli do neuspeha prevzema, s čimer delo pridobi glavno dodano vrednost.

V prvem poglavju je najprej na kratko opisano bančno zavarovalništvo, nato pa je podrobneje zapisana trenutno veljavna teorija o tovrstnem procesu. V drugem poglavju sledi tako imenovana študija primera, kjer je na primeru Dresdner Bank AG in Allianz SE prikazana združitev banke in zavarovalnice, ki se je izkazala za manj učinkovito od pričakovanj. V sklepu so nato predstavljeni razlogi, ki naj bi bili vplivali na pomanjkljivosti, s čimer je bralcu ponujena paleta elementov, ki bi ob upoštevanju v prihodnosti lahko zmanjšala število neuspešnih združitev in pridobitev bank in zavarovalnic. Tako bi trend bančnega zavarovalništva lahko še pridobil na veljavi.

1 BANČNO ZAVAROVALNIŠTVO; ZDRUŽITVE IN PRIDOBITVE

1.1 Splošno o bančnem zavarovalništvu

1.1.1 Zgodovina bančnega zavarovalništva

Po raziskavah Gentaya in Molyneuxa (1998) naj bi začetki tako imenovanega bančnega zavarovalništva segali že v 19. stoletje. Bančno zavarovalništvo naj bi se zgodovinsko gledano delilo na tri dele: (1) do leta 1980 so banke prodajale tesno povezane zavarovalne proizvode kot na primer kredit za potrošnike, zavarovanje domače posesti in zavarovanje proti kraji denarja; (2) po letu 1980 so banke svoje storitve razširile na zavarovalno varčevalne proizvode (angl. *savings insurance products*), skupaj z (na primer) življenjskim zavarovanjem v Franciji, ki je zagotavljalo enkratno izplačilo v prihodnosti; in (3) v 90. letih prejšnjega stoletja so banke močno napredovale na področju klasičnih zavarovalnih aktivnosti, razvile so tudi različne anuitetne investicijske pogodbe ter združile varčevalne in zavarovalne proizvode v Združenem kraljestvu.

Pomemben vstop evropskih bank v zavarovalne aktivnosti se je začel v začetku 90. let 20. stoletja. Najpomembnejši razlog za to je bila deregulacija finančnega sektorja leta 1989 sprejete direktive Second Banking Coordination Directive¹. V veljavnost je stopila v januarju leta 1993 in tako dovolila finančnim institucijam v Evropski uniji (EU), da razširijo svoje delovanje v vse ostale države članice brez pridobitve dodatnega dovoljenja za to odgovornega regulativnega telesa v gostujoči državi članici. Konkurenca med tako imenovanimi univerzalnimi bankami in večjimi preprodajalci, ki so začeli vstopati v finančne storitve, je privedla do prodaje sorodnih proizvodov (angl. *cross-selling*). Banke so pospešeno začele uporabljati prirejene cenike storitev, ki so bili odvisni od zvestobe strank. Tako so stranke, ki so pri istem ponudniku kupile večje število storitev, pridobile bolj ugodne pogoje nakupa kot tiste stranke, ki so nakup določene storitve opravile le enkrat. To je tudi eden izmed razlogov, zakaj je bančno zavarovalništvo v Evropi raslo hitreje kot druge kombinacije bančnih vrednostnih papirjev (Staikouras, 2006).

V Združenih državah Amerike je deregulacija pod Gramm–Leach–Bliley (ali Financial Services Modernization) Act iz leta 1999 legalizirala bančno zavarovalništvo, kar bo še nakaj časa najverjetneje vodilo v geografsko širitev finančnih institucij. Ta novi zakon je končal leta 1933 sprejeto Glass–Steagall prohibicijo, ki je učinkovito ločevala komercialno in investicijsko bančništvo. Novi akt se je dotaknil tudi leta 1956 sprejetega dokumenta Bank Holding Company Act, ki je preprečeval zavarovanje izdaje (angl. *underwriting*) zavarovalnic. Kot evropska direktiva Second Banking Coordination Directive in kasnejši amandmaji je bila z novim aktom uzakonjena formacija Finančnega holdinga (angl. *Financial Holding Company*), ki lahko ponuja širok spekter finančnih aktivnosti, skupaj z zavarovanjem izdaj, prodajo zavarovanj in vrednostnih papirjev, komercialnim in meničnim posredništvom, investicijami v nepremičnine in njihov razvoj ter drugimi odobrenimi finančnimi aktivnostmi.

Medtem ko je bilo bančno zavarovalništvo bolj značilno za evropski kot ameriški prostor, je akt Gramm–Leach–Bliley² predstavil podlago za spremembo na tem področju. Ne le da je

¹ Celotni naslov: Banking Coordination (Second Council Directive) Regulations: Directive 89/646/EEC z dne 15/12/1989; objava v EC Official Journal št. 386 z dne 30/12/1989.

² Uradni naslov: Public Law 106 – 102 – Gramm-Leach-Bliley Act z dne 12/11/1999; celoten tekst je moč najti na spletnem naslovu: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/content-detail.html>.

nova zakonodaja eksplicitno dovolila spajanje komercialnega bančništva in zavarovalništva (tudi investicijskega bančništva), ampak so mnoge ameriške banke to zelo hitro tudi izkoristile.

1.1.2 Donosnost bančnega zavarovalništva

Ker je bančno zavarovalništvo poznano že precej let, je seveda tudi v literaturi zapisanega veliko. Povzeti sem se odločil raziskavo, ki se ukvarja z donosnostjo projekta oziroma se sprašuje, ali se tovrsten proces ekonomsko izplača. Zanj sem se odločil na podlagi tega, ker bančno zavarovalništvo pokaže kot element, ki naj bi se v prihodnosti obdržal in celo povečeval svoj pomen v panogi finančnih družb.

Model bančnega zavarovalništva je že dolgo na široko uporabljan v Evropi, medtem ko so ga v ZDA finančna podjetja začela uporabljati nedavno tega. V raziskavi so predstavljeni dokazi o rentabilnosti tako ameriških kot evropskih združenj v obdobju med leti 1997 in 2002. Najdeni so namreč pozitivni učinki na prihodke tako ustanovljenega podjetja in obenem zanemarljivo povečanje tveganja za delničarje prevzemnika. Ti rezultati nam lahko dajo vedeti, da je bančno zavarovalništvo v prihodnosti lahko zelo aktualno in da bi lahko bančno zavarovalne družbe v naslednjih letih igrale pomembno vlogo pri evoluciji ameriškega finančnega sistema (Paige et al., 2007, str. 2). V raziskavi so Paige et al. (2007) uporabili izjemno velik vzorec združenj bank in zavarovalnic (129). Ena izmed spremenljivk, na katero se raziskava osredotoča, je *sprememba cene delnice v odziv na objavo združitve banke in zavarovalnice*. Drugi način za merjenje uspešnosti posamezne združitve se nanaša na *dolgoročno spremljanje finančnih dejavnikov družbe po združitvi*. Ta način je veliko bolj kompleksen, saj poleg konkretnih sprememb v podjetju finančni kazalci odražajo tudi spremembe v zakonodaji ter druge učinke, ki so del zunanjega okolja, in tako niso pod nadzorom podjetja. Raziskava se nato preko multivariantne analize osredotoča na različne spremenljivke, od kraja, kjer se je združenje zgodila, pa do velikosti prevzemnika in njegovih finančnih kazalcev.

S sledečimi rezultati želim ponazoriti, da bančno zavarovalništvo v osnovi skoraj ne spremeni tveganja prevzemnika, obenem pa ponuja veliko možnosti ustvarjanja sinergij. Da je temu tako, kažejo tudi cene delnic, ki se v povprečju po objavi združitve dvignejo.

Rezultati glede na **dnevno spremembo cene delnice** po objavi združitve so spodbudni, saj je povprečna dnevna stopnja donosa delnice prevzemnika zaradi objave združitve 0,66-odstotna³ in je statistično značilna na nivoju 5 odstotkov. Povprečna dnevna stopnja donosa delnice prevzetega podjetja zaradi objave združitve pa znaša 3,44 odstotka in je statistično značilna na nivoju 1 odstotka. Ena izmed zelo pomembnih ugotovitev te raziskave je, da se tveganje združenega podjetja ne poveča bistveno in tako regulatorji tega procesa nimajo razloga, da bi tovrstne združitve preprečili vnaprej. V prilogi 6 je objavljena tabela, ki med drugim prikazuje, da je beta prevzemnika (0,74) skoraj enaka beti združenega podjetja po prevzemu (0,76). Podobne rezultate so dobili tudi drugi kot na primer Amihud et al. (2002), ki so pokazali, da se absolutno in sistematično tveganje v primeru mednarodnih združenj ne povečata.

Eden izmed razlogov za uspeh bančnega zavarovalništva je, da je kombinacija banke in zavarovalnice v svoji osnovi dobra za oba dela družbe (banko in zavarovalnico). Do tega naj bi prišlo predvsem zaradi možnosti razširitve⁴ (angl. *spanning*) kratkoročnih in dolgoročnih

³ Vsi rezultati raziskave so objavljeni v tabelah v prilogi 6 in prilogi 7.

⁴ Lasten prevod.

obveznosti in premoženjskih struktur v finančnem posredništvu ter boljšega privabljanja in ohranjanja kupcev (Diamond, 1984, str. 393–414).

V spodnjem tekstu so združitve in pridobitve opredeljene kot dogodki na **trgu za nadzor družb**⁵ (angl. *the market for corporate control*). Boji za nadzor v podjetju preko glasovalnih pravic in privatizacije so pogosti spremljevalni dogodki pri združitvah, zato so tudi ti elementi podrobneje opisani v nadaljevanju. Zatem so združitve in pridobitve opredeljene še na podlagi tipov in osnovnih oblik. V zaključku teoretičnega dela so predstavljeni viri sinergij združitvev in pridobitev.

1.2 Ekonomika združitvev in pridobitev

1.2.1 Trg za nadzor družb

Nadzor združitvev in pridobitev je v Evropi že skoraj dvajset let aktiven in s tem ustvarja trg združitvev z vedno natančnejšimi definicijami M & A (združitvev in pridobitev) in tudi številnimi študijami primerov. Konec septembra 1990 je namreč v veljavo stopila Regulacija znotraj Evropske Skupnosti (ES; predhodnica Evropske unije), ki jo je leto poprej odobril Svet ministrov. Tako je bil ustvarjen nov sistem nadzora združitvev v ES. Takoj po sprejetju omenjene regulacije se je pojavil problem neodvisnosti in integritete novonastalih institucij, ki naj bi skrbele za nadzor. Problem je bilo tudi pokazati, da je konkurenca na trgu dobra za družbo. Predvsem je bilo vprašljivo spoznanje, da lahko večja konkurenca v absolutnih številkah vodi do izboljšanja sistema (Neven et al., 1993, str. 34).

Glavna naloga pri nadzoru združitvev podjetij je bila vseskozi odpravljanje prekomernega kopičenja tržne moči, kar lahko v določenih primerih vodi do 'skoraj monopolne' pozicije na trgu. Razlogov za združitve, ki vodijo do monopola, je veliko; od večjih prihodkov na račun ekonomij obsega in proizvodov, do lažjega lobiranja in nadzora ostalih konkurentov na danem trgu (Neven et al., 1993, str. 36).

Delničarji imajo navkljub možnosti volitve uprave le malo neposrednega vpliva pri odločitvah, ki jih kasneje izvoljeni menedžment sprejema. Vseeno pa v primeru podjetij, ki so na borzi (z njihovimi delnicami se torej javno trguje), delničarji posredno nadzorujejo upravo preko cene delnice (nižja cena delnice namreč veča možnost prevzema podjetja in zamenjave neučinkovite uprave). Zadovoljstvo delničarjev z aktivnostmi uprave podjetja se bo odražala v višji ceni delnic. Relativno nizka cena delnice odraža nasprotno mnenje delničarjev in lahko spodbudi k prevzemu, ki ga izvede drugo podjetje (Brealey, 2008, str. 587).

Združitve in pridobitve so pogosto videne kot učinkovit mehanizem za prerazporeditev produktivnega premoženja. Potem ko je podjetje enkrat prevzeto, se lahko zgodi, da je neučinkovita uprava zamenjana. Ta 'motiv za disciplino' zagotavlja učinkovito razporeditev na trgu za korporacijsko kontrolo (Manne, 1965) in vodi k dejstvu, da različni upravljalni timi ('uprave') tekmujejo za pravico nadzora nad korporacijskimi viri in premoženjem (Jensen, 1988). Slednji je tudi pokazal, da menedžerji, ki so med drugim zaščiteni pred prevzemi drugih korporacij, uživajo višje honorarje in ustvarjajo manj bogastva za 'svoje' delničarje. Martin in McConnell (1991) sta odkrila dokaze za tako imenovani *argument discipline na trgu*. Pokazala sta namreč, da je v prvih dveh letih po izpeljanem prevzemu v okoli 60,9

⁵ Proces, pri katerem se lastništvo in nadzor družb prenašata z ene skupine investitorjev in menedžerjev na drugo.

procenta prišlo do zamenjave enega ali obeh top menedžerjev v prevzetem podjetju. Raziskava je bila izpeljana na 253 podjetjih, ki so bila prevzeta v času od 1958 do 1984.

Po Rossu (2004) je *nadzor* definiran kot posedovanje večine glasov odbora direktorjev (uprave). Prenos nadzora z ene skupine delničarjev na drugo je definiran kot prevzem (angl. *takeover*) (Ross, 2004, str. 789). Če ciljno podjetje sprejme ponudbo za prevzem, ponudnik plača z denarjem ali vrednostnimi papirji in tako pridobi delnice ali premoženje prevzetega podjetja (Ross, 2004, str. 789).

1.2.1.1 Definicije

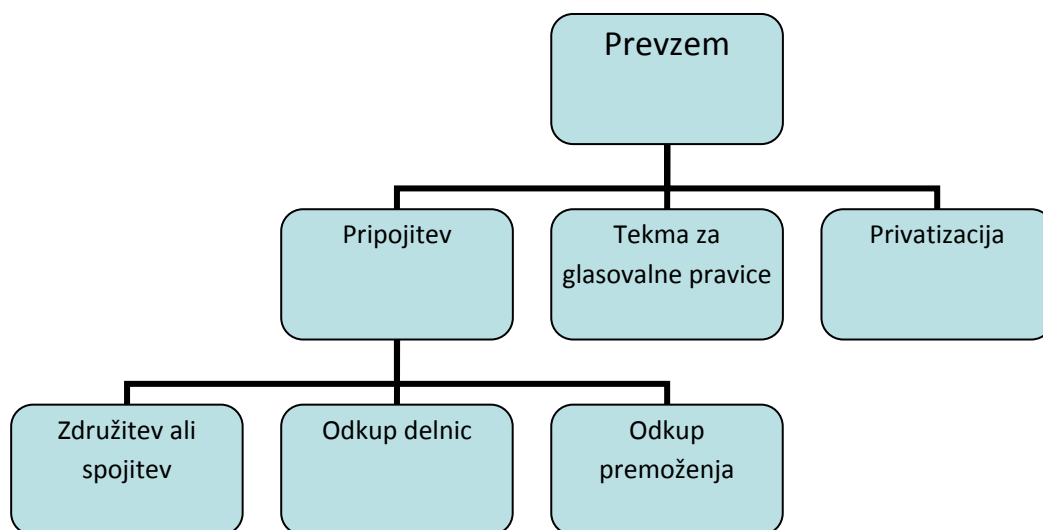
Za lažjo analizo prevzema, ki bo sledila v praktičnem delu naloge, je potrebno predstaviti definicije, ki nam bodo pomagale pri preučevanju prevzema. V nadaljevanju so tako predstavljene najosnovnejše definicije in, kjer je potrebno, še nekoliko bolj podrobne opredelitve in opisi.

Prevzemi se lahko zgodijo preko pripojitve, s pomočjo lastništva nad glasovalnimi pravicami in transakcijami, ki vodijo v privatizacijo premoženja (angl. *going-private transactions*). Tako je prevzem izraz, ki zajema veliko večje število aktivnosti kot pripojitev. To dejstvo je predstavljeno v naslednjem prikazu.

Tri oblike prevzema (angl. *takeover*) so:

- (1) *pripojitev* (angl. *acquisition*),
- (2) *tekma za glasovalne pravice* (angl. *proxy contest*) in
- (3) *privatizacija* (angl. *privatization*).

Slika 1: Delitev prevzemov



Vir: Ross, *Fundamentals of Corporate Finance*, 2004, str. 799.

Omenjene tri vrste prevzemov so opisane v nadaljevanju.

Pripojitev

Pripojitev se lahko zgodijo na tri načine: preko združitve ali pripojitev (angl. *mergers*), odkupa delnic ali odkupa premoženja.

1. Termin *združitev ali spojitev* se nanaša na kombinacijo premoženja in obveznosti prevzete družbe in prevzemnika. »Nova entiteta lahko obstoja na ravni holdinga ali kot del podjetja« (Altunbas, 2004, str. 34). Vsaj ena od vključenih entitet pri tem izgubi svojo legalno avtonomnost (Securities and Exchange Commission, 2009). O združitvi ali spojitvi podjetij govorimo torej takrat, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno. Združitev mora biti izvedena v skladu z zavezujočo zakonodajo. Za združitev podjetja je pripravljena ustrezna pogodba, ki jo podpišejo predstavniki podjetij, potrdijo nadzorni sveti in nato z večino glasovodobrijo ali zavrnejo delničarji vpletenih podjetij.
2. Pri *odkupu delnic* prevzemnik kupuje delnice z glasovalnimi pravicami. To dejanje lahko sproži *prostovoljna prevzemna ponudba* (angl. *private offer*) menedžmenta ponudnika tarčnemu podjetju in se lahko nadaljuje s *prevzemno ponudbo* (angl. *tender offer*). Po prevzemu z odkupom delnic ostane ciljno podjetje v celoti odgovorno za vse svoje obveznosti, razen če kasneje preraste v formalno združitev podjetij. Za razliko od združitve ali spojitve podjetij tukaj ni potreben sklic skupščine delničarjev pa tudi njihovega soglasja ni potrebno pridobiti. Posebnost prevzema z odkupom delnic je, da prevzemniku ni treba odkupiti 100 odstotkov delnic. Tako se posameznim delničarjem ni treba odločiti za prodajo svojih delnic.
3. Pri *odkupu premoženja* ponudnik kupi celotno premoženje tarčnega podjetja in ga tako prevzame. Lastništvo premoženja se mora prenesti in dogovorjeni znesek je nakazan na ciljno podjetje (Brealey, 2008, str. 898). Pri pridobitvi premoženja kupec prevzame premoženje in obveznosti, medtem ko je pri pridobitvi delnic prevzet le kapital. Se pravi, da lahko ciljno podjetje po prodaji premoženja prevzemniku ostane nespremenjeno, vendar po končanem prenosu lastništva običajno preneha obstajati kot pravna oseba.

V splošnem zgoraj opisano delitev prevzemov, ki imajo za cilj združitev poslovanja dveh ali več družb, opredelimo kot '*združitve in pridobitve*'. Tako v mislih nimamo konkretnega primera prevzema, vendar pa je določena tako imenovana tematika. Prav v tem splošnem pomenu sledi nadaljnja delitev prevzemov. Omeniti je treba še to, da v javnosti dostikrat prihaja do zmede, ko se združitve in pridobitve prevajajo kot združitve in prevzemi. Termina prevzem (angl. *takeover*) in pripojitev (angl. *acquisition*) se namreč v Sloveniji prevajata kot prevzem, s čimer prihaja do dvojnega pomena. V tej nalogi je ta ločitev jasna, tako da ne bi prihajalo do napačne interpretacije.

Združitve in pridobitve oziroma prevzemi so lahko v okviru vrste panog in vrednostne verige definirani kot *horizontalni*, *vertikalni* in *konglomeratni*:

1. *Horizontalni prevzem*
Pred izpeljavo sta prevzemnik in prevzeto podjetje delovala v isti panogi in tudi na istem proizvodnem delu (Brealey, 2008, str. 883).

2. Vertikalni prevzem

Pred izpeljavo sta prevzemnik in prevzeto podjetje delovala na različnih proizvodnih delih znotraj dane panoge. Prevzemnik se ali razširi proti viru surovih materialov ali naprej v smer končnega kupca (Brealey, 2008, str. 883).

3. Konglomeratni prevzem

Pred izpeljavo sta prevzemnik in prevzeto podjetje delovala v nepovezanih linijah produkcije (Brealey, 2008, str. 883).

Z vidika razmerja je lahko M & A opredeljen kot sovražen ali pa kot dogovorjen. Sovražen se kaže v obliki javnega zavračanja ciljne družbe ali pa kot zaznamovanje prevzemnika kot nepoklicanega ali neprijaznega (Andrade, 2001, str. 106). Ponudbo za prevzem tako v primeru sovražnega prevzema ciljno podjetje (tako uprava kot tudi nadzorni svet) sprejme z neodobranjem.

Transakcije združitve in pridobitev so lahko *domače* (angl. *domestic*) ali *mednarodne* (angl. *cross-border*). Mednarodne so v primeru, ko vpletene stranke delujejo znotraj različnih nacionalnih gospodarstev.

Tabela 1: Klasifikacija transakcij združitve in pridobitev

Vrednostna veriga transakcij	Razmerje transakcij	Ekonomski trg transakcij
- Horizontalna	- Dogovorjene	- Domači
- Vertikalna	- Sovražne	- Mednarodni
- Konglomerat		

Vir: Ross, *Fundamentals of Corporate Finance*, 2004, str. 815.

Tekma za pooblastila za glasovalne pravice

Prevzemi se lahko zgodijo preko pridobljenih pooblastil za glasovalne pravice. Pooblastilo je pravica, ki omogoča glasovanje v imenu delničarjev, ki so to pravico prenesli na tretjo osebo, takisto delničarja družbe (Brealey, 2008, str. 901). V tekmi za pooblastila za glasovalne pravice delničarji poskušajo pridobiti dovolj pooblastil, da bi tako lahko sami izbrali 'primerne' menedžerje v upravi s predvolilnega seznama kandidatov. Z namestitvijo nove uprave je pogosto zamenjan tim menedžerjev, ki ni deloval dovolj učinkovito.

Grožnja tekme za pooblastila za glasovalne pravice ima močno signalno funkcijo in lahko spodbudi predsedujoči menedžment, da spremeni način upravljanja javnih delniških družb (angl. *Corporate Governance*). V letu 2006 je Carl Icahn nakazal namen za postavitev svojih kandidatov na vodstvene pozicije (uprava in predsednik) AOL Time Warnerja. Čeprav je Icahn skupaj s svojimi privrženci nadzoroval samo pet procentov vseh glasovalnih pravic, je pretnja tekme za pooblastila prisilila menedžment k povečanju programa za odkup delnic ter znižanju dodatnih 500 milijonov evrov stroškov in tudi k določitvi dveh novih direktorjev (Brealey, 2008, str. 901))

Privatizacije

V privatizaciji skupina vlagateljev kupi vse delnice danega javnega podjetja ali holdinške družbe na borzi. Takoj po odkupu vseh delnic je podjetje vzeto z borze (Ross, 2004, str. 799). Njegove delnice po odkupu torej ne kotirajo več oziroma jih ni več mogoče kupiti na organiziranih trgih. Privatizacija je tako preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto.

1.2.2 Računovodstvo združitve in pridobitev

Nakupna metoda pri poročanju združitve in pridobitev zahteva, da se o premoženju prevzete družbe poroča v knjigah prevzemnika po njeni *pošteni tržni vrednosti*. Sledeča slika prikazuje ta proces v finančnih izkazih z aplikacijo računovodstva pri združitvah, ki ga je ustanovil odbor za ameriške računovodske standarde FASB (angl. *Financial Accounting Standards Board*). V tem primeru podjetje A kupi podjetje B za 18 milijonov evrov. Nakupna cena je višja od poštene tržne vrednosti podjetja B za 8 milijonov evrov. Nastane novo ustanovljeno podjetje AB.

Slika 2: Primer računovodstva pri združitvah

Balanca stanja podjetja A				Balanca stanja podjetja B			
NOK	20	30	O	NOK	1	0	O
NP	80	70	K	NP	9	10	K
	100	100			10	10	

Balanca stanja podjetja AB			
NOK	21	30	O
NP	89	88	K
Dobro ime	8		
	118	118	

NOK = neto obratni kapital
NP = neto knjižna vrednost neopredmetenega premoženja
O = obveznosti
K = knjižna vrednost kapitala

Vir: Brealey, 2008, str. 888

Zakaj je podjetje A plačalo dodatno premijo za B? Obstajata dva možna razloga: (1) resnična vrednost B-jevega stvarnega premoženja (delovni kapital, tovarna, oprema itd.) je mogoče veliko višja od knjižne vrednosti 10 milijonov evrov; (2) možno je, da A plačuje tudi za nedotakljiva sredstva podjetja B, ki jih slednje nima zapisana v svoji bilanci stanja, ali pa preprosto označuje pričakovane ekonomske dobičke zaradi združitve (t. i. sinergijski efekti). Razlika med nakupno in pošteno ceno se kaže v novi postavki *dobro ime* in je enaka 8 milijonom evrov. Vsako leto mora biti izvedeno zmanjšanje te postavke. Na ta način lahko

pride do luknje v dobičku. AOL je bil na primer v letu 2002 prisiljen odpisati 54 milijard evrov vrednosti premoženja⁶ (Brealey, 2008, str. 899).

1.2.3 Viri sinergij združitve in pridobitev

Preden prevzemnik obelodani željo po združitvi in začne pogajanja z ciljnimi podjetjem, mora preveriti možnosti sinergij dane združitve. Formalno lahko to stori z izvedbo analize diskontiranja denarnih tokov.

Enačba 1: Sprememba sedanje vrednosti denarnih tokov

$$\text{sinergija} = \Delta SV_{AB} = \sum \Delta DT_t / (1+r)^t \quad (1)$$

ΔSV_{AB}	... sedanja vrednost sprememb denarnega toka zaradi združitve
r	... stopnja donosa združenega podjetja
ΔDT	... sprememba denarnega toka zaradi prevzema ⁷

Vir: Ross, Fundamentals of Corporate Finance, 2004, str. 802.

Ta dodatni denarni tok se lahko razdeli na štiri komponente, opisane v enačbi 2.

Enačba 2: Štiri komponente denarnega toka

$$\Delta DT = \Delta \text{Prih}_t - \Delta S_t - \Delta D_t - \Delta \text{Potreba po kapitalu}_t \quad (2)$$

ΔPrih_t	... sprememba prihodkov (angl. incremental revenues)
ΔS_t	... sprememba stroškov (angl. incremental costs)
ΔD_t	... sprememba davkov (incremental acquisition taxes)
$\Delta \text{Potreba po kapitalu}$	... sprememba potrebe po investicijah v osnovni kapital in stalno premoženje (angl. <i>change in capital requirements</i>)

Vir: Ross, Fundamentals of Corporate Finance, 2004, str. 802.

Zavoljo integritete se korist združitve določi tako, da se cena za pridobitev odšteje od diskontiranega skupnega denarnega toka (Brealey, 2008, str. 893).

Omenjene štiri komponente so podrobneje opisane v nadaljevanju.

1.2.3.1 Povečanje prihodkov

Povečanje prihodkov lahko izhaja iz *strateških koristi*, *tržne moči* ali *tržnih dobičkov* (Ross, 2004, str. 802). Ti trije elementi so predstavljeni v nadaljevanju.

Nekateri prevzemi obljublajo **strateške koristi** (Ross, 2004, str. 802) V nekaterih primerih je moč doseči tekmovalno prednost, ki je druga podjetja v panogi ne morejo in ki je tudi menedžerski timi prevzemnika in prevzetega podjetja v lastni režiji ne znajo uveljaviti. Tako se ustvari dodana vrednost, ki vodi neposredno k ustvarjenim dodatnim ekonomskim rentam (Brealey, 2008, str. 893).

Kar se tiče **tržne moči**, je prevzem lahko tudi posledica želje po zmanjšanju tržne konkurence. Na ta način se lahko povečajo cene in zviša dobiček (Ross, 2004, 802). Fenomen

⁶ <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,233436,00.html> (20. 6. 2009).

⁷ Sprememba denarnega toka je opredeljena kot: $\Delta DT = \Delta DT_{AB} - (\Delta DT_A + \Delta DT_B)$.

tržne izključitve (angl. *Market Foreclosure*) se nanaša na izključitev tekmecev iz virov in distribucijskih kanalov v panogi (Picot & Frank, 1993, str. 185). Tržna moč in višja učinkovitost se medsebojno dopolnjujeta in krepi; s povečano koncentracijo lahko podjetje goji zmanjšanje stroškov, ki temeljijo na sinergijah in obratno.

Tržna moč se ne kaže nujno le pri horizontalnih pridobitvah. Konglomeratne pridobitve lahko dovoljujejo družbi vstop v sledeče aktivnosti:

1. Podjetje lahko medsebojno subvencionira proizvode. Dobički iz ene pozicije na trgu se lahko na primer delno porabljajo za boj za tržni delež na drugem trgu.
2. Družba lahko simultano cilja na omejevanje konkurence na več kot le enem trgu. En način za tovrstno aktivnost je preko tihega dogovora s tekmeci, ki jih podjetje srečuje na več trgih. To teorijo medsebojnega popuščanja je v letu 1955 razvil Edwards. Praktični primer je lahko gradnja oporišča (angl. *foothold*) na enem izmed trgov, medtem ko ima na drugem trgu partner v tistem dogovoru že zgrajeno oporišče (Porter, 1985). Druga možnost omejevanja konkurentov na več kot le enem trgu je gradnja vzajemnega trgovanja in združevanje oddelkov v podjetjih kot na primer oddelek za nakup. Zadnja dva fenomena je težko oceniti, saj sta lahko tako sinergijsko usmerjena kot tudi anti-kompetitivna.
3. Družba lahko cilja k preprečevanju vstopa potencialnih bodočih tekmecev. En način za dosego tega cilja je preko dodatnih pridobitev tržnega vodje. Preprečevanje vstopa je še težje oceniti kot v prejšnjem odstavku omenjena primera. Videti je, da je varljiv karakter potencialnih konkurentov razlog za neprestano spreminjajočo se usodo v nezaupanju (Steiner, 1975; Trautwein, 1990, str. 286).

Te vrste prednosti so bile označene kot *sinergije tihega dogovora* (angl. *Collusive Synergies*) (Chatterjee, 1986) ali pa *medsebojni konkurenčni odnosi* (angl. *Competitor Interrelationships*) (Porter, 1985).

Združitve in pridobitve lahko v okviru **tržnih dobičkov** vodijo k višjim prihodkom preko izboljšane oglaševanja. Te izboljšave je moč narediti z bolj učinkovitimi medijskimi programi in oglaševalskim trudom ali pa preko okrepitve že uveljavljene distribucijske mreže in bolj optimalnega tehtanja mešanice proizvodov (Ross, 2004, str. 802).

1.2.3.2 Zniževanje stroškov

Eden najpogostejše omenjenih razlogov za združitev je dejstvo, da lahko združena družba pogosto deluje stroškovno bolj učinkovito kot dve posamezni družbi. To lahko doseže na primer preko **ekonomij obsega** ali pa preko **odstranitve nekompetentnega tarčnega menedžmenta**.

Če se povprečni stroški proizvodnje nižajo, medtem ko se količina proizvodnje večja, je govora o ekonomiji obsega (Brealey, 2008, str. 885). Ekonomije obsega so prisotne, vse dokler podjetje ne zraste do svojega optimalnega obsega. Po tej točki se pojavijo negativne ekonomije obsega in povprečni stroški se z večanjem količine proizvodnje povečujejo.

Ekonomije obsega bi lahko argumentirali tudi preko dejstva, da se ob večji proizvodnji fiksni stroški raztegnejo preko večjega števila proizvodov, ob združitvah in pridobitvah pa prihaja do deljenja lastništva centralnih delov, na primer sedeža podjetja (Ross, 2003, str. 803), ali pa centralnih storitev, to je top menedžmenta (Brealey, 2008, str. 885).

V okviru odstranitve in zamenjav neučinkovitega menedžmenta literatura pogosto razume združitve kot preprost mehanizem za zamenjavo neučinkovitega menedžmenta. Pravzaprav najvišji menedžment praviloma zapusti družbo po izpeljani združitvi (Brealey, 2008, str. 882).

1.2.3.3 Davčne pridobitve in kapitalske zahteve

Zadnja dva vira sinergij sta tu prikazana skupaj, saj je v teoriji o njiju zapisanega bolj malo, vseeno pa se pojavljata kot realna dejavnika pri ocenjevanju uspešnosti združitve.

Davek se lahko izkaže za močno spodbudo pri pridobitvah. Potencialne davčne pridobitve, ki so lahko v povezavi s pridobitvijo, so na primer hitrejša izognitev davku v primeru, ko ima en del podjetja izgubo, medtem ko je drugi v poslovnem letu imel dobiček. Izgube enega dela so tako lahko uporabljene kot davčna olajšava (Clements, 2000, str. 230).

Drugi razlog, ki govori v prid združitvam in pridobitvam, je lahko tudi tako imenovana trgovina znotraj podjetja po prevzemu. Podjetje si lahko na ta način omeji ali pa popolnoma preneha plačevati davke na transakcije, ki so bile pred prevzemom videne kot trgovanje med podjetji. Kolikšnemu davku se lahkoogne, je največkrat določeno z nacionalno zakonodajo (Clements, 2000, str. 230).

Združeno podjetje lahko torej preko več načinov nadzoruje višino davka državi.

Seveda se ob vsakem prevzemu ali pridobitvi spremenijo tudi kapitalske zahteve, vzrok za to se skriva v nastali družbi, ki je večja in tudi bolj razpršena na več dejavnosti, kar ji daje dodatno stabilnost.

Stroški izdaje novega vrednostnega papirja so odvisni od ekonomije obsega. Po izvedeni združitvi lahko družba izvaja redkejša in večja izdaja vrednostnih papirjev (Brealey, 2008, str. 890).

Tudi stroški izposojanja so pri združenih družbah nižji, saj si enote medsebojno zagotavljajo, da bo dolg poplačan. Te vzajemne garancije zmanjšujejo tveganje dolga (Brealey, 2008, str. 890).

2 ŠTUDIJA PRIMERA

Ob prehodu na praktični del naj najprej opozorim na priloge, še posebej na opisa obeh glavnih udeležencev, ki sta sodelovala pri omenjeni pripojitvi (zakaj je govora o pripojitvi, je razloženo v nadaljevanju). Menim namreč, da je zelo zanimivo spoznati zgodovino vsake družbe posebej, saj na ta način lažje razumemo njihova dejanja. Pomembnejše značilnosti so zato omenjene tudi znotraj tega dela, saj bomo prek njih lahko argumentirali sprejete odločitve in razlagali rezultate, ki so v finančnih poročilih.

V tej študiji primera se izmenjujejo finančni in nefinančni argumenti, ki nakazujejo, da pripojitev ni potekala po predhodno načrtanih planih. V sklepu so povzeti zgolj opisni zaključki, saj menim, da je na ta način najbolje opisati pomanjkljivosti procesa.

Sledi kratek pregled primera, nato pa razlogi, ki so primarno lahko bili odločilnega pomena za začetek pripojitve. Nato je prikazana opredelitev prevzema, kjer lahko natanko povemo, za kakšen posel je šlo. Sledi bolj finančno opredeljen del naloge, ki se ubada z izračunom sinergij, slednje pa potem vsaj delno preveri s posameznimi faktorji.

2.1 Pregled študije primera

Za ponazoritev konkretnega primera M & A sem se odločil opisati nemški družbi Allianz SE in Dresdner Bank AG. Gre za največjo evropsko zavarovalnico in v letu 2001 tretjo največjo banko v Nemčiji. Razlog za to odločitev je bil predvsem v poskusu spoznavanja možnih pomanjkljivosti, ki se lahko pri tovrstnih prevzemih zgodijo ter posledično bolj škodujejo ekonomiji in družbi kot koristijo. Omenjeni prevzem je namreč za seboj pustil močno okrnjeno družbo Dresdner Bank AG, ki se je preko sto trideset let ponašala kot banka z močno in pisano zgodovino ter odlično organiziranimi procesi znotraj podjetja. Če se podamo v zgodovino tik pred prevzemom omenjene banke, lahko takoj opazimo dejstvo, da sta med leti 1999 in 2001 propadla dva poskusa prevzema Dresdner Bank AG – prevzema sta poskusila izpeljati Deutsche Bank AG in Commerzbank AG. Ta podatek nam pove, da se je v družbi Dresdner Bank AG skrival potencial, ki so si ga družbe želele spraviti pod svoje okrilje. Kar je mogoče najzanimivejši in najbolj prepričljiv dokaz o neuspešnosti projekta 'Allianz SE in Dresdner Bank' je podatek, da sta se Commerzbank in Dresdner Bank leta 2000 želela dogovoriti o združitvi dveh enakovrednih podjetij, čeravno je bila Dresdner banka nekoliko večja izmed obeh. V letu 2009 pa je Commerzbank prevzela Allianz Dresdner Bank brez vprašanja o tem, kdo prevzema koga. Dresdner Bank se je namreč med leti 2001 in 2007 zmanjšala z okoli 46 tisoč na samo okoli 26 tisoč zaposlenih. Obenem so neto obrestni in neobrestni prihodki v podjetju upadli z 8205 milijonov na 5505 milijonov evrov. Da je bila kasneje Commerzbank AG banka resnično večja, dokazuje tudi njen osnovni kapital, ki je v tem času zrasel s slabih 12 milijard na dobrih 16 milijard evrov. Dresdner Bank AG je v istem obdobju z okoli 21 milijard padla na dobrih 14 milijard evrov osnovnega kapitala.

V tej študiji primera poskušam pokazati spremembe obeh v združitev vpletenih družb v času med letoma 2001 in 2009, ko je Dresdner Bank prešla na Commerzbank. V glavnem delu te raziskovalne naloge sledi izračun sinergij pripojitve, nakar so predstavljeni možni razlogi, ki so k 'neuspehu' združitve lahko prispevali. Dokazi temeljijo tako na finančnih izkazih kot tudi na logičnih razmislekih, ki izhajajo iz definicij, kako naj bi pravilna pridobitev ali združitev delovala.

2.1.1 Razlogi prevzema

Sledijo glavni elementi, ki so pripeljali do združitve obeh podjetij. Zavedati se moramo, da vsak razlog za združitev spremlja še razlog, zakaj naj do združitve ne bi prišlo. Tako je bilo moč v časopisju prebrati članke, ki so opisovali pogajanja o združitvi nekaj dni kot očitnost, nekaj dni pa kot projekt, ki nikakor nima smisla. Ker je v končni fazi do podpisa prevzema prišlo, lahko sklepamo, da so pozitivni elementi pogodbe prevladali, tako da se v tem delu posvečam predvsem slednjim. Ob pregledu vseh informacij o pripojitvi sem naletel na tri glavne dejavnike, ki so podpirali združitev. To so **gospodarska in politična lega Zvezne republike Nemčije**, **nacionalna tekmovalnost** in **predhodno neuspele združitve**. V nadaljevanju so ti trije dejavniki tudi podrobneje opisani.

Nölting (2008) je v spletni reviji Spiegel Online objavil članek, ki pravi, da je **gospodarska in politična lega Zvezne republike Nemčije** prisiljevala finančna podjetja v združitve, da bi bila tako slednja na mednarodnem področju bolj konkurenčna. Nemčija je namreč eno izmed največjih gospodarstev v svetu in obenem največje gospodarstvo v Evropski uniji. Pri tem pa ima relativno zelo majhne finančne institucije, ki težko tekmujejo z največjimi finančnimi konglomerati po svetu. Združitev bi namreč po mnenju mnogih bančnih analitikov začela zelo zapozneno konsolidacijo v nemškem finančno-bančnem sektorju. Nemške banke so bile v takratnem času nasproti velikim mednarodnim družbam videti kot palčki. Za primer vzemimo

med drugim tudi na nemških tleh delujočo kitajsko ICBC s tržno kapitalizacijo 248 milijard evrov ali pa britansko HSBC s tržno kapitalizacijo 189,9 milijarde evrov. Po tržni vrednosti je Deutsche Bank rangirala na 32. mestu na svetu, medtem ko je Commerzbank zasedala 84. mesto. Temu primerno se že nekaj let pojavljajo komentariji, da se morajo finančna podjetja znotraj nemškega nacionalnega prostora najprej združiti, da bi tako izkoristila ekonomije obsega. Posledično večja učinkovitost pa bi jim omogočila močnejši status nasproti mednarodnim finančnim podjetjem. Govorimo lahko torej o situaciji, ko podjetje izbira med dvema slabima možnostma; lahko počaka z združitvijo in tako prepusti vodilnim svetovnim podjetjem, da še nadalje narekujejo tempo in razvoj panoge (v našem primeru finančnega sektorja). Po drugi strani pa lahko podjetje prične s konsolidacijami, ki pa so lahko uspešne ali neuspešne. V konkretnem primeru Allianz SE je v osnovi zavarovalno podjetje prevzelo Dresdner Bank AG delno tudi zato, da bi bilo bolj konkurenčno v celotnem finančnem sektorju. Zavedati se moramo, da je Allianz SE v zavarovalnem sektorju v mnogih pogledih narekoval trend razvoja, obenem pa se je želel prilagoditi mnenju javnosti, ki je želela, da bi nemška podjetja stopila skupaj. V našem primeru se je odločitev pokazala za slabo, saj je Allianz SE ob prevzemu izgubil veliko denarnih tokov za ohranjanje novo pridobljene banke pri življenju, s čimer se ni mogel povsem osredotočiti na svoje prednosti v zavarovalnem sektorju.

Bonn (2002) je v spletni različici revije Time zapisal, da je **Nacionalna tekmovalnost** znotraj nemškega ozemlja v tistem času zagotavljala, da bi ob uspelem podpisu Allianz SE postal igralec, ki bi po kapitalizaciji uspešno konkuriral z večjo Deutsche Bank AG, kar bi najverjetneje dolgoročno privedlo do boljše učinkovitosti obeh družb, in sicer ne le na nemških tleh, saj večje podjetje z višjo tržno kapitalizacijo lažje napada oziroma prevzema tudi podjetja v tujini, kar je bilo v primerih večjih nemških družb prej izjema kot pravilo. Neizkoriščenost tega orodja za širjenje v tujino je še danes velika napaka, ki so jo nemške banke storile. Medtem ko so namreč tuja podjetja z veliko lahkoto vstopala v podjetja v Nemčiji, so se slednja veliko težje odločala za združitve in posledično večjo konkurenčnost tudi nasproti mednarodnim podjetjem. Med pomembnejše prevzeme, ki so jih izvedla tuja podjetja, lahko omenim HypoVereinsbank, ki jo je kupil Unicredit, in pa del Hypo Real Estate, ki je prešel na ameriške investitorje, IKB pa je kupil ameriški investitor Lonestar.

Bellick (2001) je v spletni reviji Marketwatch omenil tretji razlog za pristanek na pripojitve, in sicer **predhodno neuspele združitve** Dresdner Bank AG in Deutsche Bank AG ter Commerzbank AG (temu so botrovala neuspešna pogajanja) kot tudi trije predhodno neuspeli poskusi pripojitve Dresdner Bank AG podjetja Allianz SE. Ta razlog je izrazito psihološke narave. To potrjuje tudi izjava v omenjeni reviji mednarodno priznanega ekonomista Andrewa Prestona: »Bližina med Dresdner Bank in Allianz in dejstvo, da Allianz ne more še v četrtem poskusu propasti pri prevzemu Dresdner Bank, pomeni, da Allianz ta poskus prevzema mora izpeljati z uspehom.« Prav ta razlog je znal biti odločilnega pomena pri prevzemu. Ravno ta element nefinančnega pomena je tako mogoče ekonomsko nesprejemljiv projekt pripeljal do izpeljave.

2.1.2 Opredelitev prevzema

Vpogled v združitev nam bo bolj jasna, če se je najprej lotimo s pomočjo definicij združitve, ki smo jih v prejšnjem delu naloge spoznali.

Allianz SE je Dresdner Bank AG kupil junija 2001. To je storil preko prostovoljne prevzemne ponudbe, ko je 1. junija 2001 uradno objavil 24 milijard evrov vredno ponudbo za odkup delnic tedaj tretje največje nemške banke. Pri Allianz SE so ocenili, da jih bo prestrukturiranje

prevzete banke do leta 2006 stalo okoli 375 milijonov evrov, v istem času pa naj bi že imeli za okoli 2,24 milijarde evrov sinergij v okviru stroškov in prihodkov. Medtem naj bi od leta 2006 letni bruto sinergijski učinki dosegali 1,08 milijarde evrov. Za 60 odstotkov tega učinka naj bi bila zaslužna razvejana prodajna mreža Dresdner Bank AG. Da je bila prevzemna ponudba prostovoljna, nam kaže podatek, da je v tistem trenutku Allianz posedoval 'le' 21,4-odstotni delež, kar je okoli 4 odstotke manj od deleža, ko podjetje mora objaviti prevzemno ponudbo (Finance, 2001).

Če prevzem opredelimo po teoriji, ugotovimo, da je šlo za tako imenovano pripojitev preko odkupa delnic. Allianz SE je leta 2001 pridobil vse delnice podjetja Dresdner Bank AG, ki je bilo še isto leto črtano s seznama DAX-a. V letu 2002 so bile vse delnice Dresdner Bank AG pretopljene v Allianzove, ciljna družba je tako izgubila še del svoje samostojnosti. Kljub temu pa je dresdenska banka še naprej lahko vodila lastne posle.

Glede na vrednostno verigo transakcije lahko ugotovimo, da je šlo tako rekoč za nastanek konglomerata. Panogi bančništva in zavarovalništva si namreč kljub mnogim podobnostim še zdaleč nista enaki. Allianz SE si je na ta način razširil nabor storitev, zaradi česar so odgovorni v začetku družbo imenovali kar Allfinanze.

Šlo je za dogovorjen prevzem, o sovražnosti ali sovražnih namenih namreč ni bilo govora. Še več, nekateri so prevzem opisovali celo kot samo združitev (po definiciji napačno), tako da lahko vidimo, da je bil izraz *združitve in pridobitve* v dnevih prevzema mogoče kar nekako najbolj ustrezen termin za opis procesa združevanja obeh podjetij, saj se je bilo s tem moč ogniti nekaterim političnim vprašanjem določanja tipa prevzema. Prav tako je šlo za domač prevzem, obe podjetji sta imeli namreč v času pripojitve sedeža v Zvezni republiki Nemčiji.

Seveda so bili ob potrjeni pripojitvi vsi vodilni kadri prepričani, da bo novonastali Allianz SE uspešno deloval in da bo uspel izkoristiti dodatno možnost prihodkov, ki so jo analitiki napovedovali v obliki pokojninskih provizij. Le-te naj bi novonastali finančni gigantom pobiral zaradi eksplozije novih sklenitev zasebnih pokojnin v Nemčiji. Allianz SE je imel namen tovrstne proizvode tržiti tudi preko filial Dresdner Bank AG, kar bi omogočilo večji iztržek novonastale priložnosti. S starajočo populacijo je nemška vlada namreč začela pripravljati mešanico davčnih olajšav in prisile, s čimer naj bi se več ljudi odločilo za zasebni pokojninski način varčevanja. Pokojninski sektor naj bi tako v Nemčiji začel rasti 15 procentov na letni ravni.

2.1.3 Pregled sinergij prevzema

V tem delu je glavni namen opazovati primerjavo med sinergijami, ki so jih izkazovala pričakovanja uprave Allianz SE, in izkupičkom, ki se je čez nekaj let dejansko pokazal. V fokus bomo vzeli že zapisani trditvi o pričakovanjih sinergijskih učinkov, na njihovi osnovi pa lahko pridemo do želene razlike. Z rezultati, ki jih preko oportunitetnega stroška naložb pretvorimo na poslovno leto 2009, lahko opredelimo uspešnost napovedi, ki jih je dala uprava Allianz SE. Za izračun uporabimo kazalec donosnosti kapitala (angl. *ROE*; *return on equity*) Allianz SE, ki je v obdobju med leti 2000 in 2006 nominalno znašal približno 5,7 odstotka (ADVFN, 2009)⁸. Ta kazalec torej že vsebuje povprečno stopnjo inflacije v tem obdobju. Na internetnih straneh Allianz SE je zapisano, da gre za stopnjo inflacije v razvitih deželah sveta, in je v tem obdobju znašala okoli 2,6 odstotka (Trading Economics, 2009). Razlog za uporabo

⁸ ADVFN je spletni ponudnik finančnih informacij o podjetjih. Vse informacije so pridobljene na Londonski borzi ter v podjetjih Morningstar in Comstock.

donosnosti kapitala je v tem, da najbolje izraža donosnost kapitalske naložbe v zavarovalnico za lastnike. Inflacija v razvitih deželah sveta pa je uporabljena, ker ima podjetje Allianz SE v vsem razvitem svetu postavljene podružnice, tako da je v resnici deloma odvisno od omenjene inflacije. Z njeno uporabo pa lahko ugotovimo današnjo vrednost denarja.

V nadaljevanju je v tabeli 2 objavljen izračun vrednosti sinergije, preračunane na poslovno leto 2009, in sicer za dve različni obdobji. Izračun je bil narejen po enačbah, ki sem jih bil prikazal v teoretičnem delu naloge, s tem da so v izračun vzeti le prihodki in odhodki. Razlog za to spremembo je v tem, da so v upravi Allianz SE ugotavljali, da jim bosta ti dve postavki prinesli preko 90 odstotkov vrednosti sinergij (Atmey, 2001). Za zahtevano stopnjo donosa, ki je vključena v enačbi (1), je bila uporabljena zgoraj prikazana vrednost 5,7 odstotka. V tej tabeli je moč videti, da so bile pomanjkljivosti v danem prevzemu resnično prisotne v prvih štirih poslovnih letih skupaj, medtem ko je bila pozitivna sinergija (po pričakovanjih) dosežena v poslovnem letu 2006. V tabeli so prikazana tudi pričakovanja uprave Allianz SE, s čimer je dosežena takojšnja primerjava med obema rezultatoma.

Tabela 2: Izračun vrednosti sinergije združenih podjetij v času $t = 2009$

1.	Obdobje (po poslovnih letih)	2002 - 2005	2006
2.	Pričakovani prihodki Dresdner Bank AG	46615	13036
3.	Pričakovani odhodki Dresdner Bank AG	54726	16502
4.	<i>Pričakovani dobiček pred davki Dresdner Bank AG (2 – 3)</i>	-8111	-3466
5.	Pričakovani prihodki Allianz SE	411534	134912
6.	Pričakovani odhodki Allianz SE	351887	120424
7.	<i>Pričakovani dobiček pred davki Allianz SE (5 – 6)</i>	59647	14488
8.	Skupni pričakovani dobiček pred davkom ločenih družb (4 + 7)	51536	11022
9.	Dejanski prihodki	496610	112970
10.	Dejanski odhodki	448512	101368
11.	Dejanski dobiček pred davki	48098	11602
12.	Izračun dejanske sinergije (ΔSV_{AB} ; 11 – 8)	-3438	580
13.	Pričakovane sinergije združenih podjetij	3010	1450
14.	Odstopanje od zadanega cilja	6448	870

Legenda: Vse vrednosti so v mio. EUR in preračunane na poslovno leto 2009; stopnja donosa, ki smo jo upoštevali za preračun na današnjo vrednost (r), je 5,7 odstotka

Vir: Finančna poročila Allianz SE in Dresdner Bank AG (v prilogi).

Pomembno je omeniti nekaj postavk v tabeli 2 ter opisati način, kako smo do njih prišli. Razlog za to, da smo uporabili dve obdobji, je v tem, da so v upravi Allianz SE dali javnosti na razpolago samo sinergije, ki so se jih namenili doseči v teh poslovnih obdobjih. Vrstici 9 in 10 predstavljata uresničene prihodke oziroma odhodke, tako da je pomen dejanskega dobička pred davki v vrstici 11 intuitiven. Kar zadeva vrstico 12, je rezultat pridobljen z razliko med dejanskim dobičkom pred davki (vrstica 11) in pričakovanim dobičkom pred davki obeh podjetij (vrstica 8), če bi slednji ne šli v združitev.

Postavke v okviru pričakovanih prihodkov in odhodkov so bile izračunane preko intervalne časovne vrste z izhodiščem v začetku časovne vrste. Tako smo prišli do trenda oziroma osnovne smeri gibanja postavke (prihodkov ali odhodkov), ki ga je nakazovalo obdobje pred pripojitvijo. Za ponazoritev, kako smo prišli do rezultatov, je v prilogi 8 opisan postopek iskanja intervalne časovne vrste. V nadaljevanju pa so predstavljene formule, ki so bile pri izračunih uporabljene in rezultati. Tako je na primer za izračun pričakovanih prihodkov in

odhodkov Dresdner Bank AG uporabljeno obdobje med leti 1997 in 2001, preko katerega pridemo do linearnega trenda od poslovnega leta 2002 naprej. Enak način razmišljanja sledi tudi pri računanju časovne vrste pri družbi Allianz SE. Kot vemo je časovna vrsta opredeljena kot $a + bt$. Omenjene spremenljivke so opisane v naslednjih dveh enačbah.

Enačba 3: Izračun koeficienta časovne vrste (b)

$$\text{Koeficient časovne vrste} = b = (N\sum tY_t - (\sum t)(\sum Y_t)) / (N\sum t^2 - (\sum t)^2) \quad (3)$$

N ... število opazovanih vrednosti (opazovana leta)
t ... leto
 Y_t ... vrednost postavke (prihodek ali odhodek) v letu t

Vir: Pfajfar, 2005, str.190

S pomočjo regresijskega koeficienta pa lahko izračunamo še regresijsko konstanto oziroma vrednost na začetku časovne vrste.

Enačba 4: Izračun konstante časovne vrste (a)

$$\text{Konstanta časovne vrste} = a = (\sum Y_t - b(\sum t)) / N \quad (4)$$

Vir: Pfajfar, 2005, str.190

Potem ko smo izračunali oba potrebna faktorja, lahko določimo trend za poljubno število let. Pri tem pa je potrebno vedeti, da je za vsako kasnejše leto večja možnost napake pri izračunu. Na daljši rok se torej lahko trend bistveno spremeni, nanj vpliva namreč vedno več spremenljivk. Povedano poenostavljeno. Zakonitosti, ki so veljale med leti 1997 in 2001 ne veljajo nujno tudi v obdobju 2002 do 2006, pri tem pa k napaki izračuna trenda prispevajo še novonastali elementi znotraj in zunaj podjetja Allianz SE. Sledijo rezultati časovnih vrst za prihodke in odhodke obeh udeležencev pri prevzemu (Naslednje časovne vrste so v milijonih evrov).

Časovna vrsta prihodkov Allianz SE = $-25.690.999,2 + 12.874,1t$

Časovna vrsta odhodkov Allianz SE = $-29.919.149,5 + 14975,2t$

Časovna vrsta prihodkov Dresdner Bank AG = $-990.000,4 + 500,6t$

Časovna vrsta odhodkov Dresdner Bank AG = $-2.420.770,3 + 1215,0t$

Vrednost t predstavlja leto, za katero se računa trend. Če torej na primer računamo vrednost odhodkov, ki naj bi jo Dresdner Bank AG prikazala v poslovnem letu 2006, moramo v časovno vrsto odhodkov Dresdner Bank AG namesto vrednosti t vstaviti 2006. To nam da rezultat 16.519,7 milijonov evrov⁹. Ta rezultat (16.502 milijonov evrov) je zapisan v tabeli.

Če preverimo rezultate po posameznih obdobjih, lahko zelo jasno vidimo, da je do velikega odstopanja v primerjavi z napovedmi uprave Allianz SE prišlo v prvih štirih letih (2002 do 2005) po opravljenem prevzemu. Odstopanje od zadanega cilja je namreč skoraj 6,5 milijard evrov. Opazimo lahko, da bi bil pričakovani uspeh Dresdner Bank AG v tem obdobju močno negativen (8111 milijonov evrov), zaradi česar je odstopanje manjše. V kolikor bi bil pričakovani uspeh boljši, bi bilo odstopanje torej še mnogo večje. Je pa moč opaziti, da je v

⁹ Do odstopanj pride zaradi zaokroževanja.

poslovnem letu 2006 le za 870 milijonov evrov odstopanja od zastavljenega cilja in da je bila v tem poslovnem letu sinergija prisotna v obliki 580 milijonov evrov. Tako lahko rečemo, da je v reorganizaciji podjetja prišlo do sinergijskih učinkov, le da so bili slednji mnogo manjši od napovedanih pa še prišli so veliko kasneje, kot je bilo sprva predvideno.

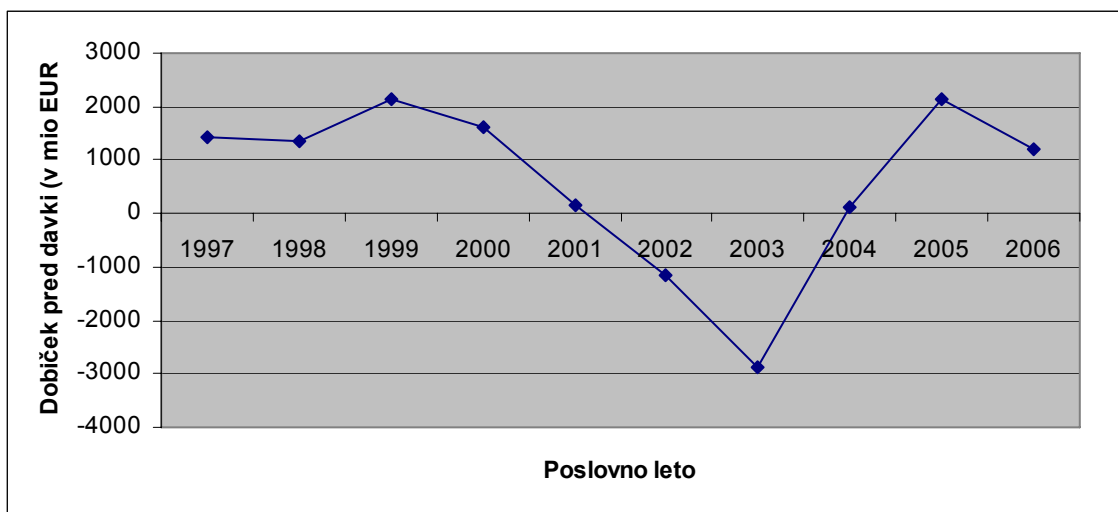
V nadaljevanju sledi nadaljnja analiza študije primera, ki bo poskušala nadalje razložiti in pokazati, kje bi še lahko ležali razlogi za pomanjkljivosti. Čeprav sem predhodno omenil, da ni pametno Dresdner Bank AG pregledovati samostojno, saj je k njeni dolgoročni rešitvi veliko prispevalo ravno podjetje Allianz AG, pa v naslednjem delu vseeno nekaj časa namenim tudi tej banki, saj se mi zdi pomembno prikazati, da je bil ravno pripojeni bančni del tisti, ki je spodkopaval vrednost novonastalega konglomerata.

2.1.4 Pomanjkljivosti izvedenega posla pripojitve

Pri pregledu sem se osredotočil le na čas nekaj let pred združitvijo pa tja do konca leta 2006. Razlog je v tem, da lahko pokažem primerjavo med uspešnostjo pred prevzemom in po njem, obenem pa izpustim zadnji dve leti združitve. Razlog je finančna kriza, zaradi katere so postali finančni kazalci podjetij veliko manj predvidljivi.

Že po prvem letu združitve je bilo moč opaziti težave, ki so nastale ob prevzemu, in plane, ki so se izjalovili. Bonn (2002) je v reviji Time zapisal, da je bila Dresdner Bank vzrok spodkopavanja vrednosti vlagateljev pri Allianz Group. Allianz SE je namreč leta 2001 kupil Dresdner Bank za 24 milijard evrov in od takrat v omenjeni banki izpeljal kup reorganizacijskih projektov v želji, da bi jo dvignil na višjo tekmovalno raven, kar pa se v prvih dveh letih nikakor ni zgodilo. To kaže tudi slika 3, ki prikazuje nominalni dobiček pred davki podjetja Dresdner Bank AG. Opazimo lahko, da je po prenosu lastništva banka padla v izgube, iz katerih se je dodobra izkopala šele v poslovnem letu 2005. Zatorej je Allianz SE kljub pomoči svojemu pripojenemu delu tam kopičil izgube. Ta rezultat je še toliko bolj pereč, če upoštevamo dejstvo, da je Allianz SE veliko svojih denarnih tokov usmeril ravno v reševanje Dresdner Bank AG. Med drugim je bilo v članku omenjeno tudi mnenje analitika pri J. P. Morgana Michaela Huttnerja, ki je zapisal: »Vsak evro, vložen v kompenzacijo izgub, je evro manj za investicijo v dobičkonosen zavarovalniški posel.« Prav tako je takrat na trgu veljalo prepričanje, da ima Allianz SE preprosto premajhen sklad za sočasno financiranje Dresdner Bank in ciklični razvoj svojega osnovnega posla podjetja, zavarovalništva. Huttner je še zapisal: »Vsak v neživiljenjsko zavarovanje vložen evro naj bi lastnikom kapitala v Allianz Group prinesel 1,7 evra. Po drugi strani pa naj bi vsak v banko vložen evro istim delničarjem doprinesel le dodatnih 0,26 evra.« Ta podatek je bil izračunalo podjetje J.P. Morgan. Allianz naj ne bi bil imel dovolj presežnih denarnih tokov in tako so izgube bančnega dela zmanjševale denarni tok, ki bi ga Allianz lahko bil vložil v zavarovalne projekte. Na ta način je Dresdner Bank AG konkretno uničevala vrednost svoje nadrejene družbe Allianz SE. V letu 2002 je proti pripojitvi Dresdner Bank AG govoril tudi podatek, da se je bila v preteklosti Dresdner Bank bojevala z izgubo preko prodaje dela vrednostnih papirjev v naložbenem portfelju. Ta sredstva je Allianz SE likvidiral ob prevzemu, saj naj bi bil s tem financiran omenjeni prevzem.

Slika 3: Nominalni dobiček Dresdner Bank AG pred davki

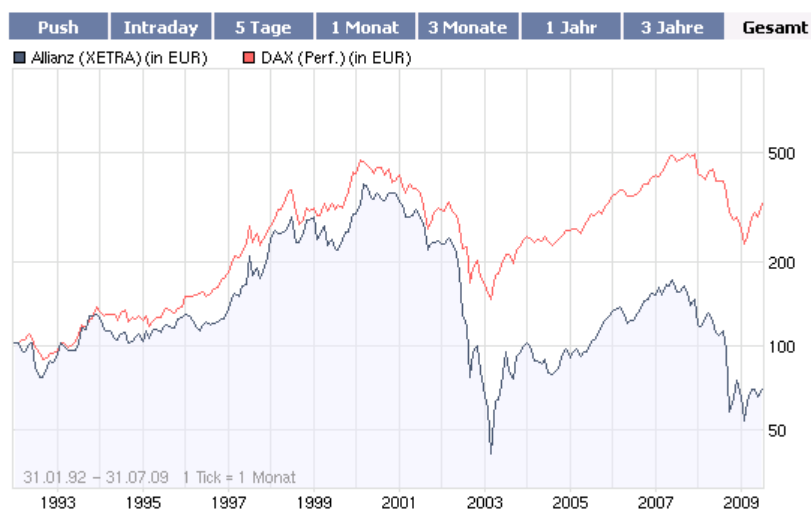


Vir: Glej prilogo Finančno poročilo Dresdner Bank AG.

Zavedati se moramo, da so bile vse delnice prevzetega podjetja Dresdner Bank AG pretopljene v delnice Allianz SE. Tako po letu 2001 ni bilo več mogoče spremljati vrednosti delnic Dresdner Bank AG, saj slednje niso več obstajale. Tako lahko spremembe oziroma vpliv prevzema na Allianz SE opišemo posredno preko teoretičnega razmisleka; zelo težko je namreč določiti, kakšen vpliv točno (negativen pa zagotovo) naj bi imela Dresdner Bank AG na rezultate Allianz SE v začetnem obdobju prvih petih let po združitvi. Kako so se na združitve obeh družb odzvali investitorji, je med drugim moč videti na sliki 4, ki opisuje tečaj Allianz SE na borzi od leta 1993 do približno julija 2009. Vendar pa moramo biti pri branju slike 4 še posebej pozorni na dejstvo, da je vsak premik tečaja delnice na borzi rezultat vseh novih elementov, ki so v danem času prišli na trg in do investitorjev. Kot primer lahko vzamemo naravne katastrofe v letu 2001, ki so opisane v nadaljevanju ali pa nepričakovana tožba zoper družbo zaradi nelegalnega poslovanja. Tako preko omenjene tabele ne moremo osamiti učinka pridobitve in tako oceniti, ali je šlo po mnenju delničarjev za uspešen projekt ali ne. Vseeno pa lahko predvidevamo, da so tako investitorji kot tudi delničarji v procesu združevanja videli dovolj potenciala, ki naj bi v skupnem 'ne škodoval' podjetju. Zavedati se namreč moramo, da je bilo leto 2001, ko je do združitve prišlo, polno naravnih in drugih katastrof (npr. teroristični napad na World Trade Center, serija poplav, ki so se širile po Evropi itd.), zaradi česar je bil Allianz zelo prizadet. Cena delnic se je v tem obdobju resda nekoliko spustila, pa vseeno lahko rečemo, da ta rezultat glede na omenjene pogoje niti ni bil tako slab. Vidimo lahko, da je cena delnice po tem obdobju začela močno padati. Delno lahko ta rezultat pripišemo padcu nemškega gospodarstva, ki je na grafu prikazan v obliki delniškega indeksa DAX (Deutscher Aktien Index). Vidimo lahko, da tako imenovano sistematično tveganje delno potrjuje rezultate družbe Allianz Group, vseeno pa je v tem razdobju (od srede 2001 do konca leta 2005) Allianz izgubil relativno več na vrednosti delnice kot DAX, tako da so morali obstajati tudi drugi razlogi za slabo učinkovitost.

Enega glavnih razlogov za slabo učinkovitost je predstavljal nakup Dresdner Bank AG, ki ga je moral Allianz SE oskrbovati z veliko denarnimi injekcijami, kar je seveda pomenilo, da Allianz svojega osnovnega posla ni mogel razvijati optimalno oziroma po svojih načrtanih planih. Razlog za neuspešnost združitve, ki ga je ob prodaji Dresdner Bank AG Allianz SE navedel kot odločilnega, naj bi bila neuspešnost v poskusu prodaje nekaterih svojih proizvodov na filialah Dresdner Bank AG. Ta ključni dejavnik naj bi bil že nekaj let preprečeval zakon, ki tovrstnih poslov v Nemčiji in EU ne dovoljuje (Lynam, 2005).

Slika 4: Gibanje tečaja delnice Allianz SE in indeksa DAX

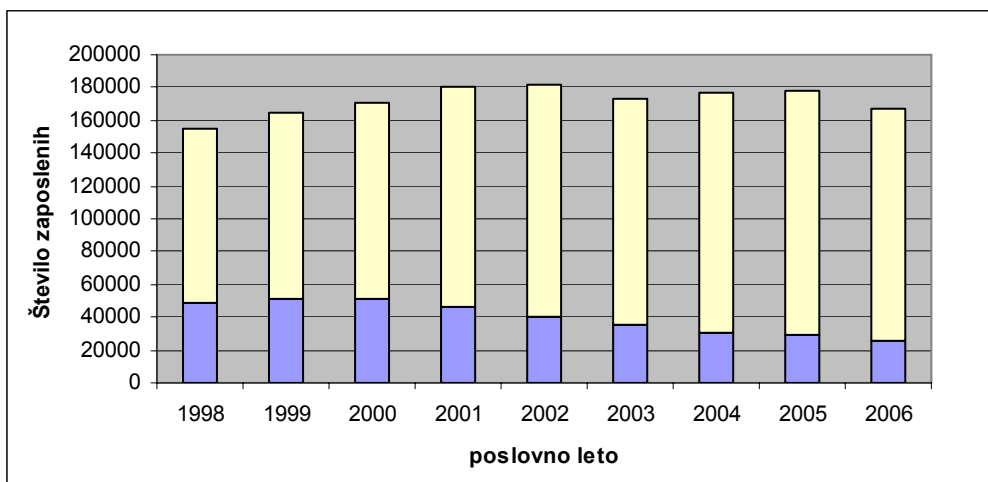


Vir: Ariva, 2009.

Po drugi strani lahko spremembe znotraj Dresdner Bank ocenjujemo predvsem s finančnimi poročili, ki nam omogočajo pregled letnih sprememb od leta 2001. Najbolj presenetljiv je podatek, da je Dresdner Bank AG v le nekaj letih izgubila skoraj polovico zaposlenih.

Slika 5 prikazuje število zaposlenih pri Dresdner Bank AG in Allianz SE od leta 1998 do leta 2006. Pri tem sem od leta 2001 dalje od števila zaposlenih pri Allianz SE odštel zaposlene v Dresdner Bank AG, saj sem se tako znebil podvajanja podatkov od združitve naprej. Opazimo lahko, da je pred prevzemom Dresdner Bank AG imela dokaj konstantno število zaposlenih, medtem ko je obdobje po tem poskrbelo za mnoga odpuščanja in vedno manjši delež zaposlenih v bančnem delu podjetja Allianz SE. Seveda je govora o racionalizaciji podjetja. Postavi pa se vprašanje, zakaj je bilo odpuščenih skoraj 15 tisoč zaposlenih več, kot je bilo sprva rečeno. Ponudi se nam razlaga, da tudi pri Allianz SE niso vedeli, da je banka v tako slabem stanju oziroma da bo potrebnih toliko žrtev v obliki odpuščanj.

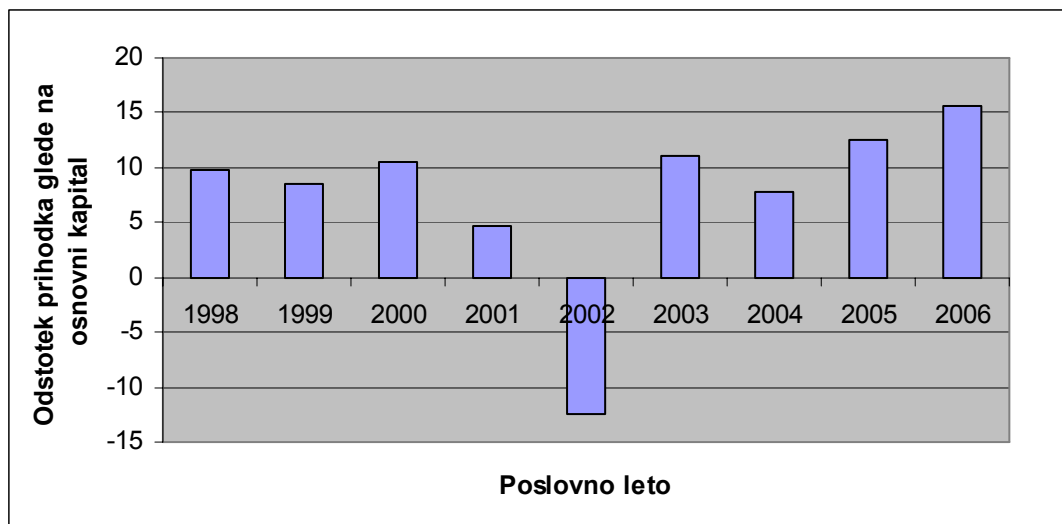
Slika 5: Delež zaposlenih v Dresdner Bank AG glede na zaposlene v obeh podjetjih



Vir: Finančno poročilo Dresdner Bank AG in Finančna poročila Allianz SE.

Iz slike 6 je razvidno, da je Allianz SE v letih 2001 in 2002 izgubil na učinkovitosti v poslovanju, kar lahko delno pripišemo prevzemu Dresdner Bank AG. Leto 2002 je namreč veljalo kot precej milo za zavarovalna podjetja. Da je podjetje kljub temu poslovno leto zaključilo v rdečih številkah, gre torej pripisati v veliki meri dolgoročnemu poizkušanju prestrukturiranja Dresdner Bank AG. Dresdner Bank AG je imela v letu 2002 dobro milijardo evrov izgube.

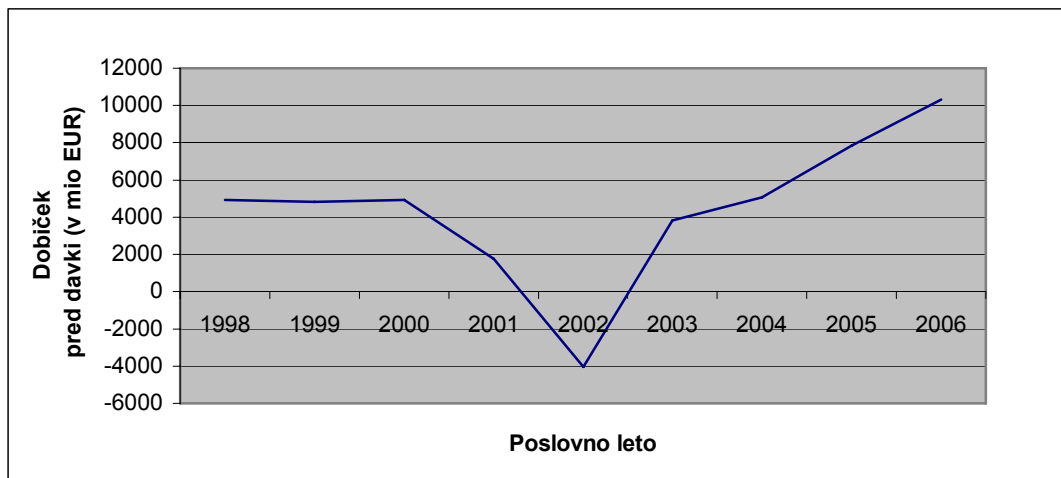
Slika 6: Odstotek prihodka glede na osnovni kapital Allianz SE



Vir: Priloga Finančna poročila Allianz SE.

Vidimo lahko, da leti 2001 in 2002 po rezultatu precej zaostajata za ostalimi leti. Na sliki 5, ki opisuje delež in število zaposlenih pri Dresdner Bank AG in Allianz SE, je moč opaziti še eno informacijo, ki jo lahko povežemo s sliko 6. Namreč, da se je med leti 2000 in 2005 skupno število zaposlenih povečalo za nekaj več kot štiri tisoč zaposlenih, medtem ko je število zaposlenih v Dresdner Bank AG padlo za okoli dvajset tisoč. Sklepamo lahko, da se je v tem času Allianz SE trudil dresdensko banko oklestiti na tisti najbolj profitni del, kar je sadove prineslo šele globoko v poslovnem letu 2005. V tistem času je v Dresdner Bank AG delalo manj kot devetindvajset tisoč ljudi. Še vedno je to zelo velika številka, a misliti moramo na dejstvo, da je omenjeno podjetje v preteklosti štel že skoraj petdeset tisoč zaposlenih. Če pa pogledamo na izid preko Allianz SE, lahko na sliki 7 vidimo, da se je slednji v letu 2004 otresel negativnega trenda padanja dobička pred davki. V letu 2003 je imela namreč družba Dresdner Bank AG skoraj 4 milijarde evrov izgube pred davki, Allianz SE pa ravno tolikšen dobiček pred davki, tako da je to leto zgolj naznanjalo preobrat v učinkovitosti družbe. Poslovno leto 2004 tako velja kot leto okrevanja združene družbe, saj je v tem letu prvič po poslovnem letu 2001 celotna družba poslovala z dobičkom tako v zavarovalniškem, kot tudi bančnem sektorju. Rečemo lahko, da je bil uspešno prestrukturiran bančni del, ki je bil prevzet leta 2001. Prestrukturiran je bi do te mere, da je podjetju Allianz SE za prihodnje poslovno leto ostajalo dovolj prostega denarnega toka za vnovično povečanje vlaganja v zavarovalno področje. Da je bilo temu res tako, nam pove izkaz stanja finančnih naložb Allianz SE med leti 2001 in 2004. Opazimo lahko, da je Allianz SE v letu 2001 za naložbe v zavarovalnem sektorju namenil 345 milijard evrov, medtem ko je v naslednjih dveh letih za tovrstne naložbe namenil 239 in 237 milijard evrov. V letu 2004 pa se ta padec naložb zaustavi in začne se povečevanje finančnih naložb v zavarovalništvu, osnovni dejavnosti Allianz SE. V omenjenem letu se vložek poveča na 254 milijard evrov, v letu 2005 pa na 285 milijard evrov.

Slika 7: Nominalni dobiček Allianz SE pred davki



Vir: Priloga Finančna poročila Allianz SE.

Rečemo lahko torej, da je v roku treh let Allianz SE težave s prevzemom odpravil do te mere, da je ponovno prišel v trend naraščanja nominalnega dobička pred davki.. Kljub temu moramo razumeti, da je bil prevzem še daleč od tega, da bi ga lahko označili kot uspešnega. Allianz SE je namreč pred letom 2004 izgubil veliko denarnih tokov in posledično veliko dobička. Poslednji dokaz o dejanski neuspešnosti prevzema pa lahko postavimo v leto 2009, ko je prišlo do prodaje tako imenovane Dresdner Bank AG oziroma tistega, kar je od nje ostalo, podjetju Commerzbank AG. Ta prodaja je sledila v času finančne krize. Čeravno je bil to najslabši možni čas za prodajo (Allianz SE je s prodajo iztržil slabih 10 milijard evrov), je bil tudi zelo simboličen prikaz dejstva, da omenjeni prevzem nikoli ni deloval po načrtanih načrtih, ki so si jih na začetku zadali za to odgovorni. Banka je namreč že od samega začetka kovala izgube, po le treh letih pozitivnega poslovanja pa je svet dosegla še finančna kriza, ki je dresdensko banko ponovno potisnila v zelo kočljivo situacijo.

2.1.5 Zunanji vplivi pripojitve

Za konec se mi zdi primerno omeniti še dva razloga, ki sta bila neposredno neodvisna od obeh udeležencev pri združitvi. Omeniti ju velja zato, ker sta zagotovo vsaj delno vplivala na razplet dogodkov opisane pripojitve.

Najprej se je že v zgodnjem obdobju združitve odrazilo zelo neugodno poslovno leto 2001, katerega posledice so jasno vidne na sliki 4. Slednja jasno kaže padec vrednosti tečaja Allianz SE v drugi polovici poslovnega leta 2001. V zaključni fazi pa je prišlo še do svetovne finančne krize, kateri se še do današnjega dne nismo uspeli popolnoma ogniti. Padec tečaja vrednosti delnice na sliki 4 ta pojav prav tako zelo dobro odraža in nam daje vedeti, da je finančna kriza tudi podjetju Allianz SE povzročila mnogo nevšečnosti. Dovolj zgovoren je podatek, da so delnice Allianz SE samo v letu 2008 izgubile okoli 60% vrednosti (Ariva, 2009).

Seveda v vseh večjih podjetjih obstajajo oddelki, ki so ustanovljeni ravno zato, da bi zgoraj opisane dogodke predvideli in se jim preko upravljanja tveganja (angl. *risk management*) čim bolj ognili. Ravno v zadnjem desetletju se nadzor in upravljanje tveganja dvigujeta v pomenu za vsa podjetja in Allianz SE naj bi kot eno izmed vodilnih zavarovalnih podjetij v svetu to

področje še posebej dobro obvladoval. Družbi Allianz SE lahko očitamo, da so bližajočo se krizo podcenjevali in se tako niso uspeli pripraviti na težave, ki so sledile v letih po združitvi.

SKLEP

Razloge, ki so po mojem mnenju povzročali težave pri pripojitvi, je mogoče razdeliti na tri skupine. To so **primarni razlogi za vstop v pogajanja, elementi okolja in interni elementi znotraj podjetja.**

Primarni razlogi za vstop v pogajanja in kasnejšo pripojitev so bili: (1) **gospodarska in politična lega Zvezne republike Nemčije**, ki je navkljub svojemu, v EU največjemu gospodarstvu, v finančnem sektorju zelo razdrobljena, zaradi česar ji manjka tekmovalnost na mednarodni ravni; (2) **nacionalna tekmovalnost**. Vsak prevzem finančnih podjetij na nemškem trgu močno spremeni konkurenčno sliko v prid združenim podjetjem; in (3) **predhodno neuspele združitve**. Allianz SE je bil namreč pod pritiskom zaradi predhodno neuspešnih poskusov prevzema podjetja Dresdner Bank AG. Nakupna cena 24 milijard evrov je namreč za okoli dvajset procentov prekoračila ceno, ki jo je javnost pričakovala.

Elemente okolja, ki so preprečevali žetev sinergije med združenima podjetjema, lahko razdelimo na dva glavna elementa: (1) **poslovno uničujoče leto 2001** je postreglo z nadpovprečno veliko naravnimi katastrofami ter terorističnim napadom na Združene države Amerike; (2) **začetek svetovne finančne krize**. Pok nepremičninskega balona v Združenih Državah Amerike je služil kot povod za ohladitev svetovnega finančnega gospodarstva.

Notranji elementi, ki so podjetju najbolj neposredno nižali vrednost sinergije prevzema, so: (1) **zmotno pričakovanje o nadaljnjemu sprejemanju zakonov**. Allianz SE naj bi namreč v roku dveh let začel s trženjem pokojninskih proizvodov preko dodatnih tisoč petstotih filial Dresdner Bank AG, kar naj bi jim omogočila nova zakonska podlaga. Do sprememb je prišlo le v manjši obliki in Allianz AG je s tem izgubil veliko prihodkov; (2) **slab plan prestrukturiranja**. Allianz AG je potreboval veliko več časa in stroškov za to, da je Dresdner Bank AG spremenil v donosen del celotnega konglomerata.

Allianz SE je napovedoval, da bo v prvih štirih letih po prevzemu (2002 do 2005) uspel pridobiti za okoli 3 milijarde evrov sinergij, za cilji pa je zaostal za dobrih 6 milijard evrov. Ti izračuni temeljijo na metodi linearnega trenda, ki ima pomanjkljivost. Upošteva namreč le zakonitosti, ki so veljale v preteklem obdobju, za prihodnost pa ne doda novih predpostavk. V poslovnem letu 2006 je opaziti prve obstoječe sinergije med obema deloma družbe (570 milijonov evrov), vendar izračuni kažejo, da so kljub temu zaostajali za predhodno določenim ciljem za 900 milijonov evrov. Čeprav sem v nalogi prikazal prevzem Dresdner Bank AG kot primer neuspešnega bančnega zavarovalništva, sem prepričan, da se bo bančno zavarovalništvo v prihodnosti izkazalo kot izjemno pomemben finančni model. Praksa bančno zavarovalništvo vse bolj podpira in tudi z mnogimi raziskavami dokazuje, da imata banka in zavarovalnica zelo veliko podobnih lastnosti, ki bi jih bilo potrebno izkoristiti v okviru združitve.

Čeravno pa se strokovnjaki strinjajo, da ima model zelo veliko potenciala, moramo vseeno vedeti, da obstaja kar nekaj združitvev znotraj bančnega zavarovalništva, ki propadejo. Naloga za to odgovornih je tovrstne primere preučiti in najti vzroke, ki so botrovali neuspehom. Na ta način se bomo v prihodnje neuspešnim projektom lažje ognili in tako skrbeli za vedno večji uspeh bančnega zavarovalništva.

LITERATURA IN VIRI

1. ADVFN. (2009). Najdeno 25. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.advfn.com>
2. Allianz SE. (2009). Najdeno 1. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.allianz.com>
3. Altunbas, J. (2004). *ECB: Mergers and acquisitions and bank performance in Europe*. Working paper series (398). Najdeno 25. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int>
4. Amihud, Y., DeLong, G. & Saunders, A.. (2002). *The Effects of Cross-Border Mergers on Bank Risk and Value*. Unpublished manuscript, New York University.
5. Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2).
6. Ariva. (2009). Najdeno 17. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ariva.de>
7. Atmey, H. (31. maj 2001) Allianz sieht Synergien in Milliardenhöhe. *Frankfurter Allgemeine*. Najdeno 23. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.fazfinance.net/Aktuell/Allianz-sieht-Synergien-in-Milliardenhoehe-8746.faz>
8. *Bank of Canada*. (2009). Najdeno 23. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.bank-banque-canada.ca>
9. Bellick, H. (2001, 13. marec). Allianz entered the deal with Dresdner. *Marketwatch*. Najdeno 21. julija 2009 na spletnem naslovu <http://ft.marketwatch.com/news/story.asp?guid={C249B266-D99B-4AED-A3F11AB49A73FAAA}>
10. Bonn, J. (2002, 12. september). Allianz undermined by Dresdner Bank. *Revija Time*. Najdeno 20. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,233436,00.html>
11. Brealey, Richard A., Marcus, J. & Stewart, Myers C. (2008). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill College.
12. Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisition on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 7 (2).
13. Clements, J. Philip, Lajoux, A. Reed, Elson, M. C. (2000). *The Art of M & A Due Diligence. Navigating Critical Steps and Uncovering Crucial Data*. New York: McGraw-Hill.
14. Diamond, D. (1984). *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, *Review of Economic Studies*, 51: str. 393–414.
15. Dresdner Bank AG. (2009). Najdeno 3.5.2009 na spletnem naslovu <http://www.dresdner-bank.de>
16. Gentay, N. & Molyneux, P. (1998). *Bancassurance* (1st ed.). Palgrave Macmillan.
17. *Gibanje tečaja delnice Allianz SE in indeksa DAX*. Najdeno 15. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ariva.de>

18. INSEAD. (2009). Najdeno 14. 8. 2009 na spletnem naslovu <http://www.insead.edu>
19. Jensen, Michael C. (1988). *Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of economic perspectives*, 2 (1).
20. Kenda A. (2001, 9. julij). Allianz uradno zasnubil Dresdner Bank. *Časnik Finance*. Najdeno 25. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/?MOD=show&id=6399&pay=yes&snark=c725de15c8ec94cca710472d0af80dc2>
21. Lynam, J. (2005, 5. marec). Allianz seeks to weather Dresdner storm. *Internetni časopis BBC NEWS*. Najdeno 25. junija 2009 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/4378837.stm>
22. Manne, Henry G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73 (2).
23. Martin, Kenneth M. & McConnell, John J. (1991). Corporate performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance*, 66 (2).
24. Neven, D., Nuttall, R. & Seabright, P. (1993). *Merger in the daylight*. London: Marvin Lee.
25. Nölting, A. (2008, 27. avgust) Chinesen werben in Berlin um Dresdner Bank. *Spiegel Online*. Najdeno 21. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,574996,00.html>
26. Paige, Fields L., Fraser, Donald R. & Kolari, James W. (2006, 10. maj). *Bidder returns in bancassurance mergers: Is there evidence of synergy?* Journal of Risk and Insurance. Najdeno 20. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/a/eee/jbfin/v31y2007i12p3646-3662.html>
27. Paige, Fields L., Fraser, Donald R. & Kolari, James W. (2007, 12. december). *Is bancassurance a viable model for financial firms?* Journal of Risk and Insurance. Najdeno 22. februarja 2009 na spletnem naslovu http://findarticles.com/p/articles/mi_hb6645/is_4_74/ai_n29400486/?tag=content;coll
28. Pellegrini, F. (25. april 2002). What AOL Time Warner's \$54 Billion Loss Means. *Time*. Najdeno 8. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,233436,00.html>
29. Pfajfar, L. (2005). *Statistika I*. Ljubljana: Copis.
30. Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage*. Free Press.
31. Ross, S. A., Westerfield, Randolph W. & Bradford, D. (2004). *Fundamentals of Corporate Control*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
32. *Securities and Exchange Commission*. (2009). Najdeno 14. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/>
33. Staikouras, Sotiris K. (2006). Business opportunities and market realities in financial conglomerates. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 31 (1).
34. Steiner, P. O. (1975) *Mergers: Motives, Effects, Policies*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

35. *Trading Economics*. (2009). Najdeno 24. 8. 2009 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/>
36. Trautwein, B. (1990). *Merger motives and merger prescriptions*. Frierrich Publisher: John Wiley & Sons.

PRILOGE

Priloga 1: Slovar izrazov

Priloga 2: Finančno poročilo Dresdner Bank AG

Priloga 3: Finančno poročilo Allianz SE

Priloga 4: Opis Allianz SE

Priloga 5: Opis Dresdner Bank AG

Priloga 6: Rezultati raziskave Paige et al. (2007)

Priloga 7: Pregled značilnosti prevzema in prevzemnika ter mere tveganja Paige et al. (2007)

Priloga 8: Postopek iskanja intervalne časovne vrste

Priloga 1: Slovar izrazov

EU	Evropska unija
Financial Holding Company	Finančni holding; finančna ustanova, ki se ukvarja s širokim spektrom finančnih storitev
M & A oziroma Mergers and Acquisitions	Združitve in pridobitve
Cross-selling	Prodaja sorodnih proizvodov
Bancassurance	Bančno zavarovalništvo
Going private transactions	Transakcije, ki vodijo v privatizacijo premoženja
Market for corporate control	Trg za nadzor družb
Private offer	Prostovoljna prevzemna ponudba
Tender offer	Prevzemna ponudba, do katere po zakonu pride, ko si podjetje pridobi vsaj 25 % delnic določenega podjetja
Domestic takeover	Domači prevzem; prevzem, ki se zgodi znotraj nacionalnih meja
Cross-border takeover	Mednarodni prevzem; prevzem, ki se zgodi preko meja posamezne države
Corporate governance	Upravljanje javnih delniških družb
AG oziroma Aktiengesellschaft	Delniška družba (DD)
SE oziroma Societas Europaea	Evropska delniška družba
ES	Evropska skupnost
ECB oziroma European Central Bank	Evropska centralna banka
Proxy contest	Tekma za glasovalne pravice
IKB	Deutsche Industriebank
DAX – Deutscher Aktien Index	Nemški delniški index

Priloga 2: Finančno poročilo Dresdner Bank AG

Kazalci izkaza poslovnega izida (v mio. EUR)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Neto obrestni prihodki	3684	3834	4007	4312	4364	3276	2584	2279	2221	2664
Neto neobrestni prihodki	2203	2837	3437	4291	3841	3090	2590	2563	2610	2841
Stroški uprave	5359	5892	6528	7652	8382	7500	5912	5403	5303	5397
Dobiček pred davki	1435	1338	2130	1613	153	-1146	-2861	123	2154	1204
Davek	824	388	1051	-129	-33	-211	-883	-142	368	258
Dobiček po davkih	598	930	1053	1730	180	-935	-1978	265	1786	946
Ključni kazalci (v %)										
Delež stroškov v neto prihodku (CIR)	70,5	71,1	66,2	64,8	89,2	101,2	88,2	85,1	89,4	79,8
Donos na povprečni kapital pred davki (ROE)	15,3	12,7	19,3	22	9,6	2	-14,1	3,1	8,6	15,6
Donos na povprečni kapital po davkih	6,5	9,1	9,8	19,8	1,3	-6,6	-15,4	0,8	5	8,5
Podatki o delnici										
Rezultat na delnico (v EUR)	1,23	1,82	2,04	3,32	0,32	-1,63	-3,44	0,04	0,79	1,51
Kazalci bilance stanja (v mio. EUR)										
Bilančna vsota	343549	365475	396846	483498	506683	413445	477029	523990	461372	497287
Volumen kredita	187562	203877	223336	225343	219210	123089	102010	94825	98532	111734
Pasiva (v mio. EUR)										
Kapital	10411	10938	11567	13020	21633	11976	11516	12797	13976	14198
Drugi podatki										
Število zaposlenih ob koncu leta	46577	48948	50659	51456	45793	39754	34998	30154	28774	26043
Število filial	1553	1506	1459	1360	1172	1103	1035	969	959	952

Vir: Dresdner Bank AG (2009)

Priloga 3: Finančno poročilo Allianz SE

Kazalci izkaza poslovnega izida (v mio. EUR)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Neto obrestni prihodki	0	0	0	14610	20050	19194	19298	17903	21407
Neto neobrestni prihodki	37568	42156	48977	43266	56577	67213	68358	67871	73183
Stroški uprave	35634	40683	45847	51612	68327	77906	77597	73321	79527
Dobiček pred davki	2010	2804	2381	1768	-1309	2691	5044	7829	10323
Davek	-1920	-713	-176	861	-801	1121	2778	3449	3302
Dobiček po davkih	3932	3526	2205	979	-830	1375	2016	4215	6824
Finančne naložbe v zavarovalniški sektor	240	271	281	345	285	295	254	285	298
Ključni kazalci (v %; nominalno)									
Donos na povprečni kapital pred davki (ROE)	20,7	17,5	9,7	5,1	-5,4	5,7	7,1	11,1	13,9
Donos na povprečni kapital po davkih	16,8	13,5	7,6	4,7	-6,6	4,4	5,8	9,9	11,6
Podatki o delnici									
Rezultat na delnico (v EUR)	7,87	8,29	12,32	5,71	-4,44	4,77	6,19	11,24	17,09
Kazalci bilance stanja (v mio. EUR)									
Bilančna vsota	364352	411228	440241	943002	848753	933802	990959	959288	1053226
Pasiva (v mio. EUR)									
Kapital	18985	20156	22690	19097	15474	24325	28259	45112	47217
Drugi podatki									
Število zaposlenih ob koncu leta	105676	113472	119683	179946	173750	176501	177625	166505	181207

Vir: Allianz SE (2009)

Priloga 4: Opis Allianz SE

Poslovna dejavnost

Allianz SE je po prometu in tržni kapitalizaciji v svetovnem merilu največji zavarovalniški koncern in eden največjih ponudnikov finančnih storitev s sedežem v Münchnu. Družba se nahaja na seznamu indeksa DAX na frankfurtski borzi vrednostnih papirjev. V letu 2007 je ob prometu 102,598 milijard EUR pridelala dobiček v višini 7,966 milijarde EUR.

Holding in njegove hčerinske družbe so prisotni v vseh delih sveta pod imenom Allianz Group. Predsednik uprave je že od aprila 2003 Michael Diekmann.

Skupina Allianz je najbolj dejavna v panogi zavarovalništva. Tako je nezgodno zavarovanje prineslo v letu 2007 44,2 milijarde EUR bruto dohodkov. Poslovanje z življenjskim in zdravstvenim zavarovanjem je v istem časovnem obdobju doprineslo 49,3 milijarde EUR.

Potem ko je bila na začetku leta Dresdner Bank AG prodana družbi Commerzbank AG, se je bačništvo Allianz družbe v Nemčiji skoncentriralo na banko Oldenburgische Landesbank (OLB). Stranke družbe naj bi bile po aprilu 2009 prenesene na novoustanovljeno hčerinsko družbo OLB banke Allianzbank.

Najmanjši poslovni del skupine je tako imenovani Asset management, ki deluje pod okriljem Allianz Global Investors (AGI). AGI zajema različne menedžerje premoženja, posebno pomembna dela sta Pimco (posojila) in RCM (delnice). Pri tem upravlja Allianz koncern premoženje privatnih strank in institucionalnih vlagateljev kot na primer pokojninskih in investicijskih skladov. Tovrstno poslovanje je družbi v poslovnem letu 2007 prineslo prihodke v višini 3,2 milijarde EUR.

Zgodovina

1890 je v Berlinu začela delovati zavarovalnica Allianz Versicherung AG, ki sta jo leto poprej v Münchnu ustanovila Carl von Thieme in Wilhelm von Finck. V začetnem obdobju so zavarovalnico financirala podjetja Bankhaus Merck Finck & Co. in Dresdner Bank ter Münchenska pozavarovalnica, ki sta jo prav tako ustanovila Thieme in Finck. 1893 je bila v Londonu ustanovljena prva inozemska filiala, 1895 pa so delnice podjetja prvič začele kotirati na berlinski borzi.

1906 je Allianz prestala svoj prvi obremenitveni preizkus, saj je morala izplačati nemajhno odškodnino po uničevalnem potresu v San Franciscu. Ko je v aprilu 1912 potonil Titanic, je družba Allianz tudi tokrat uspešno prestala izplačila odškodnin.

V letu 1922 je bila ustanovljena hčerinska družba za življenjsko zavarovanje Allianz Lebensversicherung AG. V valu fuzij v dvajsetih letih je družba Allianz kupila precej podjetij, med drugim zavarovalnici Frankfurter Versicherung AG in Bayerische Versicherungsbank AG. Kljub temu je veliko slednjih podjetij delno ohranilo svoje nazive, omogočeno pa jim je bilo tudi tako rekoč polavtonomno delovanje vse tja do današnjih dni. 1932 se je družba začela angažirati za raziskavo škod in tako odprla mesto za pregled materialov, kar je kasneje vodilo v ustanovitev Allianz centra za tehniko (nem. *Allianz Zentrum für Technik*). Cilj je bil predvsem ponuditi informacije o opravljenih raziskavah oddelkom za zmanjševanje škod in tveganj v najrazličnejših podjetjih. Od 1933 do 1945 je družba zavarovala vse podorganizacije NSDAP in odprla nova področja delovanja v Nemškem cesarstvu. Preko prevzema nekaterih judovskih zavarovalniških hiš je Allianz

družba razširila svoj krog strank. Kot veliko nemških podjetij je tudi Allianz zaznamovana z neprijetno zgodovino. Družba je namreč zavarovala zgradbe in delavce v Auschwitzu in Dachauvu. Tako je zaslužila neposredno z deportacijo Judov. Leta 1988 je začela skupina zgodovinarjev pod vodstvom Geralda D. Feldmana raziskovati zgodovino družbe Allianz v času od 1933 do 1945. Raziskavo so objavili v septembru 2001. Na podlagi informacij je bila v arhivu družbe in na internetu objavljena razstava, ki poskuša obrazložiti zgodbo z dejstvi.

Po vojni in blokadi Berlina 1949 je bila centrala prenesena v München (Allianz Versicherung AG) in Stuttgart (Allianz Lebensversicherungs-AG). Kot prvo podjetje v Nemčiji je družba Allianz začela s prenosom občutljivih podatkov v elektronski obliki, kar je zagotavljalo nov varnostni nivo hranjenja in prenosa informacij. Pri tem so bili uporabljeni računalniki podjetja IBM, ki je bilo takrat šele v začetkih svojega razvoja.

V začetku sedemdesetih let se je družba Allianz začela razvijati v mednarodno podjetje, predvsem preko nakupov podjetij in ustanavljanja novih družb. Sledili so prevzemi zavarovalnic z dolgoletno tradicijo v Franciji (AGF), Italiji (RAS) in v Združenih državah Amerike (Firamans Fund). 1985 je bil ustanovljen Holding Allianz SE, kar naj bi vodilo predvsem v izboljšano davčno politiko celotne družbe. 1990 je prevzela državno zavarovanje NDR. Začetek širitve na vzhod se je začel s prevzemom največje madžarske zavarovalnice Hungaria Bisztosító. V nadaljnjih sedmih državah srednje in vzhodne Evrope je družba ustanovila ali pa kupila hčerinske družbe. 1997 je prevzela 51 odstotkov delniškega kapitala druge največje francoske zavarovalnice, Assurances Générales de France (AGF) v vrednosti 9,2 milijarde nemških mark. Na ta način se je družba pridružila največjim zavarovalniškim koncernom na svetu. V začetku devetdesetih je družba začela še s širitvijo v Aziji, in sicer preko ustanovitve hčerinskih podjetij na Japonskem in v Indoneziji. Medtem je Allianz družba prisotna tudi na Kitajskem z več hčerinskimi družbami in tudi na preostalih pomembnejših azijskih trgih. Prav tako pa družba poseduje veliko hčerinsko družbo v Avstraliji.

Prevzem Dresdner Bank leta 2001 je skupaj z naravnimi katastrofami v osrednji Evropi, napadu na WTC v Združenih državah Amerike in krizi na mednarodnih finančnih trgih prinesel prvi negativni finančni rezultat v letu 2002. Družba je pridelala izgubo nekje okoli 1,2 milijarde EUR. V istem času je družba Münchener Rück zmanjšala svoj delež v Allianz podjetju na 20 procentov.

Allianz v svetu

V maju 2002 je bila ustanovljena družba z omejeno odgovornostjo Allianz Autowelt GmbH, tako imenovana borza rabljenih vozil, ki v svoji zbirki v vsakem trenutku zajema okoli 1,6 milijona vozil. Poleg nakupa in prodaje vozil so ponujene tudi dodatne storitve kot na primer vrednotenje vozil, poročila vozniških lastnosti in planiranje poti.

Konec leta 2002 je prešla zavarovalnica Vereinte Versicherung delno v roke družbe Allianz; del, ki se ukvarja z zdravstvenim zavarovanjem, se je preimenoval v Allianz Private Krankenversicherungs AG (APKV). Preostali deli družbe so še vedno vodeni pod imenom Vereinte Holding AG.

Potem ko sta v letu 2003 Allianz in Münchener Rück uradno odpovedala okvirno pogodbo o medsebojnem finančnem udeleževanju in se je njun medsebojni delež konstantno zmanjševal (konec leta 2006 si je Münchener Rück lastil le še 4,9 procenta v družbi Allianz), je bila dosežena dolgoročna razmejitev v okviru zavarovalniške ekonomije.

V začetku leta 2006 so se tri nemške zavarovalniške družbe Allianz, Allianz Versicherung, Allianz Lebensversicherung in Allianz Private Krankenversicherung pridružile delniški družbi Allianz Deutschland AG (ADAG), ki naj bi bila fungirala kot holding omenjenih delov. Vsi tipi distribucije storitev so bili povezani v okviru delniške družbe za svetovanje in prodajo Allianz Beratungs- und Vertriebs-AG (ABV).

13. oktobra 2006 je postala pravnomočna fuzija z italijansko RAS, v istem trenutku pa se je delniška družba Allianz preoblikovala v evropsko delniško družbo z vpisom v trgovinski register v Münchnu.

31. avgusta 2008 sta Allianz SE in Commerzbank objavili, da sta se upravi obeh družb zedinili o prodaji Dresdner Bank AG za 9,8 milijarde EUR. Prodaja je bila zaključena 12. januarja 2009.

Skozi nahajališče banke Oldenburgische Landesbank AG v koncernu Allianz je bil v družbi ADAG na novo ustanovljen resor "Allianz Banking Deutschland"; na ta način se je ustvarila podlaga za banko Allianz.

Priloga 5: Opis Dresdner Bank AG

Zgodovina

Od 19. stoletja do prve svetovne vojne

Dresdner banka je bila ustanovljena kot delniška družba 12. novembra 1872 preko preoblikovanja leta 1771 ustanovljene privatne banke Bankhaus Kaskel. Ustanovljena je bila v Dresdnu in od tod tudi ime. Ustanovitveni člani so bili Carl Freiherr von Kaskel, Felix Freiherr von Kaskel in Eugen Gutmann, ki je prevzel funkcijo govornika uprave.

3. decembra 1872 je bila Dresdner Bank vpisana v trgovinski register. Začetek spremljanja tečaja družbe je bil 7. januarja 1873 na borzi v Berlinu (nem. *Wertpapierbörse zu Berlin*). Pod vodstvom Eugena Gutmanna je Dresdner Bank prestala ustanovitvene prepire iz leta 1873 skoraj brez posledic. Tako se je lahko v sledečem težkem obdobju združevanj razvila v regionalno banko s poudarjenim delovanjem v centralni Nemčiji. V slednjo se je oblikovala preko prevzema Saškega bančnega društva (nem. *Sächsischen Bankverein*) leta 1873, Dresdenske trgovske banke (nem. *Dresdner Handelsbank*) leta 1874, Saške kreditne banke (nem. *Sächsischen Creditbank*) leta 1877 in Turinške deželne banke (nem. *Thüringischen Landesbank*) leta 1878.

Leta 1881 je sledila otvoritev filiale v Berlinu. Slednja je postala tako uspešna, da je bila kontrola iz Dresdna preveč zahtevna, zato se je leta 1884 glavna uprava prestavila v Berlin, Dresden pa je kljub temu ostal pravno-legalni sedež družbe. Od leta 1887 do leta 1889 je sledila gradnja poslovne centralne stavbe v Berlinu. Posledično se je Dresdner Bank razvijala v eno izmed največjih nemških bank. Razlog je bil predvsem v tem, da je Dresdner Bank kot prva v Nemčiji začela z uvajanjem koncepta filial, predvsem pa je veliko svojih filial odprla v vseh večjih finančnih središčih države.

1893 se je Dresdner Bank pridružila ustanovitvi italijanske Banca Commerciale Italiana, 1895 pa je sledila še ustanovitev podružnice v Londonu kot tudi fuzija z Bremer Bank. 1904 je pridobila del banke Oldenburgischen Landesbank. Dve leti kasneje je skupaj z bančnim društvom Schaaffhausen'schen Bankverein in Nacionalno banko sodelovala pri ustanovitvi Nemško-Južnoameriške banke (nem. *Deutsch-Südamerikanische Bank*) in Nemške orientalne banke (nem. *Deutschen Orientbank*). V prihodnjih desetletjih se je banka še naprej širila preko združitvev, novih ustanovitev in drugih načinov, ki so ji zagotavljali močan status med bankami v Nemčiji in v Evropi.

Nastanek nove dresdenske banke

V letu 1945 je nato sledila veriga dogodkov, ki je precej premešala lastniške pravice in tako preprečila razvoj banke. V tem letu je namreč Dresdner Bank AG zavezniška vojna uprava razdelila. V sovjetskem sektorju in v Berlinu je sledilo zaprtje in popolna razlastitev. V ostalih treh sektorjih so bila obstoječe filiale razdeljene na manjše regionalne enote.

Po ustanovitvi Zvezne republike Nemčije leta 1949 se je v treh zahodnih sektorjih Berlina ustanovila banka za trgovanje in industrijo (nem. *Bank für Handel und Industrie AG*). Njen delniški kapital je bil pridobljen iz treh bank (Hamburger Kreditbank, Rhein-Ruhr Bank in Rhein-Main-Bank) in kasneje prenesen na nasledstvene institute. 1952 je bila Dresdner Bank tolmačena kot ravnokar omenjene tri banke skupaj. 1. januarja 1957 je prišlo tudi do uradne združitve treh bank v Dresdner Bank.

Nova zgodovina

Leta 1967 je Dresdner Bank nato ustanovila prvo nemško hčerinsko družbo v Luksemburgu (Compagnie Luxembourgeoise de Banque S.A., kasneje sledi preimenovanje v Dresdner Bank Luxembourg S.A.).

Po ponovni združitvi Nemške demokratične republike in Zvezne republike Nemčije je Dresdner Bank v hitri sukcesiji odprla veliko novih filial. V tem času se je začela udeleževati tudi na področju darovanja in sponzoriranja, še posebej v Dresdnu, kjer je na primer sodelovala pri ponovni gradnji Frauenkirche.

1995 je prevzela britansko investicijsko banko Investmentbank Kleinwort Benson. Preko prevzema ameriške investicijske banke Investmentbank Wasserstein Perella 4. januarja 2001 je nastala investicijska banka koncerna Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW).

Deutsch-Südamerikanische Bank AG Hamburg je bila v letu 2000 preimenovana v Dresdner Lateinamerika AG. Leta 2004 je sledila najava in preoblikovanje poslovanja v Latinski Ameriki. Privatno poslovanje v vrednosti okoli 4,8 milijarde EUR v tem delu sveta je bilo skupaj s 137 sodelavci prenesenih na švicarsko banko UBS AG. Kljub temu je Dresdner Lateinamerika AG nadaljevala z delovanjem.

23. julija 2001 je bila banko prevzelo podjetje Allianz SE, potem ko je v preteklosti spodletel poskus združitve Dresdner Bank z Deutsche Bank in tudi s Commerzbank AG. Posledice prevzema so bile vidne predvsem v močnem krčenju števila zaposlenih. Medtem ko je imela banka v letu 2000 še okoli 51.400 zaposlenih, je konec leta 2007 za koncern delalo le še okoli 26.300 zaposlenih. V juniju 2006 je banka najavila krčitev še nadaljnjih 2480 delavnih mest. Nadalje je veljalo investicijsko bančništvo le še kot "dresdenska malenkost" (nem. *Dresdner Kleinwort*), potem ko je že v letu 2002 banko zapustil tudi Bruce Wasserstein.

2006 je skupina zgodovinarjev objavila študijo, ki je dokazovala veliko močnejšo vpletenost Dresdner Bank AG v nacističnem režimu, kot je bilo do tedaj znano javnosti. Bila naj bi masovno vpletena v zasledovanje in deportiranje Judov, sofinancirala pa naj bi tudi gradnjo koncentracijskih taborišč v Auschwitzu. Skozi ta dejanja naj bi banka SS zaslužila v obliki širitve na vzhodu Vzhodnega nemškega cesarstva v drugi svetovni vojni.

31. avgusta 2008 sta upravi Allianz SE in Commerzbank oznanili, da sta se zedinili o prodaji Dresdner Bank AG Commerzbank AG banki za skupno 9,8 milijarde EUR. Prodaja naj bi sledila v dveh korakih in naj bi se zaključila najkasneje v letu 2009.

Ime »Dresdner Bank« naj bi do konca leta 2010 odpadlo. Filiale, tehnični elementi in uprava naj bi nato prešli na Commerzbank AG. Veliko časa manjša Commerzbank je bila sposobna prevzeti Dresdner Bank predvsem zaradi hitrega zmanjševanja vrednosti slednje. Če je bila vrednost te tradicionalne banke v rokah Allianz SE na začetku vredna še 24 milijard EUR, je slednja po mnogih manipulacijah premoženja vredna manj od 5 milijard EUR. Preostalim 26.300 sodelavcem grozi še dodatnih 9000 prenehanj.

V poslovnem letu 2008 je bila proizvedena izguba 6,3 milijarde EUR, največji del le-te je padel na investicijsko bančništvo. Izguba 4,1 milijarde EUR v četrtem četrtletju pa pri tem ni bila izkazana ne na bilanci stanja Allianz SE kot tudi na tisti od Dresdner Bank AG. Tako je lastniški kapital v dresdenski banki s 7,8 milijarde EUR padel za 2,8 milijarde EUR oziroma

okoli štiri procente. Konec leta naj bi kapitalizacija banke znašala le še 3,7 procenta, kar bi za Commerzbank AG pomenilo močno potrebo po dovajanju kapitala.

Po prevzetju je bila odpuščena celotna uprava devetih članov. Ob tem so dobili odpravnine v skupni vrednosti 24 milijonov EUR in bonuse v vrednosti 34 milijonov EUR. Potem ko so te informacije prikapljale v javnost, so se nekateri pravicam do omenjenih vsot odpovedali.

Spojitev Dresdner Bank AG s Commerzbank AG je bila v trgovinski register v občinskem sodišču v Frankfurtu vnesena 11. maja 2009 ob 7:32.

Priloga 6: Rezultati raziskave

Rezultati študije dogodkov: prevzemi, ki vključujejo javna prevzeta podjetja				
Vzorec	N	Časovno okno	Nadpovprečni donos	Pozitiven/negativen
Prevzemnik	46	-51 do -2	1,06 %	28/18*
		-1	0,42 %	27/19*
		0	0,66 %**	26/20*
		-1, 0	1,07 %**	27/19*
Prevzeto podjetje	29	-51 do -2	7,25 %*	19/10*
		-1	-0,32 %	13/16
		0	3,44 %***	16/13
		-1, 0	2,98 %***	17/12*

Legenda: ***, **, in * označujejo po vrsti 1 %, 5 % in 10 % nivo statistične značilnosti. Časovno okno se nanaša na število dni pred objavo prevzema ter na dan prevzema (0).

Vir: Paige et al. (2007)

Priloga 7: Pregled značilnosti prevzema in prevzemnika ter mere tveganja

	Povprečje	Mediana
<i>Posel in lastnosti prevzemnika</i>		
Celotna sredstva prevzemnika (v tisočih)	101.905,23	16.633,46
Tržna vrednost kapitala prevzemnika (v tisočih)	13.064,72	2.230,33
Celotna sredstva prevzetega podjetja (v tisočih)	110.152,75	3.436,97
Tržna vrednost kapitala prevzetega podjetja (v tisočih)	20.346,03	2.772,78
Tržna vrednost posla (v tisočih)	2.844,79	213,52
Odstotek dogovorjenih prevzemov	96,90 %	-
Odstotek poslov, ki vključujejo delnice	75,19 %	-
Odstotek bančnih prevzemnikov	81,40 %	-
<i>Spremenljivke tveganja</i>		
Prevzemnikov standardni odklon pred prevzemom	2,10 %	1,92 %
Standardni odklon združenega podjetja po združitvi	2,05 %	2,03 %
Beta prevzemnika pred prevzemom	0,74	0,72
Prevzemna beta združenega podjetja po združitvi	0,76	0,68
Verjetnost bankrota prevzemnika pred prevzemom	4,98 %	3,72 %
Verjetnost bankrota združenega podjetja po združitvi	4,49 %	3,92 %

Vir: Paige et al. (2007)

Priloga 8: Postopek iskanja intervalne časovne vrste

Definicija časovne vrste:

Časovna vrsta je niz istovrstnih podatkov, od katerih se vsak nanaša na zaporedne časovne razmike ali zaporedne časovne trenutke

Enačba časovne vrste = $a + bX$

Koeficient časovne vrste (b) = $(N\Sigma XY - (\Sigma X)(\Sigma Y)) / (N\Sigma X^2 - (\Sigma X)^2)$

Konstanta časovne vrste (a) = $(\Sigma Y - b(\Sigma X)) / N$

Legenda:

x in y sta spremenljivki

b = koeficient časovne vrste

a = konstanta časovne vrste

N = število opazovanih vrednosti

X = prvi rezultat (Pri časovni vrsti gre za časovno premico, ki jo določimo sami)

Y = drugi rezultat

ΣXY = vsota zmnožkov X in Y

ΣX = Vsota vseh vrednosti X

ΣY = Vsota vseh vrednosti Y

ΣX^2 = Vsota kvadratov vseh spremenljivk X

Primer časovne vrste:

Vrednost X (leto)	Vrednost Y
60	3.1
61	3.6
62	3.8
63	4
65	4.1

Da bi lahko našli časovno vrsto v danem primeru, moramo najprej poiskati koeficient in konstanto časovne vrste.

Korak 1: Poiščemo število vrednosti.

$$N = 5$$

Korak 2: Izračunamo XY , X^2 .

tabela na naslednji strani

Vrednost	Vrednost	$X*Y$	$X*X$
----------	----------	-------	-------

X	Y		
60	3.1	$60 * 3.1 = 186$	$60 * 60 = 3600$
61	3.6	$61 * 3.6 = 219.6$	$61 * 61 = 3721$
62	3.8	$62 * 3.8 = 235.6$	$62 * 62 = 3844$
63	4	$63 * 4 = 252$	$63 * 63 = 3969$
65	4.1	$65 * 4.1 = 266.5$	$65 * 65 = 4225$

Korak 3: Izračunamo ΣX , ΣY , ΣXY , ΣX^2 .

$$\Sigma X = 311$$

$$\Sigma Y = 18.6$$

$$\Sigma XY = 1159.7$$

$$\Sigma X^2 = 19359$$

Korak 4: V enačbo za koeficient časovne vrste vstavimo vrednosti.

$$\begin{aligned}
 b &= (N\Sigma XY - (\Sigma X)(\Sigma Y)) / (N\Sigma X^2 - (\Sigma X)^2) \\
 &= ((5)*(1159.7) - (311)*(18.6)) / ((5)*(19359) - (311)^2) \\
 &= (5798.5 - 5784.6) / (96795 - 96721) \\
 &= 13.9/74 \\
 &= 0.19
 \end{aligned}$$

Korak 5: V enačbo za konstanto časovne vrste vstavimo vrednosti.

$$\begin{aligned}
 a &= (\Sigma Y - b(\Sigma X)) / N \\
 &= (18.6 - 0.19(311))/5 \\
 &= (18.6 - 59.09)/5 \\
 &= -40.49/5 \\
 &= -8.098
 \end{aligned}$$

Korak 6: Dobljeni vrednosti a in b vstavimo v enačbo časovne vrste.

$$\begin{aligned}
 \text{enačba časovne vrste} &= a + bx \\
 &= -8.098 + 0.19x.
 \end{aligned}$$

Če želimo poiskati približno vrednost časovne vrste v času $x = 64$, moramo omenjeno vrednost vstaviti v zgornjo enačbo.

$$\begin{aligned}
 \text{enačba časovne vrste} &= a + bx \\
 &= -8.098 + 0.19(64). \\
 &= -8.098 + 12.16 \\
 &= 4.06
 \end{aligned}$$

Na ta način so bile izračunane tudi ostale časovne vrste v nalogi.