



UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**FINANČNO MODELIRANJE PREVZEMOV IN
ZDRUŽEVANJ**

Ljubljana, november 2001

ROBERT BRATUŠA

Bratusa, Robert:
Financial modelling of Mergers and Acquisitions

Abstract

Company valuation is complex area and where is important to understand whole merger and acquisition process. Because of synergy premium and integration process, value of company is dependant of buying company. Also the largest enterprises with plenty of professionals use specialized external advisors or investment banks because independent judgment and complexity and importance of takeover process.

For successful takeover company has to obtain low cost financial sources. Beside cash offers there are also security exchange offers. Proper trade ratio is between coefficient k_0 in k_S . I define k_0 as value of target company without synergy effects and k_S value of company with added synergy effect. If trade ratio is too low, it resulted in transfer of shareholder value from target shareholders to buyer shareholders and vice versa

All different groups of valuation methods such discounted cash flow, market multiples valuation, option value model and static methods has their advantages and disadvantages. In most cases it is used discounted cash flow method which is very sensitive on profit margin, discounted rate of return and growth in residual period. My suggestion to avoid disadvantages is to use scenario analysis and compare them.

One of the crucial elements is identification of takeover reason. It is crucial for better support in decision process and provide us focus on valuation of target company.

Kazalo

KAZALO	III
UVOD	1
OPREDELITEV PROBLEMA	1
NAMEN NALOGE	1
METODOLOGIJA	2
TEMELJNA TEZA	3
OMEJITVE NALOGE	3
PREGLED VSEBINE	4
1 ZDRUŽITVE IN PREVZEMI	9
1.1 RAZLAGA PREVZEMA	9
1.1.1 OPREDELITEV POJMOV	9
1.1.2 NASTANEK PREVZEMA	10
1.2 VRSTE ZDRUŽITEV	10
1.2.1 HORIZONTALNE (VODORAVNE) ZDRUŽITVE	11
1.2.2 VERTIKALNE (NAVPIČNE) ZDRUŽITVE	11
1.2.3 KONGLOMERATSKE ZDRUŽITVE	11
1.2.4 KONGENERIČNE ZDRUŽITVE	11
1.2.5 NEDOGOVORJENI IN PRIJATELJSKI PREVZEM	12
1.3 RAZLOGI ZA ZDRUŽITVE	12
1.3.1 RAZDELITEV VZROKOV ZA PREVZEM	12
1.3.2 STRATEŠKI VZROKI	13
1.3.3 FINANČNI VZROKI	14
1.3.4 SINERGIJA	17
1.4 OBRAMBNI MEHANIZMI	17
2 PROCES ZDRUŽEVANJA PODJETIJ	19
2.1 STRATEŠKA ANALIZA IN KONCEPTUALNA FAZA	21
2.2 TRANSAKCIJSKA FAZA	24
2.2.1 ZAČETNA PONUDBA	24
2.2.2 ZAVEZUJOČA PONUDBA	28
2.2.3 POGAJANJA IN SKLENITEV POGODBE	29
2.2.4 POMEN ZAUPNOSTI INFORMACIJ	30
2.3 INTEGRACIJSKA FAZA	31
2.4 VLOGA ZUNANJIH SVETOVALCEV IN INVESTICIJSKIH BANK PRI IZVEDBI PREVZEMA	31
2.4.1 VLOGA ZUNANJIH SVETOVALCEV	31
2.4.2 VLOGE INVESTICIJSKIH BANK PRI PREVZEMIH IN ZDRUŽEVANJH V SVETU	33
2.4.3 VLOGE ZUNANJIH SVETOVALCEV V SLOVENIJI	35
3 FINANCIRANJE PREVZEMOV	37

3.1	VRSTE NAKUPOV PODJETJA	38
3.1.1	NAKUP PODJETJA Z DENARJEM	38
3.1.2	NAKUP PODJETJA Z ZAMENJAVO DELNIC	39
3.2	PROCES FINANCIRANJA PRI PREVZEMIH	40
3.2.1	STRUKTURNA FAZA	42
3.2.2	TVEGANJA PRI PREVZEMIH	42
3.2.3	POGOVORI Z ZUNANJIMI INSTITUCIJAMI	43
3.2.4	IZVEDBENA FAZA	45
3.2.5	FAZA DOLGOROČNEGA FINANCIRANJA	46
3.3	VRSTE DEZINVESTIRANJA	46
3.4	FINANCIRANJE PREVZEMOV V SLOVENIJI	47
3.5	PRIMER IZVEDBE FINANCIRANJA: ELF AQUITAINE	49
4	<u>VREDNOTENJE NA OSNOVI SREDSTEV V SLOVENIJI</u>	52
4.1	KNJIŽNA VREDNOST	52
4.2	TRŽNA VREDNOST	54
4.2.1	VREDNOST POSTAVK IN VREDNOST PODJETJA	54
4.2.2	DOBRO IME IN SLABO IME	55
4.2.3	METODA NETO VREDNOSTI SREDSTEV PODJETJA	56
4.3	METODA LIKVIDACIJSKE VREDNOSTI	57
4.3.1	OPREDELITEV LIKVIDACIJSKE VREDNOSTI	58
4.3.2	VRSTE LIKVIDACIJE	59
4.4	METODA NADOMESTNE VREDNOSTI	60
4.5	KAZALNIKI NA OSNOVI SREDSTEV	60
4.5.1	TOBINOV Q	60
4.5.2	KAZALNIK VREDNOTENJA	61
4.6	PRIMER UPORABE METOD NA OSNOVI SREDSTEV	63
5	<u>VREDNOTENJE NA OSNOVI DENARNIH TOKOV</u>	64
5.1	OSNOVNI POJMI	64
5.1.1	DISKONTIRANI DENARNI TOKOVI	64
5.1.2	VRSTE DONOSNOSTI	64
5.1.3	TEHTANI POVPREČNI STROŠEK KAPITALA	64
5.1.4	PREOSTALA VREDNOST	67
5.1.5	VRSTE DENARNEGA TOKA	69
5.2	PROSTI DENARNI TOK	71
5.2.1	ČISTI DOBIČEK	72
5.2.2	NEGOTOVINSKE POSTAVKE	72
5.2.3	AMORTIZACIJA	74
5.2.4	SPREMEMBE STALNIH SREDSTEV	74
5.2.5	SPREMEMBE GIBLJIVIH SREDSTEV	76
5.2.6	SPREMEMBE DOLGOROČNIH FINANČNIH NALOŽB	79
5.2.7	SPREMEMBA DOLGOROČNIH FINANČNIH OBVEZNOSTI	80
5.3	UPORABA METODE PROSTIH DENARNIH TOKOV	81
5.3.1	PROCES METODE DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	81
5.3.2	OCENA TEHTANEGA POVPREČNEGA STROŠKA KAPITALA	82
5.4	PRILAGAJANJE METOD NA OSNOVI DONOSOV	84
5.4.1	ANALIZA FINANČNIH IZKAZOV IN VREDNOTENJA PRIHODKOV	84
5.4.2	ANALIZE PRI VREDNOTENJU PRIHODKOV	84
5.4.3	DOLOČITEV PREDLAGANE NAKUPNE CENE	85
5.4.4	OBČUTLJIVOSTNA ANALIZA PRI VREDNOTENJU NA OSNOVI DENARNIH TOKOV	87
5.5	POSEBNOSTI VREDNOTENJA NA OSNOVI PROSTIH DENARNIH TOKOV V SLOVENIJI	88

6	TRŽNA PRIMERJAVA	89
6.1	TRŽNI MNOGOKRATNIKI	89
6.1.1	OPREDELITEV TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV	89
6.1.2	MNOGOKRATNIKI TRGOVANJA	91
6.1.3	TRANSAKCIJSKI MNOGOKRATNIKI	91
6.2	NABOR RAZLIČNIH MNOGOKRATNIKOV	91
6.3	UPORABA TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV	92
6.4	PRAVILO PALCA	93
6.5	UPORABA TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV	94
6.5.1	DEJAVNIKI VPLIVA NA UPORABO TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV	94
6.5.2	PRILAGODITEV TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV	95
6.5.3	FINANČNI KAZALNIKI, KI JIH JE PRIPOROČLJIVO PREGLEDATI OB TRŽNI PRIMERJAVI	95
6.5.4	UPORABNOST METODE TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV	97
6.6	UPORABA TRŽNIH MNOGOKRATNIKOV V SLOVENSКИH PODJETJIH	97
6.7	PRIMER UPORABE TRANSAKCIJSKIH MNOGOKRATNIKOV V BANČNEM SEKTORJU	98
6.7.1	UPORABA TRŽNIH IN TRANSAKCIJSKIH MNOGOKRATNIKOV V BANČNIŠTVU	98
6.7.2	IZRAČUN TRANSAKCIJSKIH MNOGOKRATNIKOV	99
6.7.3	OCENA OBMOČJA TRŽNE VREDNOSTI	100
7	ALTERNATIVNI MODELI VREDNOTENJA	103
7.1	REALNA OPCIJA	103
7.2	VREDNOTENJE KAPITALA PODJETJA	106
7.2.1	SPLOŠNO OGRODJE	107
7.2.2	PROBLEMI PRI UPORABI REALNIH OPCIJ	107
7.2.3	APLIKACIJA VREDNOTENJA	108
7.3	PRIMER UPORABE REALNE OPCIJE V PODJETJU EURO TUNNEL	109
8	NAPOTKI PRI UPORABI FINANČNIH MODELOV	115
8.1	VREDNOTENJE KONTROLNE PREMIJE	115
8.1.1	KONTROLNA PREMIJA	115
8.1.2	SOVRAŽNI PREVZEMI	116
8.2	VREDNOTENJE SINERGIJE	117
8.2.1	SINERGIJSKA PREMIJA	118
8.2.2	PRISTOP K VREDNOTENJU SINERGIJE	118
8.2.3	VRSTE SINERGIJ	119
8.2.4	VREDNOTENJE POSLOVNE SINERGIJE	121
8.2.5	VREDNOTENJE FINANČNE SINERGIJE	121
8.2.6	DAVČNA SINERGIJA	122
8.3	ODVISNOST PRISTOPA K VREDNOTENJU OD RAZLOGOV ZA PREVZEM	123
8.4	PREDNOSTI IN SLABOSTI POSAMEZNIH MODELOV	125
8.4.1	PREDNOSTI IN SLABOSTI VREDNOTENJA NA OSNOVI SREDSTEV	127
8.4.2	PRIPOROČILA VREDNOTENJA	128
8.4.3	KATERE FINANČNE PODATKE POTREBUJEMO PRI VREDNOTENJU	128
8.4.4	VSEBINA POROČILA O VREDNOTENJU	128
9	SKLEP	130
10	LITERATURA	134

Uvod

Opredelitev problema

Prevzemi in združevanja so zaradi različnih globalizacijskih procesov čedalje bolj aktualni. Vedno znova smo priča novim in vse večjim prevzemom in tako nastajajo vedno večja podjetja, s tem pa se hkrati spreminja koncentracija v določenih panogah.

Vrednotenje prevzemov je izredno kompleksno prav zaradi vključevanja različnih specifičnih področij, kot so izvedba samega procesa prevzema, financiranje prevzema, sinergija med podjetji in kontrola nad podjetji, ki presegajo klasično preučevanje vrednotenja podjetij.

Prevzeme lahko obravnavamo v dveh skrajnih primerih. Prvi primer je podjetje, ki uresničuje agresivno strategijo rasti s pomočjo prevzemov ali združitvami z drugimi podjetji. Druga možnost je pasivno podjetje, ki je potencialna tarča prevzema. V obeh primerih je potrebno, da podjetje razume in obvlada združitveni proces, saj v nasprotnem primeru obstaja nevarnost za nastanek nepravilnih odločitev, ki imajo za podjetje dolgoročne posledice.

Tudi največja podjetja, ki imajo ogromno kadrovskih virov, pri izpeljavi prevzemov in združevanj v določenih fazah tega procesa izkoristijo možnosti vključevanja storitev zunanjega svetovanja, predvsem zaradi večje nevtralnosti presoje, izredne kompleksnosti in pomembnosti prevzemnega procesa.

V vsakem primeru se srečamo z vprašanjem, koliko je vredno podjetje, ki je tarča prevzema. Prevzemnik mora pripraviti ponudbo za prevzem, ki naj bi bila takšna, da je zanj najbolj primerna, za delničarje oziroma lastnike pa najcenejša. Previsoka cena pomeni preveliko izčrpavanje, prenizka cena pa pomeni nesprejemljivo ponudbo za drugo stran.

To pomeni, da je določitev primerne ponudbe eden izmed ključnih dejavnikov za uspešno izvedbo prevzema ali združitve.

Po identifikaciji tarče prevzema je le-to potrebno še vrednotiti, na podlagi vrednotenja pa se pripravi ponudba za prevzem. Tako se srečamo z vprašanjem, ali obstajajo učinkoviti in uspešni načini za določitev vrednosti tarče prevzema.

Namen naloge

Primarni namen dela je s pomočjo domače in tuje strokovne literature ter izkušenj iz prakse celovito raziskati uporabo različnih finančnih modelov pri prevzemih in združevanjih in jih med sabo primerjati.

Namen magistrskega dela je narediti podrobno analizo množice različnih modelov in klasificirati posamezne modele v vsebinske skupine finančnih modelov vrednotenja, ki se uporabljajo pri prevzemih in združevanjih. Vsi obravnavani modeli so klasificirani v eno izmed štirih glavnih skupin.

Hkrati je namen ugotoviti posebnosti posameznih modelov in ponazoriti kako se ti modeli uporabljajo v praksi. Določeni pristopi bodo ponazorjeni s praktičnimi primeri zaradi boljšega pregleda omejitev posameznega načina in razumevanja uporabe modelov.

Poleg tega je namen dela, da se ob analizi tujih teoretičnih in praktičnih spoznanj ter osebnih izkušenj podajo lastna avtorska kritična razmišljanja, usmeritve in priporočila, ki so primerna za prevzeme in združevanja v Sloveniji, kot tudi za slovenska podjetja, ki preučujejo možnosti prevzemov podjetij na tujih trgih.

Zadnji namen je pripraviti podlago za podporo pri odločitvi, kateri model vrednotenja podjetij uporabiti v določeni situaciji. Podani bodo razlogi, pri katerih situacijah je posamezen pristop najbolj primeren in prednosti, slabosti ter omejitve posameznih pristopov.

Metodologija

Magistrsko delo je zasnovano tako, da bo vključevalo strokovno poglobitev in znanstveno raziskovalni pristop s področja prevzemov in združevanj. Uporabljeni bosta teoretična in izkustvena metoda iz praktičnega sodelovanja avtorja pri posameznih delih prevzemnega procesa, v manjši meri tudi neposredno izhajajoča iz empiričnih raziskav domačih in tujih avtorjev. Poleg znanstveno raziskovalnega prispevka s teoretično metodo delo vsebuje tudi praktične primere za ponazoritev določenih segmentov pri analizi finančnih modelov vrednotenja.

Za razumevanje osnovnih lastnosti prevzemov in združevanj bo uporabljen pristop pregleda domače in tuje strokovne literature s področja prevzemov in združevanj. Različni modeli za finančno vrednotenje prevzemov bodo analitično preučevani v domačem in tujem prostoru, vendar ne le na osnovi abstraktnega razglabljanja proučevanega področja, ampak bo poudarek predvsem na empiričnih metodoloških prijemih in primerih uporabe določenih modelov iz prakse.

Tako so modeli klasificirani v naslednje štiri skupine:

- vrednotenje na osnovi sredstev,

- vrednotenje na osnovi denarnih tokov,
- tržna primerjava in
- ostale alternativne metode vrednotenja podjetij.

Pomembno je poudariti, da so v nalogi prevzemi in združevanja obravnavani s stališča prevzemnega podjetja oziroma kupca prevzemnika, razen če ni v nalogi drugače določeno. Prav tako sem opredelil, da **prevzem opravi podjetje**, oziroma je odraz skupnih aktivnosti lastnikov, nadzornega sveta, uprave in zaposlenih. To velja za celotno nalogo, razen če ni eksplicitno drugače opredeljeno.

Temeljna teza

Temeljna teza je, da je vrednotenje podjetja z namenom prevzema izredno kompleksno področje, ki presega elemente klasičnega vrednotenja. Menim, da vrednotenje podjetja opredeljujejo tri bistvene komponente: namen vrednotenja, nabor informacij in časovna determinanta. Pri prevzemih so te komponente opredeljene tako, da zahtevajo širši pregled v primerjavi z vrednotenjem zaradi različnih parcialnih vrednotenj podjetja (zavarovanje podjetja, poravnava škode, revizija, odprodaja premoženja, likvidacija ipd.), kot tudi drugačen pristop kot celotno vrednotenje podjetja (portfeljski nakup podjetja, najem kreditov, privatizacija, sanacija ipd.).

Namen vrednotenja je odvisen od potencialnega kupca podjetja in je hkrati soodvisen od kompatibilnosti obeh podjetij. Iz tega izpeljemo hipotezo, da je *vrednost podjetja odvisna od prevzemnega podjetja*.

Nabor informacij je pri prevzemih širši kot pri drugih načinih vrednotenja. Primarni razlog je skrbni pregled poslovanja, dva izmed ostalih razlogov pa sta poznavanje panoge prevzemnega podjetja in dolgoročno spremljanje potencialnih tarč. Tako je druga hipoteza, da *ima prevzemno podjetja več informacij kot subjekti pri drugih namenih vrednotenja*.

Časovna komponenta je pri prevzemih izredno kritična. Trg se izredno hitro odziva na različne spremembe in informacije, kar se odraža v spreminjanju tržne cene (delnic) podjetja. Tako je naslednja hipoteza, da *mora prevzemno podjetja sprejeti svojo odločitev o nakupu pod visokimi časovnimi omejitvami*.

Omejitve naloge

Vir dela bo predvsem iz domače in tuje strokovne literature anglosaksonskega izvora. Uporabljena bo tudi slovenska strokovna literatura, ki pa je glede na preteklo neaktualnost tega področja seveda manj obsežna.

Zbrani bodo vsi znani modeli prevzemov in združevanj, ki jih bom zasledil v meni dostopni literaturi. Zaradi boljšega pregleda nad modeli so ti združeni v glavne skupine. Modeli so klasificirani v naslednje skupine: modeli za vrednotenje na osnovi sredstev, modeli za vrednotenje na osnovi denarnih tokov, tržni mnogokratniki in alternativni modeli, ki se uporabljajo za vrednotenje nekonvencionalnih podjetij npr. podjetij informacijske tehnologije in internet podjetij. Zadnja skupina hkrati zajema modele, ki jih zaradi prevelikih specifik ni mogoče klasificirati v prve tri skupine.

Pregled vsebine

Magistrsko delo je razdeljeno na devet poglavij. Delo bo tako v začetnem poglavju obsegalo teoretičen uvod za razumevanje osnovnih lastnosti prevzemov in združevanj. V prvem teoretičnem poglavju je opredeljen pojem prevzema. Sledi splošni pregled vrst prevzemov in združevanj ter analiza razlogov za združitve. Poglavje se končuje s kratkim opisom obrambnih mehanizmov.

Sledita dve poglavji, ki analizirata širši kontekst finančnega modeliranja prevzemov. Do citirane literature zavzeman kritičen odnos in podajam lastna stališča do teoretično obravnavanih področij, elementov in osnovnih predpostavk. Tako je v drugem poglavju podrobno analiziran proces združevanja podjetij, ob tem pa so pojasnjene glavne značilnosti celotnega procesa. Obravnavani proces sem razdelil na strateško analizo in konceptualno fazo, transakcijsko fazo in tretjo integracijsko fazo. Sledi opis vloge zunanjih svetovalcev in investicijskih bank pri izvedbi procesa prevzema podjetij ter vloge zunanjih svetovalcev v Sloveniji.

Tretje poglavje analizira zagotovitev potencialnih virov financiranja, ki so predpogoj za izvedbo prevzema. Predstavljeni so nakupi podjetja z denarjem in zamenjavo delnic. Sledi podrobna analiza procesa financiranja pri prevzemih, ki je del prevzemnega procesa, vendar je ta zaradi pomembnosti prikazan ločeno. Predstavljeno je dezinvestiranje kot pomemben način zagotovitve virov financiranja pri prevzemu. Poglavje se končuje z raziskavo financiranja prevzemov v Sloveniji in s primerom izvedbe financiranja obrambnih aktivnosti podjetja Elf Aquitaine.

V naslednjih štirih poglavjih so analizirane skupine finančnih modelov za vrednotenje prevzemov. Četrto poglavje je namenjeno vrednotenju na osnovi sredstev s stališča slovenskega okolja. Poleg analize knjižne in tržne vrednosti podjetja sta opredeljeni analizi metode likvidacijske vrednosti pri prevzemih in metode nadomestne vrednosti. Poglavje se

zaključí s pojasnjevanjem primernih kazalnikov in s primerom uporabe metode na osnovi sredstev.

V petem poglavju je narejena analiza vrednotenja na osnovi denarnih tokov. Po defíniranju osnovnih pojmov in elementov denarnega toka sledi predstavitev uporabe metode prostih denarnih tokov. Sledi podrobna analiza možnosti prilagajanja metod na osnovi donosov in vplivi na rezultat vrednotenja.

Šesto poglavje je namenjeno analizi tržnih primerjav in tržnih mnogokratnikov. Ob izbiri nabora različnih mnogokratnikov je postavljena razmejitev med transakcijskimi mnogokratniki in mnogokratniki trgovanja. Predstavljena je metoda pravila palca. Sledi primer uporabe transakcijskih mnogokratnikov in prikaz tržnih mnogokratnikov v bančnem sektorju.

Sedmo poglavje je namenjeno alternativnim metodam vrednotenja. Eden izmed najbolj aktualnih pristopov je uporaba metode realne opcije, ki je izpeljana iz vrednotenja klasične opcije. Po aplikaciji vrednotenja s pomočjo realne opcije se poglavje zaključí s primerom uporabe realne opcije.

V osmem poglavju osrednjo pozornost namenjam napotkom pri uporabi finančnih modelov. Posebej je izpostavljeno vrednotenje kontrolne premije in povezava s sovražnimi prevzemi. Osrednjo pozornost namenjam analizi vrednotenja sinergije, sinergijske premije in pristopov pri vrednotenju sinergije kot tudi identifikacije posameznih vrste sinergij. Sledi analiza vseh skupin modelov in analiza odvisnosti pristopa k vrednotenju od razlogov za prevzem. Poglavje se končuje z predstavitvijo prednosti in slabosti posameznih modelov in priporočili pri vrednotenju podjetij zaradi prevzema.

Zaradi boljše preglednosti podajam strukturo magistrskega dela tudi v grafični obliki.

Slika 0-1: Struktura magistrskega dela po poglavjih.

Finančno modeliranje prevzemov in združevanj

1. Združitve in prevzemi	Teoretični del
2. Proces združevanja podjetij	Širši kontekst finančnega modeliranja prevzemov
3. Financiranje prevzemov	
4. Vrednotenje na osnovi sredstev v Sloveniji	Obravnava finančnih modelov
5. Vrednotenje na osnovi prostih denarnih tokov	
6. Tržna primerjava	
7. Alternativni modeli vrednotenja	
8. Napotki pri uporabi finančnih modelov	Lastnosti modelov za vrednotenje prevzemov

Opomba: Vse slike, pri katerih niso navedeni viri, so izvirno delo avtorja tega besedila.

1 Združitve in prevzemi

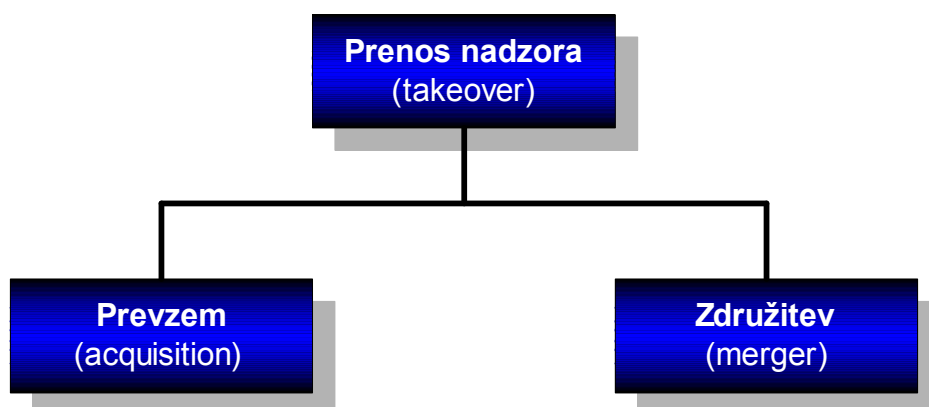
1.1 Razlaga prevzema

1.1.1 Opredelitev pojmov

Če si ogledamo definicijo prevzema, kakor ga opredeljuje Zakon o prevzemih (Zakon o prevzemih, 1997) je prevzem določen kot dejanje, kadar določena pravna ali fizična oseba pridobi ali želi pridobiti delež vrednostnih papirjev tega izdajatelja, ki zagotavlja več kot 25% glasovalnih pravic, ki izhajajo iz takšnih vrednostnih papirjev. Prevzem družbe pomeni nakup takšnega deleža delnic določene družbe, da lahko prevzemnik preko skupščine delničarjev preglasuje ostale delničarje in pomembno vpliva na odločitve glede vodenja družbe (kontrolni delež) in lahko, ni pa nujno, prevzeto družbo pripoji prevzemni družbi ali družbi v lasti prevzemnika.

Podobno prevzem opisuje britanska literatura: za prevzem družbe gre takrat, ko neka gospodarska družba pridobi tolikšen sveženj delnic z glasovalno pravico v drugi, ponavadi manjši družbi, da ji omogoča preglasovanje drugih delničarjev te družbe. Različni avtorji (npr. Scharf, 1991, str. 37) v anglosaksonski literaturi uporabljajo različne kombinacije izrazov prenos lastništva (takeover), združitev (merger) in prevzem (acquisition). Strinjam se z opredelitvijo nekaterih avtorjev (Ross, 1993, str. 828), ki angleški izraz "takeover" označuje kot najbolj splošen, vsebinsko pa ga opredeljuje kot prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo skupino delničarjev.

Slika 1.1: Grafična ponazoritev opredelitve pojmov



Združitve ureja Zakon o gospodarskih družbah (Zakon o gospodarskih družbah, 1999), ki poleg tega vključuje še izraza spojnitve in pripojitve. **Pripojitev** se opravi s prenosom celotnega premoženja ene ali več delniških družb (prevzeta družba) na drugo delniško družbo (prevzemna družba). **Spojitev** se opravi z ustanovitvijo nove delniške družbe (prevzemna družba), na katero se prenese celotno premoženje družb, ki se spajajo (prevzete družbe). Na podlagi teh dveh definicij sem uporabljal pojem **združitev** kot skupen pojem za pripojitve in spojnitve.

V nalogi sem uporabljal terminološko distinkcijo med prevzemi in združevanji, saj menim, da je relacija med pojmom prevzem in združitev lahko simetrična ali asimetrična. To pomeni da obstajajo primeri, ko po prevzemu ni združitve, kot tudi združitev, ki ni posledica prevzema. V večini primerov je na podlagi uspešnega prevzema lahko izpeljana združitev dveh pravnih oseb v eno. Bistveno se mi zdi, da je pri **prevzemu** prevzemno podjetje dominantno nad prevzetim podjetjem. Iz povedanega sledi, da pojmov prevzem in združitev ne smemo enačiti, saj je prevzem lahko prisilne narave (kateremu lahko sledi združitev, ki je v načrtu prevzemnika), združitev v naslednji fazi pa je ponavadi prostovoljna in v interesu obeh partnerskih podjetij.

1.1.2 Nastanek prevzema

Odvisno od pravne ureditve posamezne države lahko nastane prevzem na dva načina:

- S kopičenjem delnic z nakupi na organiziranem trgu ali pa z neposrednimi posli, če podjetje ne kotira na organiziranem trgu.
- Z javno ponudbo za odkup delnic, ki je naslovljena neposredno na delničarje po ceni, višji od tržne, z določenim rokom za sprejem ponudbe in z vnaprej določenimi pogoji.

Prevzem se lahko izvede z gotovinskim nakupom, z bančnimi posojili, izdajo delnic prevzemne družbe ali z izdajo obveznic. Prevzeti je mogoče javno družbo, katere delnice kotirajo na organiziranem trgu, ali pa zaprto družbo, katere delnice je mogoče dobiti le neposredno od imetnikov delnic. Razlika je predvsem v tem, da so podatki javne družbe bolj dostopni, medtem ko si jih mora prevzemnik pri zaprtih družbah pridobiti na podlagi dogovora in pogajanj s prodajalcem. Tako javnost ali "nejavnost" podatkov družbe vpliva na ceno, po kateri bo prevzemnik kupil delnice. Cena, ki jo plača prevzemnik za delnico, je višja kot trenutna tržna, saj ima nadzor nad podjetjem in nakup večjega kapitalskega deleža svojo ceno.

1.2 Vrste združitve

Poleg razdelitve v horizontalne, vertikalne in konglomeratne oblike povezovanja (Ross, 1993, str. 828) vključujem še četrti segment kongenerične združitve.

1.2.1 Horizontalne (vodoravne) združitve

Z vodoravnim prevzemom, ki je prevzem družbe v isti dejavnosti, se lahko prevzemnik predvsem znebi nadležne konkurence, saj si prilasti njen tržni delež, poleg tega pa lahko racionalizira poslovanje in izkoristi ekonomijo obsega (Chang, 1999, str. 14). Edina resna ovira je povečano zanimanje vladnih ustanov za preprečevanje monopolov, na primer slovenski Urad za varstvo konkurenčnosti.

1.2.2 Vertikalne (navpične) združitve

Navpični prevzem je značilen predvsem v gospodarstvih na prehodu. Težave pri iskanju dobaviteljev in distributerjev lahko podjetje reši tako, da jih pokupi. Problem nastane pri veliki razpršenosti, saj bolj ko se prevzemno podjetje oddaljuje od svoje primarne dejavnosti, večje postaja tveganje, da svojih poslov ne bo uspešno obvladovalo.

1.2.3 Konglomeratske združitve

O konglomeratskem prevzemu govorimo, ko prevzemno podjetje kupi podjetje, ki ni povezano z dejavnostmi, ki jih samo opravlja. Razlog za konglomeratske prevzeme je predvsem diverzifikacija tveganja in rast podjetja tudi na druga področja. S tem zmanjša tveganje, vendar pa so raziskave odkrile, da se zmanjša tudi produktivnost kapitala, saj je le-ta pri nekaterih največjih konglomeratih kar za 20 odstotkov manjša od povprečja posamezne dejavnosti. Tudi zaradi tega je danes prisoten trend razdruževanja.

1.2.4 Kongenerične združitve

Kongenerični prevzem nastane, ko prevzemnik kupi podjetje, ki je v sorodni (kongenerični) gospodarski panogi. S tem zmanjša tveganje, združitev pa nima neposrednih povezav z vidika dejavnosti, saj je ne moremo uvrstiti ne v horizontalne ne v vertikalne vrste združitev.

1.2.5 Nedogovorjeni in prijateljski prevzem

V glavnem ločimo dva načina prevzema: “prijateljski” in “sovražni”, vendar pa sta to le dva ekstrema, v okviru katerih imamo širok spekter ostalih načinov.

Prijateljski prevzem se začne tako, da prevzemno podjetje ponudi prevzetemu podjetju odkup delnic, ki predstavljajo večinski glasovalni delež. Značilno za ta način je, da prevzemno podjetje dalj časa pred ponudbo ne kupuje delnic tarče prevzema, saj bi bil to lahko znak sovražnega dejanja. Prednost takšnega pristopa je, da prevzemno podjetje pride do zaupnejših podatkov o ciljni družbi in se tako lažje pogaja o morebitni združitvi z njo, poleg tega pa ima prevzeto podjetje možnost pogajanj glede preprečitve uporabe obrambnih ukrepov pred prevzemom. V tem pa se kaže tudi manj prijetna stran, saj se tarča prevzema lažje pripravi na prevzem z možnostjo obrambnih mehanizmov, prav tako pa lahko poišče boljšega ponudnika (Bešter, 1996, str. 101-107).

O sovražnem prevzemu govorimo takrat, ko prevzemno podjetje kupuje oz. javno ponudi v odkup delnice ciljne družbe brez kakršnega koli opozorila in sporazuma z upravo ali lastniki ciljne družbe. Prednost takega prevzema je v presenečenju in hitrosti, saj je uprava ciljne družbe nepripravljena za ukrepe proti prevzemu, nadzorni svet pa se sploh ne sestane. Pomanjkljivost tega načina pa je, da prevzemnik nima dostopa do nejavnih informacij o poslovanju ciljne družbe.

Mešani način ima lastnosti obeh načinov prevzema, vendar pa običajno prevladuje eden od njiju. Primer takega načina bi lahko bil, ko prevzemno podjetje najprej obvesti tarčo prevzema o svoji nameri, vendar pa jo opozori, da bo v določenem roku svojo ponudbo za odkup javno objavilo, pred javno ponudbo pa ne bo kupovalo delnic podjetja. Opisani način ni čisto prijateljski, saj se zaradi prihodnjih kapitalskih dobičkov začnejo delnice ciljne tarče prevzema koncentrirati pri borznih posrednikih, ki so jih pripravljene kasneje za višjo ceno prodati prvotnemu prevzemnemu podjetju ali pa celo drugemu podjetju.

1.3 Razlogi za združitve

1.3.1 Razdelitev vzrokov za prevzem

Zavedati se moramo dejstva, da v Sloveniji ne prevladujejo takšni vzroki za prevzeme kot obstajajo v državah z razvitim trgom vrednostnih papirjev, ker se naš trg še razvija in nima ustrezne širine (števila delniških družb) in globine (tržna kapitalizacija). Pričakujem, da se bo število prevzemov bistveno povečevalo zaradi intenzivnosti druge faze lastninjenja, kjer poteka obsežna konsolidacija lastništva.

Ne glede na vzroke mora biti vsak prevzem izpeljan preudarno. Vsakršna impulzivna reakcija, ki temelji na instinktu, ne more voditi do uspeha, skrbno pripravljen načrt

prevzema pa lahko prevzemno podjetje pripelje do uspešnega zaključka. Tako je najpomembnejše, da prevzemno podjetje najprej določi cilje prevzema, nato pa se osredotoči na njegovo izpeljavo. Sam prevzem mora seveda biti prisoten v strateškem planu podjetja in pomeni podporo strateškim ciljem, kot so rast, diverzifikacija, večanje trga in podobno.

Vzroke za nastanek prevzemov lahko razdelimo v dve skupini. V prvo bom združil strateške vzroke, kot so ekonomija obsega, povečanje tržnega dela, tehnologija, zaposleni, malce dlje pa se bom zadržal pri drugi skupini, v kateri so finančni razlogi za prevzeme. Izkoriščanje sinergičnih učinkov združitve sodi tako v strateške kot tudi finančne razloge, zato sem jih predstavil ločeno od obeh skupin. Nekateri avtorji (Harrington, 1989, str. 138 - 155) trdijo, da lahko vse razloge združimo v enega, to je povečanje vrednosti za lastnike podjetja. Po mojem mnenju bo v Sloveniji minilo še precej časa, preden se bo management zavedal svoje odgovornosti do lastnikov.

1.3.2 Strateški vzroki

Poglejmo si najpogostejše strateške vzroke za prevzeme (Bešter, 2000, str. 273):

- diverzifikacija tveganja,
- izkoriščanje ekonomije obsega,
- povečanje tržnega deleža,
- povečanje tržne moči,
- slabo vodenje podjetja,
- pobuda managementa
- tehnologija in znanje in
- zaposleni in njihovo znanje.

Eden izmed bolj kontroverznih razlogov je **diverzifikacija tveganja**, kjer je namen stabilizirati prihodke in zmanjšati tveganje. Tako bi s prevzetim podjetjem omejili potencialno tveganje. Eden izmed takšnih primerov je visoka stopnja odvisnosti od sezone, kjer podjetje kupi drugo podjetje, ki ima nasprotni sezonski cikel.

Izkoriščanje ekonomije obsega je eden izmed najbolj uporabljenih izgovorov za prevzeme. V ozadju se dostikrat skriva želja managementa "večje je lepše". Realna omejitev ekonomije obsega je prevelika kompleksnost podjetja, ki je zaradi velikosti manj obvladljivo in slabše vodeno. Obstajajo celo poskusi določitve optimalne velikosti podjetja, tako je ena najbolj znanih o bilančni vsoti banke v višini 10 mrd USD (Ribnikar, 1999).

Kot je bilo delno že povedano pri razlagi oblik prevzemov, je bistvo večanja **tržnega deleža** v zmanjšanju konkurence. Podjetje pa z nakupom konkurenčnega podjetja pride tudi do kapacitet, ki bi jih moralo samo šele zgraditi.

Pri **povečanju tržne moči** je mišljeno izboljšanje konkurenčnega položaja v sami panogi, kot tudi izboljšanje pogajalske pozicije proti svojim dobaviteljem in v manjši meri kupcem. Nazoren primer izboljšanja pogajalske pozicije proti svojim dobaviteljem je v Sloveniji Mercator, v tujini pa IKEA.

Neracionalno poslovanje podjetja je eden izmed temeljnih vzrokov za prevzem, ki se odraža tudi v drugih razlogih za prevzem. Slabo vodeno podjetje je zelo verjetna tarča prevzema, saj novi lastniki prestrukturirajo podjetje z novim managementom, tako da dosežejo dodano vrednost v nekajletnem obdobju. Raziskava na področju bančne dejavnosti (Schranz, 1993, str. 99) kaže, da razviti "trg prevzemov" pozitivno prispeva k njihovi poslovni uspešnosti.

Pobuda managementa je eden izmed kontroverznih vzrokov zaradi konflikta med interesom managementa in lastnika v eni osebi. Zelo škodljiva kombinacija za trenutne lastnike je slabo poslovanje podjetja, iz katere nastane pobuda managementa za odkup podjetja. Hkrati pa je koristna takrat, ko nimajo strategije vodenja in s tem omejujejo razvoj in poslovanje podjetja.

Pogost vzrok za prevzem je tudi pridobitev **tehnologije ali znanja**, ki v podjetju prevzemniku ne obstaja. Če pa prevzemniku uspe pridobiti tehnologijo, si s tem zagotovi potrebna sredstva in se lahko izogne velikim stroškom raziskav ali nakupu same naprave. Podobno velja za znanje.

V prvi skupini je ostal tako še zadnji vzrok, to so zaposleni. Tako zaposleni najbrž nikoli ne bodo delali samo doma, tudi podjetja ne naredijo stroji, temveč ljudje, ki so v njem **zaposleni**. Po moji oceni lahko predvidimo dve skrajni možnosti:

- Prevzemnik v ciljnem podjetju zamenja celotno vodstvo in postavi svoj management, ki lahko uspešno izrabi razpoložljive kapacitete prevzetega podjetja
- Prevzemno podjetje nima ustreznih vodstvenih delavcev in jih tako v celoti pridobi v ciljni družbi.

Pri tem seveda ne smemo pozabiti, da so lahko predmet prevzema tudi drugi zaposleni in ne samo vodstvo.

1.3.3 Finančni vzroki

Medtem ko so vzroki prve skupine precej bolj strateško usmerjeni, so razlogi v drugi skupini bolj finančne narave (izkoriščanje kratkoročnih kapitalskih dobičkov) (Bešter, 1995, str. 49). Seveda je lahko tudi špekulativni nakup vključen v strategijo podjetja,

vendar redkeje, saj do padcev vrednosti podjetij pride v običajno kratkem času, v katerem nismo sposobni pripraviti dobrega načrta prevzema.

Če najprej naštejemo najpogostejše finančne vzroke za prevzeme:

- nakup podcenjenega podjetja,
- davčni motivi,
- povečanje dobičkonosnosti ciljnega podjetja,
- nižji stroški financiranja,
- poraba odvečnih sredstev,
- primanjkljaj sredstev,
- zadolženost podjetja in
- špekulativni razlogi.

Najpreprostejši razlog za nakup podjetja je **podcenjenost**, ko je podcenjeno na kapitalskih trgih, relativno glede na dejansko vrednost podjetja. V tem primeru bo podjetje prevzeto s strani prevzemnega podjetja, ki bo spoznalo odstopanje v tržni ceni podjetja. Z nakupom podjetja, ki je naprodaj za nižjo ceno od dejanske, pridobi kupec podjetje, s katerim bo v prihodnosti ustvaril višje donose.

Naslednji v skupini so **davčni motivi**. Prevzemnik lahko z nakupom perspektivnega izgubarskega podjetja v konsolidirani bilanci zmanjša davek na dobiček. Če pa prevzemnik poseže še čez državne meje, lahko z mednarodnim prevzemom izkoristi posamezne davčne ugodnosti v državi ciljnega podjetja, kot je npr. manjša stopnja davka na dobiček. Na splošno raziskovalci ugotavljajo (Weston, Copeland, 1986, str. 908), da davčni razlogi niso primarni motivi za prevzem, obstajajo pa tudi avtorji, ki davčnim motivom pripisujejo veliko večji pomen (Mitchell, Netter, 1989, str. 64).

Povečanje dobičkonosnosti podjetja je razlog v primeru nizke donosnosti podjetja z namenom povečanja dobička na delnico podjetja. Za nizko donosnost podjetja je več vzrokov, eden pa je lahko neizplačilo zadostnih dividend, kakor ga opisuje ameriški primer, ko je naftna industrija usmerjala dobiček v drage zemeljske raziskave, namesto da bi ga vsaj delno izplačala delničarjem. Zaradi slabe kratkoročne donosnosti je cena naftnim podjetjem padla na četrtno vrednosti in so tako postala tarča prevzemnikov, ki seveda priložnosti niso izpustili.

Prevzem zaradi **nižjih stroškov financiranja** je smiseln tedaj, ko ima prevzeto podjetje nižje stroške financiranja, teoretično je možno tudi obratno, da ima nižje stroške prevzemno podjetje. Nižje stroške financiranja prevzemno podjetje ustvari z razprodajo nepotrebne premoženja in doplačilom finančno neugodnih virov financiranja.

Poraba odvečnih finančnih sredstev je priložnost za podjetje, ki si je ustvarilo dodatna finančna sredstva zaradi konjunktornega obdobja poslovanja ali obdobja nekonkurenčnega okolja. Ta razlog se velikokrat pojavlja skupaj z davčnimi razlogi in diverzifikacijo tveganj poslovanja podjetja.

Primanjkljaj sredstev potencialne tarče prevzema omogoča takšnemu podjetju izvesti dobičkonosne primerne projekte, saj mu manjkajo viri financiranja.

Naslednji vzrok špekulativne narave je **zadolženost podjetja**. Pasiva bilance stanja je v grobem sestavljena iz kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti in lastniškega kapitala. V nadaljnji razlagi predpostavimo, da nimamo kratkoročnih obveznosti. Dolgoročne obveznosti predstavljajo obveznice, lastniški kapital pa navadne delnice (izpustimo prednostne delnice). Pasivo podjetja predstavlja tako samo dolgoročne obveznosti, ki so sestavljene iz obveznic in (navadnih) delnic. V razvitih gospodarstvih je strošek dolga obveznic manjši, ker je izplačilo zaradi zakonitosti obveznic bolj gotovo kot pa pri delnicah, kjer je izplačilo odvisno od poslovanja podjetja in je zato strošek delnic večji.

Kako lahko to logiko uporabimo pri **špekulativnem** prevzemu podjetja? Najprej moram opozoriti na to, da ta logika deluje samo pri podjetju, ki je malo zadolženo. Pri optimalno zadolženem podjetju, ki ima ustrezno razmerje lastniškega in dolžniškega kapitala glede na panogo podjetja, lahko stroški priprave na prevzem presegajo donose in je tako sama izvedba prevzema neracionalna. Zavedati se moramo tudi dejstva, da je teoretičen pogled na špekulativni prevzem v resničnosti čisto drugačen in lahko propade, vendar pa nam vseeno omogoča podlago za razlago. Oglejmo si primer špekulativnega prevzema.

Podjetja A ima lastniško strukturo sestavljeno iz dolgoročnega dolga (10%), lastniškega kapitala osebe Prezemnik (20%) in ostalega lastniškega kapitala (70%). Podjetje B je v celotni lasti osebe Prezemnik, ki ga je ustanovil z namenom prevzema podjetja A in s povečanjem cene svojega lastniškega kapitala zaradi premajhne zadolženosti podjetja A. Dolg podjetja B predstavlja visoko tvegan premostitveni kredit, saj za njegovo kritje skrbi le majhen delež lastniškega kapitala (približno 15%). Prezemnik se odloči, da bo s celotno aktivo podjetja B kupil delnice podjetja A, ki so še na voljo. To mu tudi uspe. Ker pa ima sedaj v svoji aktivi podjetja B delnice podjetja A in ima navadno večino v podjetju A, lahko podjetji združi.

Prezemnik ima v svojih rokah 60 odstotkov celotnega lastniškega kapitala, kar mu zagotavlja vse operacije podjetja, pri katerih je potrebna 51 odstotna večina. Povečanje zadolženosti v podjetju je privedlo do optimalne strukture kapitala in tako do najnižjih stroškov celotnega kapitala. To hkrati tudi pomeni, da je pri tej stopnji povprečnega tehtanega stroška kapitala vrednost celotnega lastniškega kapitala podjetja A največja.

Prezemnik se sedaj lahko odloči, da bo vodil podjetje ali pa začne prodajati delnice in tako pridobi kapitalski dobiček.

1.3.4 Sinergija

Weston, Chung in Hoag (1990, str. 194) ter Brigham (1992, str. 841) razlagajo sinergijo pri prevzemu kot vsako kombinacijo podjetij ali njihovih delov, ki se odraži v višji vrednosti podjetja. Sinergija se odraža v potencialni dodani vrednosti s kombiniranjem dveh podjetij zaradi poslovnih ali finančnih vzrokov. Tako je v okviru te opredelitve sinergije vključena tudi ekonomija obsega (Pass, 1995, str. 210).

Sinergičen učinek pomeni to, da je celota vredna več kot pa njeni posamezni deli. Če moč prevzemnika z nakupom ciljne družbe preseže njune skupne slabosti, potem sinergija obstaja. Podjetje lahko z vodoravnim prevzemom na primer uporabi neizkoriščene kapacitete, kar zmanjša stroške po enoti proizvoda. Seveda pa obstajajo tudi negativne sinergije. Tak primer je združitev podjetij, ki ne sodijo skupaj (na primer dve podjetji z močnima konkurenčnima blagovnima znamkama).

Tako lahko podjetje z nakupom ustvari pričakovano **sinergijo v poslovanju**, ki omogoča višjo rast in/ali nižje stroške.

Finančna sinergija pa omogoča izboljšanje finančnega stanja podjetja, izkoriščanje optimalne strukture zadolževanja, kreditne sposobnosti podjetja ipd. Davčna sinergija je formalno podmnožica finančne sinergije, vendar bom sinergije zaradi specifičnih lastnosti in pomembnosti predstavil ločeno.

Vrednotenje sinergije sem bolj podrobno analiziral v 8. poglavju.

1.4 Obrambni mehanizmi

V prejšnjem podpoglavju smo si ogledali samo prevzemno stran. Ker pa niso vsi prevzemi dobrodošli (vsaj ne s strani vodstva podjetja), imajo managerji na voljo veliko obrambnih mehanizmov, ki jih ščitijo pred prevzemi.

Različni avtorji (Pinches, 1990, str. 606, Sabine, 1987, str. 177) prikazujejo veliko različnih obrambnih mehanizmov. Tako lahko obrambne mehhanizme agregiramo v tri glavne skupine:

- Splošne preventivne aktivnosti v smislu ravnanja managementa po načelu racionalnega poslovanja.
- Priprava obrambnih mehanizmov, s čimer odvrčamo potencialne prevzemnike.

- Aktivna obramba z različnimi konkretnimi oblikami obrambnih aktivnosti.

Če ima država urejeno zakonodajo s tega področja, potem so omejeni v svojih dejanjih in lahko določene sklepe izglasujejo samo na skupščini delničarjev, če seveda dobijo podporo za svoje odločitve (Kocbek, 1995a, str. 503-513). Večina držav je bolj konzervativnih pri omejitvah aktivnosti uprave podjetja, bolj liberalne so samo Združene države Amerike (Kocbek, 1995b, str. 383-391).

Tako so v slovenski zakonodaji naslednja dejanja prepovedana:

- Po ponudbi za prevzem začne uprava prodajati svoje najboljše premoženje.
- Izplača visoke dividende in poslabša svojo likvidnost.
- Odkupi ponudnikovega konkurenta in mu s tožbo zoper monopol prepreči prevzem.
- Pretvori večji delež kapitala podjetja v kratkoročni dolg.
- Izda nove delnice prijateljskemu investitorju in s tem prevzemniku zmanjša kontrolo.

Obstajajo pa še druge možnosti (Premk, 1995, str. 647 - 652):

- Določbe v statutu družbe, ki omejujejo posameznega delničarja (npr. potencialnega ponudnika za prevzem) v izvrševanju glasovalnih pravic, ne glede na število delnic v lasti posameznika
- Tarča prevzema po ponudbi za prevzem sklene pogodbe s ključnimi delavci o zagotovitvi delovnega mesta, velikih odpravninah v primeru uspešnega prevzema (zlata padala), drugih kompenzacijah, ipd.
- Tarča prevzema objavi javno ponudbo za odkup delnic prevzemnega podjetja.

Podjetja oz. njihovo vodstvo si v strahu pred prevzemi izmišljujejo vedno nove načine obrambe pred neljubimi prevzemi, zato so našteje samo nekatere izmed možnosti.

2 Proces združevanja podjetij

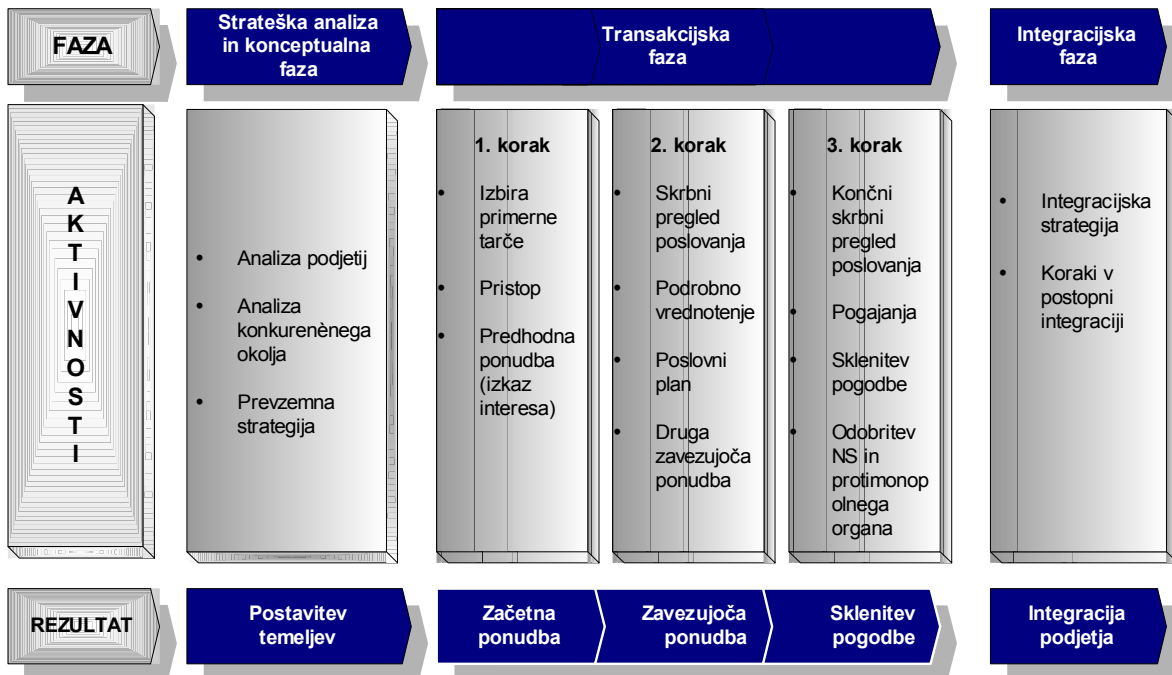
Pri postavitvi ogrodja za prevzeme je pomembno razumevanje celotnega prevzemnega procesa. Teorija navaja različne dejavnike, ki so pomembni za uspešno izvedbo procesa prevzema. Sam pa menim, da so ključni dejavniki uspeha naslednji:

- načrtovanje prevzema,
- vključevanje notranjih kadrov in zunanjih svetovalcev ter
- integracija prevzetega podjetja.

Zgornji faktorji so potreben, ne pa zadosten pogoj za uspešno izvedbo procesa. Neuspeh ob prevzemu se lahko zgodi na vsaki točki prevzemnega procesa. Na nekatere dejavnike v tem procesu imamo omejen ali celo ničel vpliv.

Obstaja več načinov razdelitve prevzemnega procesa. V nadaljevanju bo prikazan prevzemni proces, ki je kombinacija procesov investicijske banke Dresdner Kleinwort Benson (M&AM, Dresdner Kleinwort Benson, 2000), svetovalnega podjetja Ernst & Young (M&AM, Ernst & Young, 2000) in mojih praktičnih izkušnje v sodelovanju pri prevzemnih projektih (Interna gradiva NLB). Eden izmed načinov razdelitve prevzemnega procesa predstavljen je na spodnji sliki.

Slika 2-1: Proces prevzema podjetja



2.1 Strateška analiza in konceptualna faza

Prevzemne aktivnosti začnemo s strateško analizo in konceptualno fazo. V okviru te faze postavimo temelje za nadaljnje prevzemne aktivnosti. Hkrati je temelj vseh naših prevzemov v prihodnosti, tako v primeru, če izvedemo samo en prevzem ali pa v primeru, ko se podjetje širi s celo serijo kapitalskih povezav.

Tako prva faza obsega naslednje aktivnosti:

- analiza podjetij,
- analiza konkurenčnega okolja in
- prevzemna strategija.

V okviru **analize podjetij** se lotimo:

- pregleda strategije podjetja,
- strateških prednosti in slabosti,
- identificiramo strateške možnosti in
- primerjamo skladnost kulture podjetja.

Pri pregledu strategije podjetja ugotovimo usmeritev podjetja, njeno vizijo, poslanstvo in strateške cilje. Veliko teh informacij je javno dostopnih v letnih poročilih podjetij, na njihovih spletnih straneh in objavljenih v različnih medijih (Macur, 1996, str. 71-75).

Ob analizi strateških prednosti in slabosti je najbolj pogosto uporabljena SWOT analiza, to je analiza prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (Pučko, 1996, str. 133 - 144). Pod prednosti in slabosti mislimo predvsem notranje dejavnike, kot so zaposleni, management, sama organizacija in drugi viri. Pod priložnosti in nevarnosti pa mislimo predvsem na zunanje dejavnike podjetja, kot so panoga, konkurenca, lastniki, dobavitelji in stranke.

Nato se lotimo identifikacije strateških možnosti na podlagi primerjave obstoječe strategije potencialne tarče z našo strategijo. Začnemo razmišljati, kako bi lahko ob prevzemu podjetja izkoristili obstoječo strategijo, v katerih točkah pa bi jo dopolnili ali celo nadomestili z našo.

Naslednji zelo pomemben dejavnik je kulturna primerljivost. V Sloveniji se vseskozi poudarja, da je glavna konkurenčna prednost slovenskih podjetij pri širitvi na trge bivše Jugoslavije poznavanje okolja in sorodnost kultur. Problem različnosti kultur se pokaže v fazi integracije. Eden izmed najbolj razširjenih pristopov je, da takoj po prevzemu postavimo lastni management, lahko tudi druge zaposlene v prevzeto podjetje, kjer

preslikajo kulturo matičnega podjetja v novo podjetje. Dopolnilo k temu pristopu je tudi uvajanje zaposlenih s prevzetega podjetja v prevzemnem podjetju.

Pri raziskavi **konkurenčnega okolja** se naredi obširna analiza dejavnosti, v kateri(h) deluje preučevano podjetje. Pri tem naredimo analizo trga, tržnih deležev, panog in mnogokratnikov panog ter podjetij v njej. Pomembna je predvsem ocena, kaj se bo s panogo dogajalo v prihodnost in razumevanje bodočih pričakovanj panoge glede na pretekle vzorce poslovanja.

Prevzemna strategija nam pomaga predstaviti naslednja področja:

- relativna prednost prevzema pred drugimi alternativnimi strategijami,
- motivi za prevzem,
- kriteriji za prevzem in
- podrobna prevzemna strategija.

S pomočjo prevzemne strategije vzpostavimo množico kriterijev, na podlagi katerih se bomo v naslednjih fazah odločili in izvedli prevzem. To so strateški, finančni in operativni kriteriji (Feedman, Cole, 2000, str 41-42).

Strateški kriteriji:

- strateški cilji, kot so:
 - rast,
 - velikost,
 - tržni delež in
 - ostalo
- moč glede na dodano vrednost,
- lokalni management,
- posebne zahteve za znanje,
- fokusiranje na segment,
- kategorije produktov in
- ostale sinergije.

Finančni kriteriji:

- minimalni letni prihodek,
- donosnost,
- prevzemna cena.

Operativni kriteriji:

- manjšinski delež, skupna vlaganja (joint venture), večinski delež,
- kvaliteta managementa in
- proizvodnje zmogljivosti.

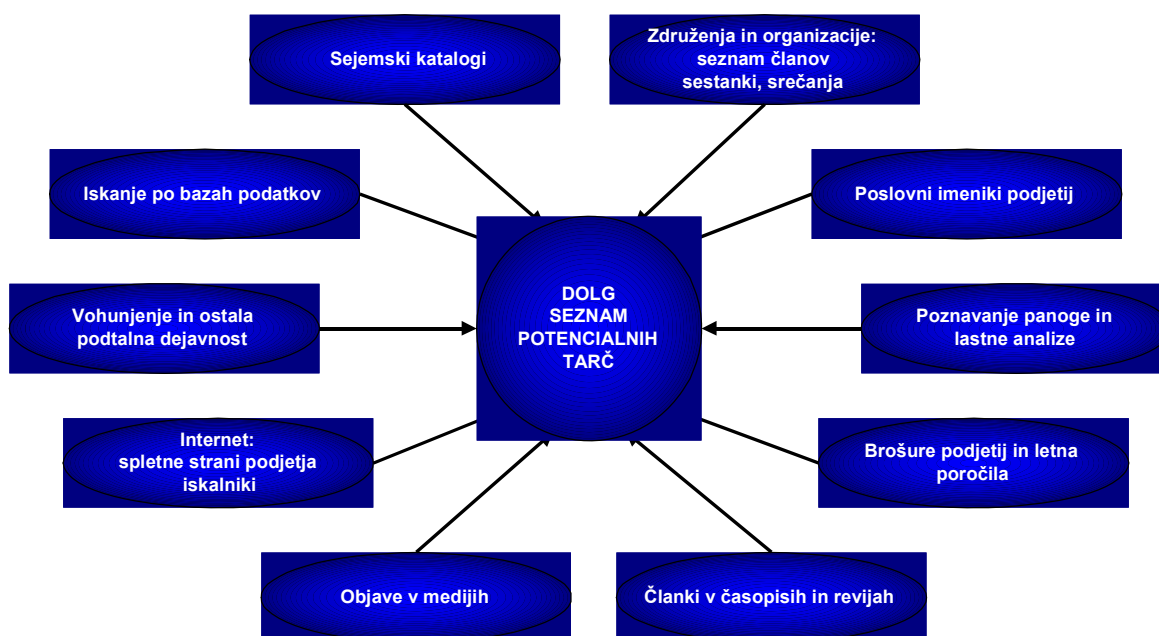
Rezultat konceptualne faze je širši seznam potencialnih tarč, pri čemer smo uporabili vse razpoložljive notranje in zunanje vire informacij. Seznam potencialnih tarč je temelj za izvedbo prevzema in je konkurenčna prednost pred ostalimi podjetji, saj imamo zbrane informacije o možnih prevzemih in okoliščinah za prevzem posameznih podjetij. Glede na to, da so zbrane informacije o potencialnih tarčah prevzema dolgoročnega pomena za podjetje, jih je potrebno klasificirati kot strogo zaupne, dostop do njih pa naj ima ozek in omejen krog ljudi okoli uprave in zaposleni, ki se ukvarjajo s strateškim razvojem podjetja.

2.2 Transakcijska faza

2.2.1 Začetna ponudba

Na začetku izbire primerne tarče za osnovo uporabimo seznam potencialnih tarč, ki smo ga sestavili v konceptualni fazi. Seznam je potrebno pregledati, ga posodobiti in ga po potrebi razširiti. Pri tem smo omejeni predvsem s časom in z ljudmi, zato se je potrebno ciljno usmeriti in časovno omejiti.

Slika 2.2: Možni viri informacij za sestavo potencialnih tarč prevzema



Vir: Krogh, 1994, str. 267.

Seznam potencialnih tarč je na začetku dolg, nato pa se krajša. Seznam krajšamo na podlagi konkretnih izbirnih kriterijev, ki nam ustrezajo glede na strategijo podjetja, ki je podlaga za prevzeme. Tako se obsežen seznam zmanjša na nekaj kandidatov.

Naslednji korak je primerjava glavnih kandidatov z izbranimi odločujočimi kriteriji. Te kriterije izberemo med strateškimi, finančnimi in operativnimi kriteriji, ki so že bili naštet. Primernost kandidatov lahko ocenjujemo z različnimi kvalitativnimi lestvicami, kot so:

- +, 0 in -.
- četrtinami v krogu ali pa

- z različnimi stopnjami sivine.

Druga možnost je ocenjevanje z različnimi kvantitativnimi lestvicami, kot so:

- ocene izražene v odstotkih ali
- ocene od 1-5 ali 6-10.

Menim, da je bolj primerno ocenjevanje s kvalitativnimi lestvicami, priporočljivo pa je predhodno definirati kriterije za posamezno oceno, ki so izhodišča ocenjevalcem kot tudi ljudem, ki bodo uporabljali pripravljeno gradivo.

Slika 2.3: Primer izbire kandidatov, predstavljene z različnimi stopnjami sivine

	Kandidat 1	Kandidat 2	Kandidat 3
Strateško prilagajanje s podjetjem: Raznovrstnost proizvodov Geografska usmerjenost Usmerjenost k strankam Dodatni ključni viri (R&R, management, ...)	■	□	■
Velikost	■	■	■
Finančni rezultat	■	□	■
Konkurenčna pozicija	■	■	■
Tveganja / priložnosti	Tržni vodja, največja cenovna prilagodljivost in odvisnost od dobavitelja	Tržni vodja, največja cenovna prilagodljivost in odvisnost od dobavitelja	Tržni vodja, največja cenovna prilagodljivost in odvisnost od dobavitelja
Verjetna razpoložljivost	■	□	■
Priporočilo	1. prioriteta	Ni primerno za nakup	2. prioriteta V teku je ekspertna ocenitev nove tehnologije

Na podlagi tega naredimo prioriteto kandidatov, ki je podlaga za **pristop** k posameznim kandidatom za prevzem. Obstaja več načinov pristopa h kandidatom. Za katerega se odločimo, je odvisno od:

- pričakovanja, da bomo s prevzemom ustvarili dobiček,
- stopnje zaupnosti pri pristopu in
- verjetnosti izvedbe prevzema.

Pristope lahko razdelimo v naslednje skupine:

- diskretni pristop,
- izbrani pristopi v bilateralnih pogajanjih,
- več vzporednih bilateralnih pogajanj in
- javni razpis ali tender.

Ne glede na pristop pa je pomembno, da je začetni kontakt z ljudmi iz podjetja, ki je potencialna tarča prevzema, prijateljski.

Obstajajo ključni dejavniki, ki jih je potrebno upoštevati pri planiranju prevzema.

- Cilji:
 - Odkriti in dobiti dostop do ljudi, ki odločajo. Ponavadi so to lastniki, člani nadzornega sveta in management. Obstajajo tudi primeri, ko se celoten proces vodi brez vednosti managementa.
 - Zagotoviti primerno obravnavo in interes v dogovarjanju o sodelovanju ali prodaji.
- Predpogoji:
 - Tržna ekspertiza.
 - Poznavanje potencialne tarče prevzema.
- Občutljivost:
 - Zagotoviti visoko stopnjo zaupnosti med podjetjem, ki je pobudnik prevzema, potencialno tarčo prevzema in svetovalci.
 - Pomanjkanje pravega interesa za prodajo podjetja.

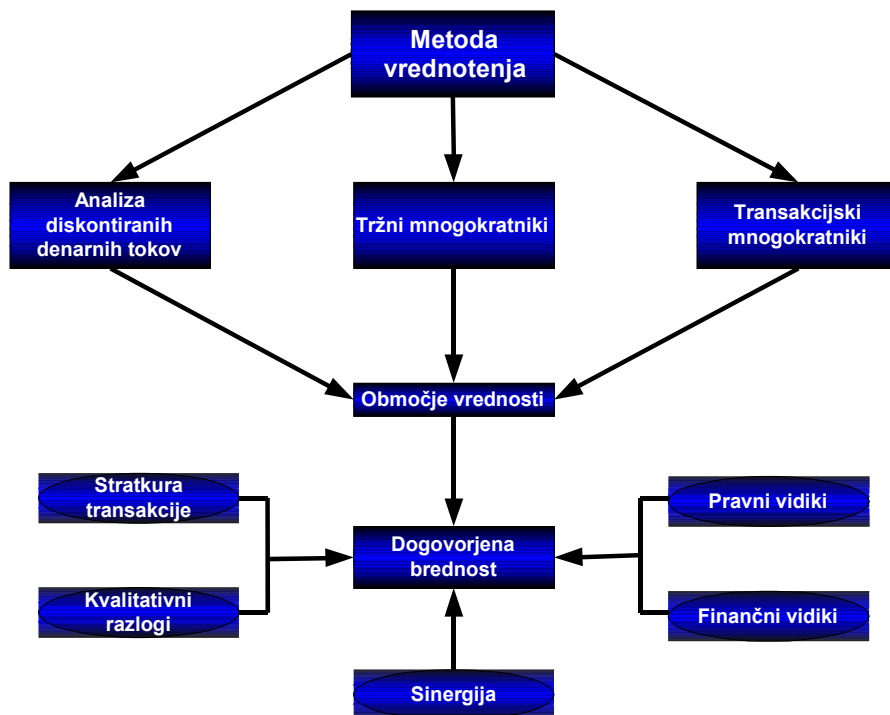
Na podlagi dogovora lahko naredimo **preliminarno vrednotenje** tarče prevzema. Glavni cilj preliminarnega vrednotenja je določiti cenovno območje vrednosti tarče prevzema. Pri preliminarnem vrednotenju se uporablja kombinacija naslednjih pristopov:

- tržni mnogokratniki,
- transakcijski mnogokratniki in
- analiza diskontiranih denarnih tokov.

Vsi pristopi so podrobneje prikazani v peten in šestem poglavju. Pomembno je poudariti, da imamo v tej fazi manj informacij, zato naredimo preliminarno ovrednotenje s še več predpostavkami in večjo stopnjo negotovosti.

Območje vrednosti tarče je samo eden izmed elementov v celotnem ovrednotenju.

Slika 2.4: Vplivi na dogovorjeno vrednost



Vir: Interno gradivo, Arthur Andersen, 2000.

Dodano sinergijsko vrednost bo ustvarilo prevzemno podjetje, ne pa prodajalci, zato jim zaradi tega ni potrebno plačati dodatne cene. Drugo vprašanje pa je, po kakšni ceni bo prevzem uspel.

Prejšnji koraki so osnova za **začetna pogajanja**. Do ključnih ljudi pristopimo previdno, pri tem je smiselna uporaba raznih povezav, tudi pomoč zunanjih svetovalcev. Prav ta točka je izredno občutljiva in lahko povzroči sovražni prevzem namesto dogovorjenega, ki pa je ponavadi dražji.

Izboljšanje pogajalske pozicije si zagotovimo z **ekskluzivo**. Ponavadi jo predlaga prevzemno podjetje, obratni dogovor je tudi težje kontrolirati, saj je možno opraviti prevzem preko kapitalsko ali drugače povezanih podjetij, v pogodbi pa praktično ne moremo predvideti vseh možnosti.

Nato sledi prva **predhodna ponudba**, s katero izkazujemo interes za nakup podjetja. Vsebina in predhodne ponudbe so del celovite ponudbene strategije. Kljub temu, da je ponudba nezavezujoča, pa je temelj za možno kasnejšo zavezujočo ponudbo.

Lahko se podpiše **dogovor o zaupnosti** ali dogovor o razkritju informacij. To je podlaga za zbiranje dodatnih informacij o potencialni tarči prevzema. To je pravna podlaga za zaščito pri zbiranju dodatnih informacij o potencialni tarči prevzema.

2.2.2 Zavezujoča ponudba

Če se ta del pogajanj uspešno konča, pride do zaključka ponudbe, kjer se določi "poštena" cena oziroma menjalno razmerje. Zaključek pogajanj je odvisen od interesa vseh vpletenih in od pogajalske moči posamezne strani. Nato sledi **predstavitev managementu**, kjer se naredi prezentacija celotnega procesa prevzema in zaključenih dogovorov, med managementom se odpre diskusija, ki je podlaga za naslednji korak.

Z izhodišči managementa se naredi **skrben pregled poslovanja** (due diligence) v ciljnem podjetju. V preteklosti se je delal predvsem pravni pregled poslovanja, z razvojem finančni pregled poslovanja, danes pa nekatera podjetja izvajajo poslovni pregled poslovanja, ki praktično vsebuje vse prejšnje oblike pregledov. Pri pregledu poslovanja pridobimo finančni in poslovni plan, vpogled v proces planiranja in organizacijske predpise.

Podatki, pridobljeni v skrbnem pregledu poslovanja, so vir informacij za **podrobno vrednotenje** tarče prevzema. Način vrednotenja je podrobno opredeljen v naslednjih poglavjih. Podrobno vrednotenje tarče prevzema nam omogoči postaviti natančno območje cene podjetja, do katere smo ga pripravljene kupiti.

Začetna **pogajanja o pogojih** prevzema vsebujejo predvsem dogovore o zaposlenih, pokojninskih skladih, spremembi organizacije, managementa, sedežu novega podjetja in drugih kočljivih zadevah.

Financiranje prevzema je izredno pomembno, zato je ločeno predstavljeno v naslednjem podpoglavju.

Vzporedno s tem se pripravlja **poslovni plan** novega združenega podjetja. Podlaga za pripravo finančnega plana sta finančna projekcija skupnega podjetja in akcijski plan aktivnosti izvedbe prevzema.

Na podlagi novih dejstev in dodatnih informacij se sestavi druga **zavezujoča ponudba**. Prav ta ponudba omogoča podroben skrben pregled poslovanja, kjer se ciljno podjetje pravzaprav na stežaj odpre vrata potencialnemu novemu kupcu.

2.2.3 Pogajanja in sklenitev pogodbe

V tretjem, zadnjem delu transakcijske faze po uspešni ponudbi partnerja podpišeta **pismo o nameri**, ki se ponavadi javno objavi v medijih.

Koordinacijska skupina za integracijo iz obeh podjetij pripravi reorganizacijo novega združenega podjetja, analizo posameznih poslovnih funkcij v združenem podjetju in prestrukturiranja zaposlenih. Načeloma ima del skupine iz prevzemnega podjetja večjo pogajalsko moč, del skupine iz prevzetega podjetja pa več informacij in izkušenj, saj so še zaposleni v prevzetem podjetju.

Končni skrbni pregled poslovanja omogoča ponovno možnost za pridobitev dodatnih informacij, ki jih še nismo pridobili. Osnova za pridobitev informacij so različna pridobljena standardna poročila, informacijski sistem podjetja, podatki o finančnem kontrolingu in planiranju, kadrovske evidence ipd.

V fazi pogajanja o **nakupni pogodbi** se določijo pogoji nakupa podjetja. Osnova za pogajanja so v vmesnem času pridobljene dodatne ključne informacije. Na podlagi pridobljenih podatkov identificiramo glavne zadeve oziroma probleme na področju managementa, poslovnih funkcij, obvladovanja tveganj in organizacijskih sistemov.

Ko je dogovorjena končna cena, se pripravi predlog pogodbe. Potrebna je še **odobritev** nadzornih svetov, skupščin podjetij in odobritev pristojnih organov (Urad za varstvo konkurenčnosti, Banka Slovenije ipd.). V slovenski zakonodaji to področje ureja Zakon o varstvu konkurence (1993). Po mojem mnenju pa je primernejši kriterij za ugotavljanje primernosti prevzema in posledice na konkurenčnost panoge HHI oziroma Herfindal Hirshmanov indeks (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 209, 736).

Formalni zaključek posla se opravi s **podpisom nakupne pogodbe**, ki se ponavadi slavnostno objavi v medijih.

Tako se pri prevzemu sestavijo naslednji dokumenti:

- plan financiranja,
- poslovni plan in
- nakupna pogodba.

Ob **zaključku** prevzema je že potrebno podrobno izvesti integracijo. Ko je prevzem že izveden, ni več poti nazaj oziroma je izredno draga.

2.2.4 Pomen zaupnosti informacij

V transakcijski fazi je izredno pomembno ustvariti visoko stopnjo zaupnosti pri pristopu do potencialne tarče prevzema. Oseba z dostopom do notranjih informacij (insider) ima dostop do ključnih informacij, še preden so te dostopne javnosti (Downes, Goodman, 1992, str. 201).

Po mojem mnenju pa je ključna dodatna lastnost, da je mogoče informacijo izkoristiti posredno ali neposredno. Takšne osebe pa so lahko zaposleni v prevzemnem podjetju, potencialni tarči prevzema kot v svetovalnem podjetju ali investicijski banki, ki sodeluje pri prevzemu, pri posrednem načinu pa z njimi povezani ljudje. Korist osebe, ki izkoristi takšne informacije, je na škodo druge skupine, se pravi lastnikov, v najbolj pesimistični varianti se lahko zgodi celo prekinitev pogajanj o prevzemu podjetja.

Ne glede na visoko stopnjo previdnosti pri varovanju informacij pa pri prevzemih velikokrat pride do "odtoka" informacij. V svojem delu (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 256) podaja ugotovitve raziskav o odtoku informacij o nameravanem prevzemu še pred javno objavo. Podobno tudi drugi avtorji (Keown, Penkerton, 1981, str. 855) ugotavljajo, da so informacije o izvedbi prevzema zelo občutljiva informacija in da je trgovanje na podlagi teh informacij pred javno objavo zelo pogosto, vendar praktično težko ugotovljeno.

Tako Weston, Chung in Hoag opredeljujejo "dan dogodka", ki je načeloma na dan javne napovedi prevzema ali na dan začetka izvedbe nakupa tarče prevzema, lahko pa je tudi na določen dan pred samo napovedjo prevzema. Prezgodnji začetek dneve dogodka je seveda posledica izrabe notranjih informacij, ki so prišle v določeno skupino ljudi, ki je to izkoristila v svojo korist.

2.3 Integracijska faza

Faza integracije je najbolj pomembna. Prav zaradi neprimerne izvedbe integracije med obema podjetjema propade največ prevzemov.

- Podjetja, ki se agresivno širijo preko več prevzemov, vzpostavijo tako imenovane integracijske skupine. To je skupina zaposlenih prevzemnega podjetja, ki prenese in vzpostavi ključne poslovne funkcije, organizacijo in kulturo v novem prevzetem podjetju. Njihova naloga je integrirati podjetje v matično podjetje. V okviru načrta integracije se opredeli planiranje integracijskega procesa, določanje področja integracije in integracijske strategije v skladu s strategijo matičnega podjetja.

Integracijo lahko razdelimo na različna integracijska področja (Beason, 2001, str. 53):

- **Organizacijsko** področje, ki je potrebno za vzpostavitev skupne organizacijske strukture novega združenega podjetja, ki bo temelj za uspešno poslovanje.
- **Kulturno** področje integracije je eno najbolj kompleksnih zaradi rasnih, narodnih, verskih, moralnoetičnih, zgodovinskih, družbenih, socialnih in ostalih predispozicij zaposlenih. Eden izmed uspešnih pristopov s katerim pristopajo nekatera podjetja, je zamenjava zaposlenih obeh prejšnjih podjetij in vzpostavitev mešanih timov.
- **Strateško** področje je podrobno raziskano že pred izvedbo prevzema in je ponavadi eden izmed razlogov za prevzem.
- **Poslovno** področje integracije vsebuje združevanje nabavnih in tržnih poti ter racionalizacijo celotnega poslovanja novega podjetja.

Po združitvi in izvedbi integracije se naredi **revizija prevzema**. Primerja se predvsem doseg zahtevane donosnosti. Naslednje področje je kontrola izvedbe sinergičnih učinkov v združenem podjetju. Zadnje področje je analiza napak, ki so nastale v vseh fazah prevzemnega procesa. Pridobljene izkušnje pa koristno uporabimo pri izvedbi naslednjih prevzemov.

2.4 Vloga zunanjih svetovalcev in investicijskih bank pri izvedbi prevzema

2.4.1 Vloga zunanjih svetovalcev

Tudi največja podjetja, ki imajo ogromno kadrovskih virov, se pri izpeljavi prevzemov in združevanj v določenih fazah tega procesa poslužujejo možnosti vključevanja storitev

zunanjega svetovanja, predvsem zaradi izredne kompleksnosti in pomembnosti združitvenega procesa. Marsikatero podjetje se pri izpeljavi prevzemov poveže s svetovalno hišo, kjer skupaj sodelujejo pri vseh fazah prevzema. Ob uspešnem sodelovanju se lahko partnerski odnos uveljavi tudi v več zaporednih prevzemih.

Vlogo zunanjih svetovalcev lahko razdelimo na štiri segmente:

- priprava za prevzem,
- komuniciranje s tarčo prevzema,
- analiza in skrbni pregled poslovanja (due diligence) ter
- pogajanja.

Pri pripravi na prevzem sodeluje svetovalna hiša pri ocenjevanju strategije prevzemnega podjetja. Jasno definirana strategija, vizija in strateški cilji so predpogoj za uspešno strateško usmeritev razvoja podjetja. Tako se začetne analize potencialnih tarč prevzema dopolnijo z oceno kompatibilnosti, s strategijo podjetja in z možnostmi izvedbe procesa. V tej fazi so zelo pomembne javne, še bolj pa neformalne informacije, kjer je široka vpetost svetovalnih hiš v okolje lahko odločilna konkurenčna prednost pred konkurenco.

Po odločitvi in izbiri tarče prevzema je potrebno vzpostaviti prvi kontakt. Pri tem je potrebno biti izredno pazljiv, saj nerodno izrečene besede ali neprimeren trenutek lahko že na začetku zapečatijo možni dogovor. Zelo velik pomen igrajo poprejšnja osebna znanstva in poznavanje osebnosti sogovornikov s strani potencialne tarče prevzema. Z vključitvijo managementa svetovalne hiše si lahko bistveno povečamo možnosti za uspešen prevzem. Bistven dejavnik uspeha je, da management in lastnike ciljnega podjetja prepričamo, da bodo imeli osebne koristi pri prevzemu.

Pri analizi potencialne tarče prevzema je pomembno zbrati dovolj informacij za uspešno podporo pri odločitvi ali nadaljevati proces prevzema. Do te točke so stroški še relativno majhni v primerjavi s celotnim izvedenim procesom. Z različnimi modeli za ocenjevanje in vrednotenje, poznavanje panoge in širšega okolja lahko dobimo s pomočjo svetovalcev boljši pregled nad dogajanjem.

Skrbni pregled poslovanja (due diligence) nam omogoča pregled poslovanja podjetja. Svetovalne hiše, ki opravljajo nekaj sto različnih pregledov poslovanja, imajo nedvomno bogate izkušnje, ki nam pomagajo odkriti pomembne, a skrite podrobnosti poslovanja tarče prevzema. Pri pogajanjih je pomembno, da vključimo najmanjše možno število ljudi, ki jim absolutno zaupamo. Kakršno koli odtekanje informacij ali celo namigi nam lahko bistveno poslabšajo pogajalsko pozicijo, kar nas utegne drago stati. Res je, da utegnejo tudi zunanji svetovalci razširiti informacije, vendar se to prej zgodi pri zaposlenih v podjetju in sicer iz dveh razlogov. Prvi je, da je prevzem za njih dostikrat enkratni dogodek, ki jih fascinira, drugi pa v tem, da so v svojem okolju v podjetju "pogrešani" s strani drugih sodelavcev.

Pri vključevanju zunanjih svetovalcev je pomembno, da si z njimi dopolnujemo svojo dejavnost pri prevzemih. Najbolj racionalno je, da se zanesemo na lastne kadrovske vire, ki pa jih dopolnujemo z zunanjimi svetovalci. Zunanje svetovalce uporabimo ravno za tista področja, pri katerih smo v lastnem podjetju "šibki".

2.4.2 Vloge investicijskih bank pri prevzemih in združevanjih v svetu

Podjetja investicijskega bančništva so aktivna v združitvah in prevzemih. Pod aktivnosti s področja združevanja in prevzemov so vključeni tudi odkupi podjetij z zadolžitvijo (leveraged buyouts LBOs), prestrukturiranje in dokapitalizacija podjetij ter reorganizacija podjetij v stečaju ali v težavah. Znatno povečanje aktivnosti na področju združevanja in prevzemov v ZDA je bilo v 80. letih. Že takrat se je pričakovalo, da se bodo združitve oz. nakupi podjetij z zadolžitvijo in prestrukturiranjem bistveno povečali tudi v Evropi, kar se je zgodilo kasneje, v 90. letih. Danes vemo, da so bile aktivnosti na koncu 20. stoletja na področju prevzemov in združevanj na višku.

Investicijske banke se lahko vključujejo v aktivnosti prevzemov in združevanj na enega izmed načinov, kjer ponujajo svoje storitve, znanja in izkušnje (Scharf, Shea, Beck 1991):

- Poznavanje podjetij, ki so naprodaj.
- Poznavanje potencialnih prevzemnikov.
- Poznavanje pogojev zadnjih prevzemov.
- Informacije o dosegljivosti in pogojih financiranja ter zagotavljanje premostitvenih kreditov.
- Pomoč pri pripravi ali organizacija in izvedba javne ponudbe, vključno z odkupom dela ali celotne izdaje vrednostnih papirjev.
- Finančna in poslovna analiza kandidatov za prevzem.
- Pomoč pri načrtovanju transakcije in vključevanje pravnikov, računovodij in davčnih svetovalcev.
- Poznavanje predvidenih sprememb v zakonodaji.
- Izvedba avkcijske prodaje sredstev podjetja.
- Izdaja revizijskega poročila.

- Pomoč pri oblikovanju pogajalskih strategij in sodelovanje pri samem poteku pogajanj.

Poleg navedenih bi v skupino aktivnosti, kjer lahko sodelujejo investicijske banke, dodal še:

- Iskanje kandidatov za prevzem in združevanje.
- Svetovanje prevzemnemu podjetju ali tarči prevzema glede cene in ostalih pogojev zamenjave.
- Pomoč podjetju, ki je tarča prevzema, obramba pred poskusi nedogovorjenih prevzemov.

Tabela 2.5: 25 največjih svetovalcev na svetu pri izvedenih prevzemih in združevanjih v letu 2000.

Mesto	Svetovalac	Obseg prevzemov (mio USD)	Tržni delež	# poslov
1	Goldman Sachs & Co	1.633.465	12,1%	381
2	Morgan Stanley Dean Witter	1.371.481	10,1%	382
3	Merrill Lynch & Co Inc	1.160.241	8,6%	298
4	JP Morgan	888.105	6,6%	509
5	Credit Suisse First Boston	877.657	6,5%	663
6	UBS Warburg	608.855	4,5%	277
7	Salomon Smith Barney	607.549	4,5%	379
8	Rothschild	424.610	3,1%	204
9	Lazard	367.291	2,7%	173
10	Lehman Brothers	334.620	2,5%	212
11	Deutsche Bank AG	326.123	2,4%	249
12	Bear Stearns & Co Inc	239.269	1,8%	78
13	Dresdner Kleinwort Benson	142.510	1,1%	78
14	Wasserstein Perella Group Inc	130.779	1,0%	51
15	ING Barings	120.439	0,9%	141
16	RBC Dominion Securities	105.721	0,8%	45
17	Arthur Andersen	95.986	0,7%	168
18	BNP Paribas SA	87.776	0,6%	96
19	Greenhill & Co, LLC	80.988	0,6%	17
20	ABN AMRO	64.960	0,5%	164
21	Credit Agricole	63.367	0,5%	29
22	Societe Generale	58.566	0,4%	115
23	Allen & Co Inc	57.210	0,4%	7
24	Cazenove & Co	56.274	0,4%	32
25	Banc of America Securities LLC	51.456	0,4%	82
-	Skupaj	9.955.298	73,5%	4830

Vir: Podatki Thompson Financial, 2001, str. 7-8.

Provizija, zaračunana s strani investicijskih bankirjev pri prevzemih in združevanjih, je odvisna od njihove vloge in kompleksnosti aktivnosti, pri katerih sodelujejo. Investicijski bankir lahko preprosto prejme provizijo za svetovanje ali predujem. Bolj pogosto pa investicijski bankir prejme provizijo na osnovi deleža od prodajne cene. Struktura provizije se lahko v teh primerih oblikuje na tri načine:

- delež se lahko zniža glede na velikost prodajne cene,
- delež v % je lahko enak ne glede na prodajno ceno ali
- delež je fiksni z dodatno provizijo, če je cena boljša, kot je bila najprej določena.

Enemu izmed primerov prvega načina provizije pravimo 5-4-3-2-1 oziroma »**Lehmanova formula**« (Nasdaq, 2001). V tej strukturi, ki jo uporabljajo nekatere investicijske banke, je provizija za prvi mio USD 5%, 4% za drugi mio USD, 3% za tretji, 2% za četrti in 1% za presežek nad 4 mio USD. Tipična vrednost pa je med 2 in 3 % od prodajne cene.

Za sodelovanje pri nakupih podjetij lahko investicijske banke zaračunajo različne provizije. Bibler (1989, str. 146) navaja, da komitent od sodelovanja z investicijsko banko poleg kredita lahko pričakuje tudi dodatne koristne nasvete, primerno hiter odgovor in zaupnost poslovnega odnosa. Tako investicijske banke ustvarjajo svoj prihodek s:

- predlogom za prevzem,
- pridobitvijo financiranja,
- pridobitvijo mosta financiranja (zagotovitev začasnega sklada financiranja, dokler ni zagotovljeno stalno financiranje) ter z
- ostalimi svetovalnimi provizijami.

Pod ostalimi svetovalnimi provizijami je mišljeno zaračunavanje podjetij investicijskega bančništva za ocenitev podjetja, ki je predmet prevzema ali združitve, za določitev poštenih pogojev. Pod tem je mišljeno, da lahko skupina, ki prevzema podjetje, pridobi kakšne notranje informacije in lahko zaradi tega prevzame podjetje pod tržno ceno. Ta problem je posebej pereč, kadar izvede prevzem management podjetja z zadolževanjem. Ponavadi se investicijska banka pogaja z nadzornim svetom podjetja, ki je predmet prevzema, da bi pridobili neodvisno in strokovno mnenje ter tako predlagali pravično ceno. Takšne provizije znašajo od 50.000 USD za transakcije velikosti nekaj milijonov USD do 1 mio USD za večje transakcije.

2.4.3 Vloge zunanjih svetovalcev v Sloveniji

V Sloveniji (še) ne obstajajo specializirane investicijske banke, ki bi se ukvarjale s posli investicijskega bančništva, kot ga pojmujejo na razvitih finančnih trgih. Nekatere banke imajo sektorje ali druge organizacijske enote investicijskega bančništva, ki pa se ukvarjajo predvsem s trgovanjem z vrednostnimi papirji, z analizo trga vrednostnih papirjev, kar

počnejo borzno posredniške hiše. Nekatere banke v teh organizacijskih enotah ponujajo tudi upravljanje premoženja za svoje komitente in upravljanje vzajemnih skladov.

Zanimivo je, da ima po nekaterih podatkih največji tržni delež na področju svetovanja pri prevzemih in združevanjih v Sloveniji podjetje Publikum (Petavs, 2000, str. 26). Poleg tega pa so posamezne posle sklenili tudi Perspektiva, Gorenjska borzno posredniška družba, Ilirika, Poteza, Nacionalna finančna družba ter ostali.

Slovenska podjetja se večinoma zanašajo na lastno znanje in skušajo čimbolj zmanjšati stroške prevzema. Menim, da je to racionalno le, če je prevzem vnaprej dogovorjen z največjimi lastniki, saj lahko zunanji svetovalci s svojimi izkušnjami in vplivi močno vplivajo na čim cenejšo izvedbo prevzema. Če je prevzemno podjetje iz tujine, potem je zaradi nepoznavanja nacionalnih predpisov in razmer tarče prevzema primorano najeti storitve domačih zunanjih svetovalcev.

Pri nekaterih večjih projektih privatizacije se je država kot večinski ali celo edini lastnik odločila za mednarodne razpise, na katerih so bile izbrane tuje investicijske banke. V letu 2001 je tako aktualna privatizacija bank, kjer je bila v primeru Kreditne banke Maribor izbrana investicijska banka Nomura, v primeru Nove Ljubljanske banke pa investicijska banka NM Rothschild (Kenda, 2001, str. 15). Pred slovensko vlado pa je še veliko izzivov, kot je privatizacija Telekoma, Slovenskih železarn, Elektrogospodarstva in ostalih podjetij v državni lasti. Tako v Poročilu Evropske komisije o napredku Slovenije v letu 2001 opozarjajo na vidno prisotnost države v ekonomiji in podajajo oceno (2001, str. 28), da predstavlja delež privatnega sektorja v bruto dodani vrednosti v letu 1999 le 64%.

3 Financiranje prevzemov

Glavni cilj financiranja je vzpostaviti dovolj sredstev za zagotovitev podpore za uspešno končani prevzem. Tako je proces financiranja prevzema prepleten s procesom prevzema podjetja. Potrebna je visoka stopnja koordinacije in izčrpna analiza prevzema, poslovnih financ in financiranje prevzema.

Pri prevzemih obstaja več načinov zagotavljanja virov sredstev za izvedbo nakupa podjetja. Osnovna delitev je izvedba nakupa z denarjem, z zamenjavo delnic med lastniki podjetij ali s kombinacija obeh pristopov. Tako lahko prevzemno podjetje za delnice ciljnega podjetja ponudi (Engler, 1982, str. 243 - 310):

- denar,
- navadne delnice,
- prednostne delnice,
- zamenljive obveznice (convertibles, warants) ali
- opcijo, vezano na poslovni rezultat in/ali ljudi v podjetju, izplačljivo v prejšnjih oblikah.

Eno izmed osnovnih pravil pri prevzemih je, da se nikoli ne objavi novice o prevzemu, dokler se ne zagotovi vir sredstev za prevzem. Ključni faktor pri izvedbi prevzema so banke, zato je pomembno pritegniti k sodelovanju različne banke in izbrati optimalni način financiranja.

Nakup podjetja lahko financiramo tudi pretežno z dodatnim zadolževanjem. Takšna oblika prevzema je primerna predvsem za podjetja, ki imajo relativno visok delež lastniškega financiranja glede na svojo panogo. Odkup podjetja z zadolžitvijo (LBO Leveraged Buyout) pomeni prevzem podjetja z uporabo najetih kreditov (Downes, Goodman, 1991, str. 229) in ga uporabljamo kot način financiranja prevzema z zelo visokim povečanjem zadolžitve oziroma finančnega vzvoda. Financiranje je lahko izvedeno na več načinov (Jensen, 1986, str. 109 - 121):

- kredit glavne (senior) banke,
- nezavarovani kredit (unsecured junior debt), ki mu pravimo tudi podrejeni dolg. ali
- financiranje s paketi različno tveganih dolžniških vrednostnih papirjev (strip ali mezzanine financing).

Po izvedbi nakupa z dodatnim zadolževanjem, lahko lastniki delnice podjetja umaknejo iz trgovanja na organiziranem trgu. V primeru, da management podjetja uporabi odkup podjetja z zadolžitvijo in preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto za prevzem celotnega nadzora nad podjetjem, govorimo o MBO (Management Buyout).

3.1 Vrste nakupov podjetja

3.1.1 Nakup podjetja z denarjem

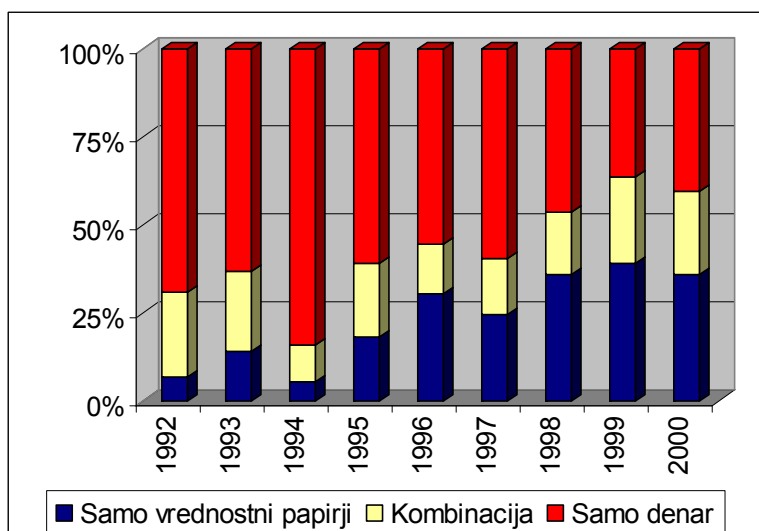
Financiranje z denarjem je najbolj razširjeno, enostavno in hitro. Takšen način omogoča prevzemnemu podjetju izrabo **davčnega ščita**, ki povečuje vrednost nakupa, to je ponovno vrednotenje ciljnega podjetja in s tem višjo amortizacijo.

S stališča prevzemnega podjetja nastane problem, kje dobiti vire sredstev za financiranje prevzema z denarjem. Velikost transakcije vpliva na spremembo finančnega vzvoda.

Nakup z gotovino ponavadi pomeni dodatno zadolževanje, ki seveda ni potrebno, če ima podjetje dovolj denarnih sredstev. Zgornja meja gotovinskega nakupa podjetja je presežna gotovina podjetja in potencialna razlika do zgornje meje kreditne sposobnosti podjetja.

Carleton (1983, str. 825) pojasnjuje, da je pri sovražnih prevzemih pogostejši način plačila denar. V primeru sovražnega prevzema in zamenjave delnic med podjetji trg sprejme prevzem kot priznanje prevzemnega podjetja, da je precenjeno. Travlos (1987, str. 961) ugotavlja kot statistično značilnost odvisnost med denarnimi prevzemi in nižjimi deleži izplačanih dividend ter nižjimi razmerji med tržnimi in knjigovodskimi vrednostmi.

Slika 3.1: Način izplačila prevzema kot procent transakcijske vsote



Opomba: Tabela vključuje vse posle nad 100 mio USD, kjer so tarče evropska podjetja.

Vir: Thomson Securities Data.

Uporaba vrednostnih papirjev kot sredstvo prevzema se v Evropi povečuje. Glavni razlog je v povečevanju moči kapitalskih trgov v Evropi. Vendar pa je denar še vedno glavno sredstvo za prevzeme.

3.1.2 Nakup podjetja z zamenjavo delnic

Financiranje transakcije z navadnimi delnicami je bolj kompleksno in težje razložljivo delničarjem, kajti šele temeljita analiza prikaže donose in stroške transakcij. Takšen način ima manjši vpliv na spremembo vrednosti delnic prevzemnega podjetja, ne vpliva na spremembo finančnega vzvoda in povzroča manjše stroške v primerjavi s stroški dodatnega zadolževanja (stroški odobritve kredita in stroški obresti).

Lastniki ciljnega podjetja lahko pridobijo delnice, ki kotirajo na trgu vrednostnih papirjev in so visoko likvidne. Izvedba transakcije z zamenjavo delnic ohrani interes obstoječih delničarjev ciljnega podjetja za dobro nadaljnje poslovanje združenega podjetja.

Pri prevzemih z zamenjavo delnic je potrebno določiti menjalno razmerje med delnicami. Določi se ga na podlagi vrednosti podjetja, kjer se na podlagi števila izdanih delnic izračuna vrednost na delnico, ki je podlaga za menjalno razmerje med delnicami. Primerno menjalno razmerje je med koeficientoma k_0 in k_s :

Slika 3.2: Določitev območja gibanja primernega menjalnega razmerja



kjer sta koeficienta k_0 in k_s določena kot:

$$k_0 = \frac{\text{VREDNOST SAMOSTOJNEGA PREVZEMNEGA PODJETJA}}{\text{VREDNOST SAMOSTOJNEGA PREVZETEGA PODJETJA}}$$

in

$$k_s = \frac{\text{VREDNOST SAMOSTOJNEGA PREVZEMNEGA PODJETJA}}{\text{VREDNOST PREVZETEGA PODJETJA S SINERGIJO}}$$

V primeru, da je menjalno razmerje prenizko, gre za prenos premoženja iz delničarjev prevzemnega podjetja k delničarjem prevzetega podjetja. V nasprotnem primeru, ko je menjalno razmerje previsoko, gre za prenos premoženja iz delničarjev prevzetega podjetja k delničarjem prevzemnega podjetja.

Zamenjava navadnih delnic za delnice ciljnega podjetja povzroča probleme, kot so:

- Delnice prevzemnega podjetja se po tržni ceni zamenjajo za delnice ciljnega po tržni ceni, povečani za premijo, ki jo je težko vrednotiti.
- Zaradi informacijskega učinka se v večini primerov pred objavo združitve tržna cena delnic prevzemnega podjetja poveča.
- Stroški zamenjave delnic, ki nastanejo v prevzemnem podjetju, so prikriti v menjalnem razmerju.
- Zamenjava delnic lahko za določeno obdobje (dokler se ne uveljavijo sinergični učinki) zmanjša prihodek na delnico (odvisno od razmerja med količnikoma cene delnic s prihodki obeh podjetij). Konec tega obdobja je, ko zaradi uveljavitve sinergičnih učinkov donosnost združenega podjetja preseže donosnost prevzemnega podjetja pred prevzemom.

Financiranje transakcije s prednostnimi delnicami se največkrat uporablja v kombinaciji s financiranjem z denarjem ali navadnimi delnicami.

Prednostne delnice se kot menjalno sredstvo uporabljajo zaradi negotovosti delničarjev ciljnega podjetja, če prevzemno podjetje izplačuje nižje dividende kot ciljno podjetje. Tako dobijo delničarji ciljnega podjetja zagotovljene enake ali višje dividende kot pred prevzemom. Hkrati to predstavlja za prevzemno podjetje financiranje z odloženim rokom.

3.2 Proces financiranja pri prevzemih

Nekatere zakonodaje zahtevajo določena zagotovila za zagotovitev virov financiranja pred prevzemom. V tem primeru je prevzemnik dolžan predložiti zahtevane garancije za izvedbo prevzema.

Ne glede na zakonske omejitve pa mora vsak prevzemnik že v začetni fazi zagotoviti vire financiranja prevzema. Večji kot je prevzem, težavnejša je naloga za prevzemnika. Vendar pa se je v praksi pokazalo, da so mogoči uspešni prevzemi, tudi ko je prevzemno podjetje manjše od prevzetega podjetja.

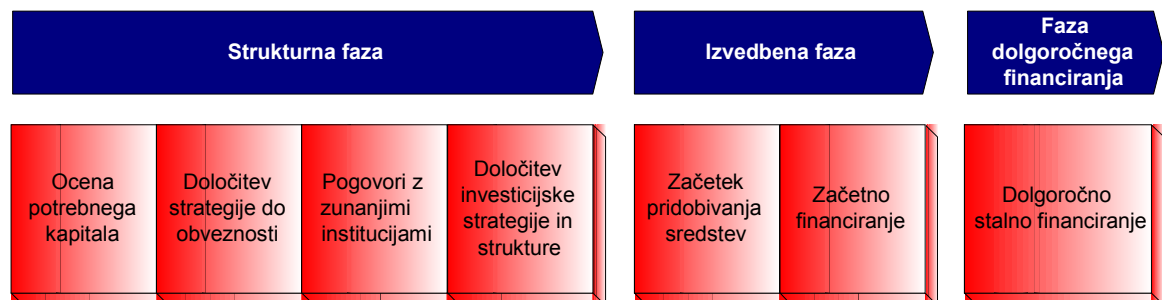
Ponavadi se transakcija izvede s sredstvi, ki se kasneje refinancirajo z drugimi, bolj ugodnimi oblikami za pridobivanje virov sredstev. Pri izvedbi prevzema je zelo pomemben trenutek prevzema, tako da je potrebno hitro zagotoviti vire financiranja (Kokoravec, 1994, str. 93). Poznamo naslednje načine začetnega financiranja:

- premostitveno posojilo,
- priložnostno bančno posojilo in
- komercialni zapisi.

Ko je prevzemna transakcija že izpeljana, lahko podjetje spremeni strukturo financiranja na dolgoročne vire financiranja. Med dolgoročne vire financiranja štejemo:

- dolgoročno bančno posojilo,
- izdajo novih delnic, dokapitalizacijo,
- odprodajo nepotrebnih sredstev in
- izdajo obveznic.

Slika 3.3: Proces financiranja pri prevzemih



Vir: Interno gradivo Morgan Stanley Dean Witter, 2000.

Pomembno je poudariti, da je proces financiranja podproces prevzemnega procesa, ki pa poteka vzporedno s procesom prevzema. Lahko traja celo dlje kot integracijska faza, kar pomeni, da je prevzeto podjetje že uspešno vključeno v prevzemno podjetje, poteka pa še odplačevanje obveznosti, ki so nastale zaradi prevzema.

3.2.1 Strukturna faza

Strukturno fazo procesa financiranja lahko razdelimo na naslednje korake:

- ocena potrebnega kapitala,
- določitev strategije do obveznosti,
- pogovori z zunanjimi institucijami in
- določitev investicijske strategije ter strukture.

Pri **oceni potrebnega kapitala** si najlažje pomagamo z dvema tabelama. Prva je tabela porabe potrebnih sredstev zaradi prevzema. Zraven pa imamo še tabelo virov sredstev, kjer določimo začetno strukturo financiranja. Potrebno je ločiti med začetnim kapitalom za izvedbo prevzema in dolgoročnimi zahtevami za financiranje prevzema. Eden izmed najbolj primernih načinov financiranja je odprodaja nepotrebnih sredstev, s čimer zmanjšamo potrebe po dolgoročnem financiranju prevzema.

Ko ocenimo višino potrebnega kapitala, je potrebno **določiti strategijo do obveznosti**, ki bodo nastale s prevzemom. Ta strategija je povezana z obvladovanjem tveganj, ki nastanejo pri prevzemu. Tako se pri prevzemih srečujemo z različnimi tveganji.

3.2.2 Tveganja pri prevzemih

Valutno tveganje se pri prevzemih pojavlja v treh primerih:

- Sprememba cene delnice tarče prevzema zaradi spremembe tečaja, če je nominirana v drugi valuti, kot je domača valuta prevzemnega podjetja.
- Sprememba tečaja valute, če je kredit in se prevzem financira v tuji valuti ali pa je vezan na tečaj tuje valute.
- Sprememba tečajev valute, ki vpliva na spremembo pričakovanih donosov in dobička prevzetega podjetja v prihodnosti.

Pod tujo valuto smatram valuto, ki ni v fiksnem razmerju z drugo valuto (npr. kot so valute EMU):

Pri **obrestnem tveganju** je podjetje izpostavljeno možnosti, da se bodo spremenile obrestne mere, ki bodo vplivale na spremembo pogojev, pod katerimi se je podjetje zadolžilo. Če poenostavljeno zadolževanje razdelimo v dve skupini, potem obravnavamo naslednja primera:

- Fiksna obrestna mera še ne pomeni, da podjetje ni izpostavljeno obrestnemu tveganju. Če padejo ostale obrestne mere, po katerih bi se lahko podjetje dodatno zadolžilo, da ima podjetje relativno slabše pogoje zadolževanja.
- Pri spremenljivi obrestni meri pomeni, da je podjetje vezano na nek spreminjajoč dejavnik (npr. TOM) ali neko referenčno obrestno mero (najpogosteje LIBOR). Negativna sprememba reference pomeni poslabšanje pogojev zadolževanja.

Tretje najbolj pogosto tveganje, kateremu je izpostavljeno podjetje, je **tržno tveganje**. Tu gre predvsem za spremembe cen blaga, od katerih je odvisno prevzeto podjetje. V veliko primerih je to cena nafte, lahko pa je tudi cena surovine, ki je vstopni produkt v proizvodnjo prevzetega podjetja.

Zaradi uspešnega obvladovanja vseh tveganj je potrebno postaviti učinkovito strategijo do obveznosti, da zmanjšamo izpostavljenost tveganjem. Z ujemanjem posamezne porabe in vira sredstev eliminiramo izpostavljenost tveganju. Za preostala tveganja imamo možnost dodatnega zavarovanja pred tveganji, vendar to pomeni še dodaten strošek.

3.2.3 Pogovori z zunanjimi institucijami

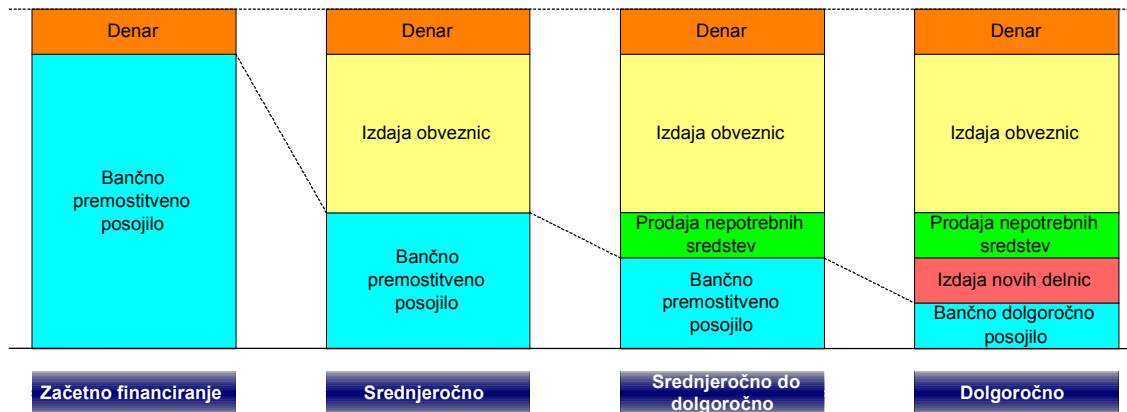
Pri sodelovanju z **zunanjimi institucijami** so mišljeni kontakti z bonitetnimi agencijami in bankami. Bonitetne agencije je potrebno prepričati, da bo združeno podjetje imelo uspešno poslovanje in s tem pospešiti in olajšati nadaljnje zadolževanje. V prihodnosti bodo večja slovenska podjetja zaprosila bonitetno agencijo za oceno njihovega poslovanja zaradi zagotovitve cenejših virov financiranja. Podjetje brez izdelane bonitetne ocene mora plačati višjo ceno za pridobivanje sredstev.

Seveda pa banke same izdelujejo bonitetno oceno svojih komitentov, zato je smiselno "pripraviti teren" pred prevzemom, čeprav se podjetje ne bo zadolžilo pri banki zaradi prevzema. Banke in bonitetne agencije imajo veliko izkušenj in lahko dobimo bolj objektivno oceno o možnem financiranju naših prihodnjih prevzemov. Kreditna rating je ocena pričakovanih pravočasnih plačil v prihodnosti. Pri tem je potrebno biti izredno pazljiv, katere informacije posredujemo takšni zunanji instituciji.

Z **določitvijo investicijske strategije** si postavimo ogrodje, ki bo omogočalo uspešno izpeljavo financiranja prevzema. Pri začetnem financiranju je pomembna hitrost pridobivanja virov in omogočanje črpanja sredstev. V kasnejši fazi je pomembno zagotoviti vire financiranja, pri katerih smo minimalno izpostavljeni različnim tveganjem, hkrati pa si z njimi zmanjšamo stroške financiranja glede na začetno financiranje.

V začetnem financiranju je lahko predvideno bančno premostitveno posojilo. Bančno premostitveno posojilo je uporabljeno kot osnova za pridobivanje virov z daljšo ročnostjo, kot so komercialni zapisi, izdaja obveznic ali bančno dolgoročno posojilo.

Slika 3.4: Primer izvedbe financiranja pri prevzemu podjetja



Vir: Interno gradivo, Morgan Stanely Dean Writer, 2000.

Bančno premostitveno posojilo se kombinira z različnimi drugimi oblikami financiranja, kot so:

- odprodaja nepotrebnih sredstev,
- izdaja novih delnic, dokapitalizacijo,
- podrejeno dolgoročno posojilo.
- priložnostno bančno posojilo ali
- komercialni zapisi.

Financiranje z **bančnim premostitvenim posojilom** bo najboljše zagotovilo za vse potrebe ob prevzemni transakciji zaradi več razlogov:

- zahteve delničarjev prevzetega podjetja zahtevajo določena sredstva,
- bančno premostitveno posojilo je najbolj prilagodljivo,
- omogoča hitro in zaupno izvedbo,
- hkrati omogoča visoko zagotovilo za črpanje sredstev.

Pri bančnem premostitvenem posojilu mora zaradi prevzema **posojilodajalec** opraviti različne aktivnosti: najprej opravi kreditno analizo in skrben pregled poslovanja prevzemnega in prevzetega podjetja z različnih vidikov (poslovni, finančni, pravni in pregled strateškega razvoja). Nato identificira optimalno strukturo financiranja in časovno izvedbo. Potem steče v banki interni postopek za odobritev kredita. Ko se določi način distribucije in dostop do trga kapitala, se na pogajanjih o pogojih premostitvenega posojila

določi cena posojila. Pomembno je skupno sodelovanje s svetovalno skupino za prevzem za maksimiziranje dodane finančne vrednosti.

Na drugi stani mora **posojilojemalec** sodelovati pri podpori pri skrbnem pregledu poslovanja. Prevzemno podjetje mora zagotoviti, da bo predlagani finančni plan dosegel zastavljene cilje poslovanja. Opravi se podpora pri identifikaciji baze potencialnih investitorjev in zunanja bančna potrditev predlagane strategije. Za posojilojemalca so zelo pomembna pogajanja o pogojih premostitvenega posojila. Hkrati je podjetje most med svetovalci pri prevzemu in banko, ki financira prevzem.

Lastnosti bančnega premostitvenega posojila so:

- zagotovitev relativno visokega zneska glede na prevzemno podjetje,
- visoka prilagodljivost,
- preprostost ali kompleksnost glede na zahteve,
- hitra izvedba,
- visoka stopnja zaupnosti v primerjavi z ostalimi oblikami zadolževanja,
- stroškovno učinkovitost.

3.2.4 Izvedbena faza

Za začetek pridobivanja sredstev je potrebno **vzpostaviti prve stike** z banko. Pri tem koraku je potrebna visoka mera zaupnosti in strogosti zaradi nevarnosti, da informacije prehitro uidejo v javnost.

Če je predvideno sindicirano posojilo, se podjetje odloči za vodilno banko, ki organizira **bančno srečanje** med predvidenimi posojilodajalci in vodstvom prevzemnega podjetja. Vodilna banka ima aktivne pogovore s predvidenimi posojilodajalci in s posredovanjem pospeši njihove kreditne analize. Pri večjih poslih več bank skupaj sestavi **sindikato**.

Vodstvo prevzemnega podjetja predstavi novo združeno podjetje, njegove poslovne cilje in finančno strategijo. Hkrati banka kot finančni svetovalec spremlja dogajanje na trgu in predlaga najbolj primeren trenutek za izvedbo transakcije. **Zaključek posla** se zgodi s formalnim podpisom posojilne pogodbe, kjer se banka zaveže k financiranju prevzema.

S tem se določi pravno formalna zavezanost posojilodajalca k financiranju prevzema. Sama izvedba financiranja je v principu praktična izvedba dogovora, to je nakazilo sredstev na račun, s katerega se črpa denar za izvedbo prevzema. Po izvedbi začetnega financiranja, ko so bila zagotovljena sredstva za prevzem, se začne proces dolgoročnega financiranja, ko podjetje obstoječe vire nadomešča z bolj optimalnimi.

3.2.5 Faza dolgoročnega financiranja

Pri dolgoročnem financiranju si podjetje vzpostavi optimalno strukturo financiranja, saj ni več časovno omejeno. Transakcija za prevzem je že bila izpeljana in podjetje je bilo kupljeno. Tako poteka vzporedno z integracijskim procesom tudi faza dolgoročnega financiranja. Pri tem poskuša podjetje s primerno strukturo zmanjšati tveganja.

Tako se lahko ob izdaji obveznic odloči za izdajo na domačem trgu kapitala. Po moji oceni bodo večja slovenska podjetja v prihodnosti izdajala obveznice tudi na tujih trgih kapitala ali pa celo evroobveznice.

Nepotrebno premoženje, za katerega obstaja tržno povpraševanje, se proda na avkciji. Ostalo, bolj specifično premoženje, poskuša podjetje prodati pod najboljšimi pogoji z bilateralnimi prodajnimi pogajanjimi s potencialnimi kupci.

Poleg izdaje dolžniških vrednostnih papirjev se lahko podjetje odloči za dokapitalizacijo. Na domačem ali tujem trgu kapitala lahko ponudi redne ali prednostne delnice. Obstaja pa tudi možnost, da se z največjimi lastniki dogovori direktno za dokapitalizacijo podjetja, ki pa mora biti ponujena vsem obstoječim delničarjem.

Obstoječe premostitveno posojilo je smiselno nadomestiti z bolj ugodnim posojilom. Podjetje ima več časa za uspešno pogajanje z banko ali bankami in si pribori boljše pogoje zadolževanja in s tem nižje stroške financiranja prevzema. Takšno posojilo je dolgoročno prilagojeno poslovanju novega združenega podjetja.

3.3 Vrste dezinvestiranja

Pri dezinvestiranju imamo različne možnosti, kako zmanjšati investicije v podjetju, ki smo ga prevzeli. Dezinvestiranje je zelo pomemben dejavnik prevzema, saj z učinkovitim dezinvestiranjem zmanjšamo potrebe po dodatnem financiranju prevzema. Pri tem je izredno pomembno, da se odprodajo nerentabilni deli podjetja in ohrani zdravo jedro.

Dezinvestiranje lahko razdelimo v naslednje skupine:

- **Prodaja poslovne enote** drugemu podjetju. Vzrok prodaje je lahko nerentabilnost, neujemanje razvojne politike poslovne enote s strategijo novega podjetja, zakonske monopolne omejitve ipd.
- **Postavitev enote kot ločenega podjetja** pomeni, da se podjetje razcepi na enega ali več delov. Vzrok za ločitev podjetja na več samostojnih, vendar lastniško odvisnih družb od matičnega podjetja je zaradi preglednosti poslovanja, neposredne odgovornosti managementa podjetja in samostojne politike, ki omogoča uspešnejše poslovanje.

- **Popolna likvidacija sredstev** je skrajna možnost, ki se izvaja redko - zaradi zakonskih omejitev. Vsa sredstva, ki imajo tržno vrednost, se odprodajo na dražbi ali neposredno kupcem. Tu moramo upoštevati tudi stroške prodaje teh sredstev in stroške likvidacije.

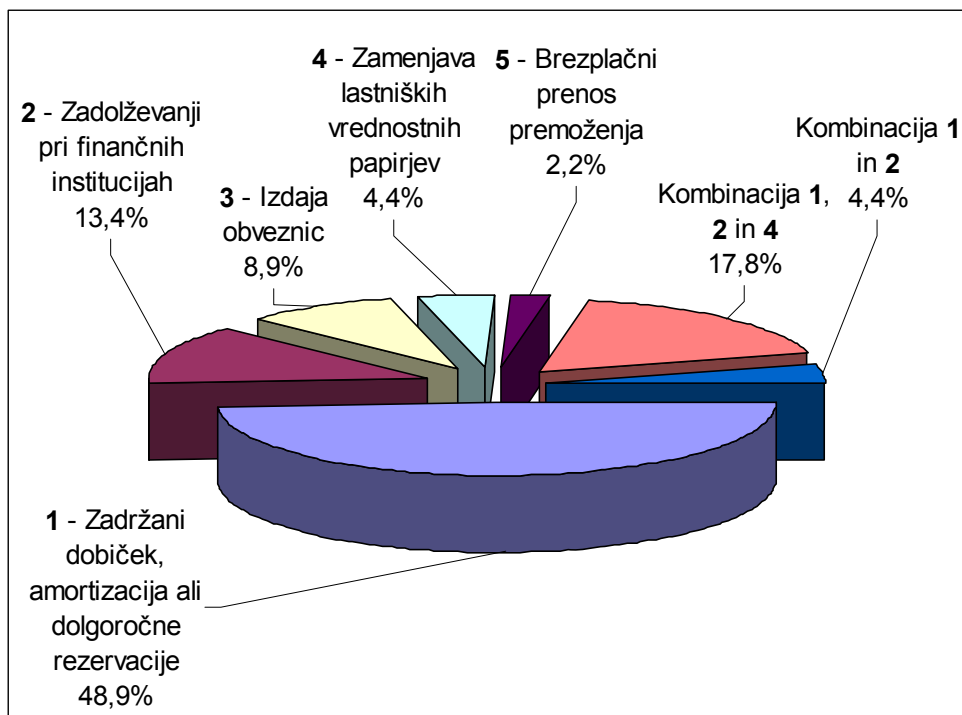
Velik problem je tudi odpuščanje zaposlenih, kjer pa so ZDA veliko bolj liberalne, kar omogoča ameriškim podjetjem večjo prilagodljivost s spreminjanjem števila zaposlenih glede na tržne razmere. Kritiki takšnega pristopa trdijo, da je management ob tem manj motiviran, da najde tudi druge rešitve ob poslabšanju tržne situacije podjetja.

Evropske države so glede na ZDA bolj socialno usmerjene, Slovenija pa še za stopnjo bolj. Menim, da bodo evropske države v naslednjih letih nekoliko omejile stopnjo socialne varnosti zaradi pritiskov velikih nadnacionalnih podjetij. Hkrati bo Slovenija po vstopu v EU še hitreje zmanjševala socialne pravice zaradi harmonizacije z evropskim pravnim redom in hitrejšega uvajanja tržnega gospodarstva. To bo pomenilo prednost pri prilagodljivosti podjetij, vendar zmanjšanje varnosti zaposlenih.

3.4 Financiranje prevzemov v Sloveniji

Financiranje prevzemov v Sloveniji ima značilnosti, ki se razlikujejo od načinov financiranja v razvitih ekonomijah, kjer je nedvomno prisotna višja stopnja učinkovitosti trga kapitala. Menim, da je primarni razlog za uporabo drugačnih načinov financiranja prevzemov odnos slovenskega managementa do lastniškega kapitala. To tezo potrjuje raziskava o strateškem obnašanju slovenskih podjetij v obdobju tranzicije (Mramor et al., 1999, str. 228), kjer 90,5% analiziranih podjetij ne ocenjuje stroškov lastniškega kapitala, jim pripisuje ničelno vrednost ali jim pripisuje nižjo vrednost od stroškov dolgoročnega dolga.

Slika 3.5: Viri financiranja v slovenskih podjetjih



Vir: Lahkovnik, 2001, str. 170.

Na osnovi analize o izvedenih prevzemih (prav tam) v Sloveniji opredelimo naslednje načine financiranja prevzemov:

- Financiranje prevzemov z zadržanim dobičkom, amortizacijo ali dolgoročnimi rezervacijami.
- Financiranje prevzemov z zadolževanjem pri finančnih institucijah.
- Financiranje prevzemov z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev.
- Financiranje prevzemov z zamenjavo lastniških vrednostnih papirjev (izdaja novih delnic ali delnice iz sklada lastnih delnic).
- Brezplačen prenos premoženja iz prevzetega na prevzemno podjetje.
- Različne kombinacije zgornjih načinov.

Rezultati analize načinov financiranja v slovenskih podjetjih so prikazani na grafu, kjer vidimo, da močno prevladuje financiranje iz lastnih virov, saj 49% podjetij financira prevzeme z zadržanim dobičkom, amortizacijo ali dolgoročnimi rezervacijami. Iz tega

sklepam, da so za podjetja lastni viri cenejši kot zunanji. Financiranje s pomočjo finančnih institucij so deloma ali v celoti uporabljeni v 36% prevzemov.

V prihodnosti pričakujem razvoj trga kapitala in povečanje vpliva lastnikov na podjetja zaradi konsolidacije lastništva v Sloveniji, kar bo intenzivno vplivalo na spremembe pri uporabi načinov financiranja podjetij. Menim, da se bo občutno zmanjšal obseg lastnih virov, ki pa bodo še vedno pomembni, vendar v kombinaciji z drugimi viri financiranja. Občutno se bo povečalo financiranje s pomočjo finančnih institucij, kjer mislim predvsem na banke. Financiranje s pomočjo izdaje dolžniških vrednostnih papirjev ima potencialne možnosti predvsem pri večjih podjetjih.

3.5 Primer izvedbe financiranja: Elf Aquitaine

Spodaj je predstavljen primer prevzema Elf Aquitaine s strani TotalFina. Predstavljeno je financiranje Elf Aquitaine, kjer je bil vodilni bankir Morgan Stanley Dean Witter in je zagotovil sredstva v višini 18 mrd EUR (M&A Morgan Stanley Dean Witter, 2000). V tem primeru se je MSDN pojavil tudi kot svetovalec pri prevzemu. Če sta svetovalec pri prevzemu in vodilna banka, ki zagotovi financiranje, ločeni osebi, morata tesno sodelovati v celotnem procesu prevzema.

Spodnji primer je eden največjih sindiciranih posojil, kar kaže na izredno visoko stopnjo zaupanja posojilodajalcev investicijski banki, ki je vodila financiranje, kot tudi podjetju Elf Aquitaine.

Hkrati je to tudi primer odgovora na sovražni prevzem z obrambo "Pac Man", ki spada v segment aktivne obrambe (Hamppton, 1989, str. 415). Ime izhaja iz popularne video igre, filozofija obrambe pa je, da se napadena tarča prevzema brani z vzporednim kupovanjem prevzemnega podjetja. Za to pa je potrebna izredno hitra reakcija na sovražni prevzem.

Spodaj je prikazan časovni pregled izvedbe transakcije prevzema Elf Aquitaine s strani TotalFina:

5.7.1999	Total začne sovražni prevzem Elf Aquitaine s ponudbo v lastnih delnicah, vendar brez denarja.
19.7.1999	Elf Aquitaine oborožen z 18 mrd EUR, ki so bila financirana s posojilom, izvede prvo "Pac - Man" obrambo. Odgovor je sovražna ponudba za nakup Totala, ki je bila kombinacija delnic in denarja.
31.8.1999	Elf podpiše kreditni aranžma z 41 udeleženci mednarodnega sindikata za 18 mrd EUR vredno posojilo.

13.9.1999 Total poveča svojo ponudbo za 10%, kar pomeni v denarju 5 mrd EUR in na koncu prevzame Elf s prijateljskim prevzemom.

Kredibilna ponudba je omogočala Elf Aquitaine maksimizirati donose njihovim delničarjem, saj je spodbudila Total, da je bistveno povečal svojo ponudbo.

Pri podpori Elf Aquitaine je bila uporabljena naslednja struktura financiranja:

Tabela 3.1: Struktura financiranja Elf Aquitaine

<i>Vrsta kredita</i>	<i>Znesek</i>	<i>Časovni pogoji</i>	<i>Pribitek oz. marža</i>
Revolving kredit	3 mrd EUR	črpanje 364 dni + 1 odplačilo	EURIBOR + 77,5 b.t.
Časovni kredit	9 mrd EUR	Razširljivo 1 leto	EURIBOR + 87,5 b.t.
Revolving kredit	6 mrd EUR	3 leta	EURIBOR + 87,5 b.t.

Vir: Interno gradivo Morgan Stanely Dean Writer, 2000.

Uspešno obrambo je omogočilo 18 mrd EUR vredno premostitveno posojilo, ki ga je zagotovil vodilni svetovalec Morgan Stanely Dean Writer:

- Zagotovitev pomembnega kapitala in podpora strateškim potrebam Elf Aquitaine. Začetna zaveza vodilnega svetovalca je bila 7 mrd EUR, nato pa se je zaradi spremembe situacije in potreb komitenta povečala na 18 mrd EUR.
- Postavitev strukture je potekala v izredno kratkem obdobju, saj so minili le 3 dnevi od začetne odločitve Elf Aquitaine do dogovora o zagotovitvi financiranja.
- Ohranjanje visoke stopnje zaupnosti ob izredno visokih zahtevah v luči "Pac Man" obrambe kot odgovor na sovražni prevzem TotalFina.

Izredno je pomemben odnos med vodilno banko (Morgan Stanely Dean Writte) in komitentom (Elf Aquitaine), ki je omogočal izvedbo tako zahtevne finančne strukture, v kontekstu ponudbe Elf Aquitaine za nakup TotalFina.

Hkrati se je s tem prevzemom pojavilo novo merilo za velike prevzeme, kjer je strošek pod EURIBOR + 7/8 bazičnih točk. Za primerjavo naj omenim, da je cena zadolževanja pri sorodnih poslih dosegla 200 bazičnih točk (Foster Reed, Reed Lajoux, 1995, str. 202).

Obramba je bila uspešna s stališča delničarjev, ker so dosegli dodatni donos na svoje delnice v Elf Aquitaine, saj je TotalFina povečal svojo ponudbo za 10%. Pomemben pa je

tudi dosežek, da se je sovražen prevzem spremenil v prijateljski, saj so razmere dodatno motivirale TotalFino k izvedbi prijateljskega dogovora.

4 Vrednotenje na osnovi sredstev v Sloveniji

Najprej je potrebno poudariti, da je vrednotenje na osnovi sredstev le dopolnilo ostalim analizam neto sedanje vrednosti podjetja in ne more služiti kot osnovna metoda za vrednotenje podjetja.

Način vrednotenja na osnovi sredstev in obveznosti temelji na hipotetični vrednosti sredstev in obveznosti (v primeru njegove prodaje) in ne na vrednosti podjetja, ki izhaja iz njegovih rezultatov poslovanja (dobiček, neto denarni tok, ipd.). Bilanca stanja prikazuje premoženjsko in finančno zgradbo podjetja na določen dan (ob koncu obračunskega obdobja). Kaže obseg in kakovost sredstev (stalnih in gibljivih) ter obseg in kakovost njihovega financiranja (z lastniškimi in dolžniškimi viri financiranja). Sredstva, ki so izkazana v bilanci stanja, so posledica njihove pridobitve v preteklosti in pričakovanih koristi v prihodnosti. V bilanci stanja ne smejo biti izkazana v večji vrednosti, kot je njihova pričakovana korist. Pričakovana korist pa je subjektivna kategorija.

Že na začetku je bilo poudarjeno, da se vrednotenje na osnovi sredstev uporablja kot dopolnilo ostalim metodam (Belič, 2001, str. 49.). Izjemoma se vrednotenje na osnovi sredstev uporablja, ko je vrednost podjetja odvisna predvsem od vrednosti materialnih sredstev, kjer bi deli in nematerialna sredstva le malo ali nič prispevali k vrednosti podjetja.

Osnovna razdelitev metod vrednotenja na osnovi sredstev je naslednja:

- metoda knjižne vrednosti,
- metoda tržne vrednosti,
- metoda likvidacijske vrednosti in
- metoda nadomestne vrednosti.

Pri načinu vrednotenja na osnovi sredstev in obveznosti je pomembno natančno preučiti vse postavke bilančne postavke in knjižno vrednost podjetja. Tako bom pred analizo načinov vrednotenja na osnovi sredstev obravnaval knjižno vrednost.

4.1 *Knjižna vrednost*

Izhodišče, iz katerega izhajamo pri vrednotenju na osnovi sredstev, je knjižna vrednost podjetja. Knjižna vrednost je vrednost podjetja, ki jo podjetje prikazuje v poslovnih knjigah, vendar posamezne bilančne postavke lahko bistveno odstopajo od tržne vrednosti sredstev in obveznosti, ki so knjižno predstavljene v poslovnih knjigah. Razumljivo je, da so možna odstopanja v pozitivno ali negativno smer.

Ta tehnika je zelo enostavna in pomanjkljiva, toda ravno preprostost je glavni razlog za njeno uporabo. Knjižna vrednost (neto sredstva minus obveznosti), izračunana z uporabo postavk bilance stanja, je zelo slaba ocena iz naslednjih razlogov (Grubor, str. 80 - 81, 1994):

- Knjižna vrednost je odvisna od računovodskih pristopov v podjetju. Ponavadi je le grob približek realne ekonomske vrednosti podjetja.
- Knjižna vrednost ne upošteva realno neopredmetenih sredstev. Neopredmetena dolgoročna sredstva so naložbe v pridobitev materialnih pravic ali dolgoročno vračunani stroški in izdatki v zvezi s poslovanjem gospodarske družbe. To so dolgoročno razmejeni organizacijski stroški, dolgoročno razmejeni stroški razvijanja proizvodov, naložbe v koncesije, patente, licence, blagovne znamke, naložbe v dobro ime itd. Poslovni izid oziroma odhodke bodo ti stroški oziroma izdatki bremenili postopoma v letih, v katerih bodo na njihovi podlagi ustvarjeni prihodki. Neopredmetena osnovna sredstva zagotavljajo podjetju pravico do trženja njihovih proizvodov in storitev, zaradi česar predstavljajo dodatno vrednost. Če je knjižna vrednost sredstev manjša, kot je neto sedanja vrednost bodočih denarnih tokov podjetja, lahko prav neopredmetena sredstva predstavljajo razliko med obema vrednostima.
- Knjižna vrednost ignorira ceno precenjenosti nepremičnin. Ker so sredstva vrednotena v bilanci stanja po njihovi amortizirani vrednosti, so lahko nekatera sredstva (npr. zemljišče, poslovne stavbe, proizvodne stavbe, dragi kamni, rudna bogastva) mnogo pod njihovo likvidacijsko vrednostjo.

Vzroki za razkorak med knjižno in tržno vrednostjo so:

- Odstopanja med knjižno izkazanimi sredstvi od tržne vrednosti.
- Odstopanja med knjižno izkazanimi sredstvi od dejanskih količin (razlika med izkazanim in dejanskim stanjem).
- Izbira podjetja pri izkazovanju preteklih poslovnih izidov in premoženjem družbe, oziroma izbira različnih računovodskih metod.

Za nazorno ponazoritev lahko naštejemo nekatere najpogostejše primere odstopanja knjižne vrednosti posameznih postavk od njihove tržne vrednosti:

- **Osnovna sredstva:** izbira metode amortizacije, odstopanje v ekonomskem staranju sredstev.

- **Dolgoročne finančne naložbe:** verjetnost vračila dolgoročnih naložb in verjetnost pravočasnega plačila zamudnih obresti in anuitet je lahko sporna.
- **Kratkoročne finančne terjatve:** terjatve do kupcev, dana predplačila, kjer je možna dvomljivost oziroma spornost omenjenih postavk.
- **Aktivne časovne razmejitve:** vsebina aktivnih časovnih razmejitev in morebitne finančne izgube.
- **Zaloge:** izbira metode določanja cen enote zalog. Metoda obsega zajemanja stroškov zalog, nedokončane proizvodnje in gotovih izdelkov.

V zaprtih podjetjih lahko lastniki verjamejo, da je knjižna vrednost najmanj, kar lahko dobijo s prodajo podjetja. V teh primerih knjižna vrednost predstavlja spodnjo mejo, nad katero bi lahko uspela ponudba za prodajo podjetja (Gregory, 1992, str. 83).

4.2 Tržna vrednost

4.2.1 Vrednost postavk in vrednost podjetja

Tržna vrednost je neposredno odvisna od tržnih vrednosti posameznih bilančnih postavk le v primeru, če ima prevzemno podjetje namen v celoti prodati oziroma likvidirati prevzeto podjetje. V tem primeru je vsota tržnih vrednosti knjigovodsko izkazanih sredstev, pravic in denarja zmanjšana za obveznosti do drugih, za saldo časovnih razmejitev in izkazano izgubo iz preteklih obdobj. Seveda je na koncu potrebno odšteti še stroške prodaje vseh sredstev.

Ker pa je likvidacija podjetja manj verjeten pojav kot pa nadaljnje poslovanje podjetja za nedoločen čas v prihodnosti, je potrebno pri vrednotenju upoštevati tudi pričakovane prihodnje donose tega podjetja. Tako lahko opredelimo vrednost podjetja kot vrednost posameznih sredstev, povečanih za pričakovan dobiček podjetja, ki bo nastal na podlagi celotnega premoženja podjetja, tržnega položaja podjetja in drugih dejavnikov, ki vplivajo na prihodnje poslovanje.

$$\begin{aligned}
 \text{VREDNOST PODJETJA} &= \text{NETO VREDNOST SREDSTEV} \\
 &- \text{OBVEZNOSTI DO DRUGIH} \\
 &+ \text{NEOPREDMETENA SREDSTVA} \\
 &+ \text{VREDNOST PRIČAKOVANIH DONOSOV}
 \end{aligned}$$

Tako so elementi, ki vplivajo na vrednost podjetja:

- opredmetena sredstva,
- neopredmetena sredstva,
- terjatve podjetja do drugih,
- obveznosti podjetja do drugih,
- dobro ime oziroma slabo ime ter
- pričakovani prihodnji donosi podjetja.

Razlog, da takšna sredstva niso zabeležena, je v tem, da so nastala v samem podjetju in niso bila kupljena na trgu od drugih ponudnikov. Tipične postavke **neopredmetenega premoženja** so (Pratt, 1993, str. 139):

- licence
- know-how,
- kemične formule,
- računalniški programi,
- baze podatkov,
- informacijski sistem,
- koncesije,
- franšize.

Ostala neopredmetena sredstva kot postavke, ki niso knjižno zabeležene, predstavljajo zgolj potencialne obveznosti ali potencialno dobroimetje. Zaradi velike raznolikosti in relativnosti tovrstnega premoženja je identifikacija tovrstnih postavk, ki predstavljajo določeno vrednost v konkretnem podjetju, zelo subjektivne narave. Drugi razlog je v nepovezanosti prodajne vrednosti in stroškovne vrednosti. Prvi primer je specializirana programska oprema, ki je lahko stroškovno zelo draga, vendar je zaradi specifičnosti ni mogoče prodati. Nasprotni primer je patent, ki nima stroškovne vrednosti, saj je nastal v rednem poslovanju podjetja, ima pa zelo veliko prodajno vrednost.

4.2.2 Dobro ime in slabo ime

Dobro ime (goodwill) je pozitivna razlika med ugotovljeno tržno vrednostjo podjetja (poštena vrednost) in knjigovodska vrednostjo podjetja (Slovenski računovodski standardi, 1993). To pomeni, da je prevzemno podjetje plačalo več, kot je knjigovodska cena podjetja. Tako dobimo dobro ime v znesku, ki ga je potrebno amortizirati v nekem obdobju (npr. v petih letih), kar pomeni postopen prenos v izkaz uspeha kot odhodek. Dobro ime je presežek nabavne vrednosti kupljenega podjetja nad pošteno vrednostjo njenega čistega premoženja (kapitala) in ga je treba v breme odhodkov odpisovati v petih letih od nastanka. Dobro ime se nahaja na aktivni strani bilance stanja v postavki neopredmetena

dolgoročna sredstva. Primer za dobro ime je povečanje vrednosti podjetja zaradi naknadno pričakovanih izrednih prihodkov, kot so dobljene tožbe, poplačilo odpisanih obveznosti ipd.

Slabo ime (NGW - negative goodwill ali badwill) je pozitivna razlika med knjigovodsko vrednostjo podjetja in ugotovljeno tržno vrednostjo podjetja (poštena vrednost). To pomeni, da je prevzemno podjetje plačalo manj kot je knjigovodska cena podjetja. Tako dobimo slabo ime v znesku, ki ga je potrebno amortizirati v nekem obdobju (npr. v petih letih), kar pomeni postopen prenos v izkaz uspeha kot prihodek. Med prihodke je treba vrednost slabega imena vključiti pri obračunih poslovnega izida v petih letih.

Dobro ali slabo ime vse do nakupa podjetja ni bilančno izkazano. Po nakupu podjetja pa je izkazano v bilanci stanja in izvira iz razlike med transakcijsko ceno in knjižno vrednostjo podjetja. Na dobro ime kot bilančno neizkazano in neopredmeteno premoženje podjetja, ki je potencial prihodnjega donosa v podjetju, kot tudi na slabo ime, ki je potencial manjših donosov v podjetju, vplivajo naslednji dejavniki:

- položaj podjetja na trgu,
- cilji in strategija podjetja,
- lastnosti vodstva podjetja,
- razvojno raziskovalna dejavnost,
- tehnologija,
- notranja struktura podjetja,
- zaposleni v podjetju,
- znanje zaposlenih in akumulirano znanje v podjetju in
- vzdušje v podjetju.

Vsi ti dejavniki se odražajo v tako imenovani transakcijski ceni podjetja, po kateri je bilo podjetje prevzeto.

4.2.3 Metoda neto vrednosti sredstev podjetja

Metoda neto vrednosti sredstev podjetja je v primerjavi z drugimi metodami vrednotenja statična, saj ocenjuje vrednost sredstev glede na vrsto in obseg sredstev ter obveznosti v izbranem trenutku vrednotenja. V teoriji upoštevamo opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva ne glede na kapitalizacijo v bilanci stanja in računovodska pravila. Vrednoti se vsako sredstvo in uporablja se trenutna tržna vrednost namesto pretekle nabavne vrednosti.

Metodo neto vrednosti sredstev podjetja lahko uporabljamo v primeru predpostavke nadaljnjega poslovanja podjetja. V primeru **nadaljnjega poslovanja** podjetja je potrebno opredeliti poslovno potrebna in poslovno nerentabilna sredstva (Reščič, 1991, str. 31). Za

poslovno potrebna sredstva se ugotovi tržna vrednost sredstev za primer poslovanja, za poslovno nerentabilna sredstva pa se ugotovi likvidacijska vrednost, ki vsebuje stroške prodaje nepotrebnih sredstev. Neto vrednost podjetja je tako vsota tržnih vrednosti potrebnih sredstev in likvidacijskih vrednosti nepotrebnih sredstev, zmanjšana za tekoče obveznosti podjetja.

V praksi moramo knjižne vrednosti sredstev in obveznosti **prilagoditi** njihovim tržnim vrednostim, kar pomeni, da moramo izdelati novo prilagojeno bilanco stanja in hkrati upoštevati vpliv popravkov knjižnih vrednosti na bilanco uspeha.

Pri ugotavljanju tržne vrednosti posameznega sredstva je potrebno upoštevati elemente za zmanjšanje vrednosti sredstev. Tako poznamo naslednje elemente za zmanjšanje sredstev:

- fizična iztrošenost,
- funkcionalna zastarelost,
- ekonomska zastarelost in
- tehnološka zastarelost.

Tako je neto vrednost sredstev podjetja razlika med celotno aktivo podjetja, zmanjšana za nevnovčljivo ali nematerialno aktivo in obveznosti. To lahko prikažemo v obliki enačbe:

$$\begin{aligned} \text{NETO SREDSTVA} &= \text{AKTIVA} \\ &- \\ &\text{NEVNOČLJIVA ALI NEMATERIALNA AKTIVA} \\ &- \\ &\text{OBVEZNOSTI} \end{aligned}$$

Vrednost podjetja, ki jo dobimo z metodo neto sredstev, je običajno nižja od nadomestne vrednosti za potencialnega investitorja. Hkrati je ta vrednost za obstoječe lastnike najnižja vrednost, saj lahko načeloma sam likvidira podjetje in proda sredstva z nižjim stroški kot prevzemno podjetje

Pri vrednotenju podjetja nam služi metoda neto vrednosti sredstva zgolj kot pomožna orientacijska metoda, s katero primerjamo vrednost podjetja pridobljeno z drugimi bolj primernimi metodami. Izjemoma je primerna le za podjetja, ki imajo veliko nepremičnin, ostala sredstva in dejavniki vrednotenja pa so zanemarljivi, npr. podjetje za trgovanje z nepremičninami.

4.3 Metoda likvidacijske vrednosti

4.3.1 Opredelitev likvidacijske vrednosti

Vrednotenje na osnovi sredstev temelji na predpostavki, da je vrednost sredstev podjetja določena s stroški reprodukcije ali zamenjave sredstev podjetja, zmanjšanimi za njihovo fizično obrabo in zastarelost. Takšen način vrednotenja se uporablja predvsem v zvezi z likvidacijo podjetja ali v zvezi z nakupom ali prodajo zelo slabega podjetja, pri čemer se predpostavlja, da bo novi lastnik lahko izboljšal poslovanje podjetja.

V primeru **likvidacije podjetja** je ob izračunu sedanje vrednosti sredstev potrebno sešteti likvidacijske vrednosti posameznih sredstev, ki vsebujejo stroške prodaje. Upoštevati je potrebno tudi pričakovan čas prodaje in prihodke od sredstev, ki se prodajajo daljše obdobje. Likvidacijska vrednost sredstev je nižja od tržne vrednosti sredstev zaradi stroškov prodaje sredstev.

Likvidacijska vrednost je denarna vrednost, ki bi jo dobil prevzemnik, če bi prodal sredstva prevzetega podjetja. Ta metoda je koristna, če namerava prevzemnik prodati sredstva prevzetega podjetja. Pomaga lahko tudi pri določitvi poštene knjižne vrednosti precenjenih ali podcenjenih sredstev.

Osnovne značilnosti likvidacijske vrednosti:

- Upošteva se postopna prodaja sredstev in ne hitra enkratna prodaja.
- Odštejejo se stroški odstranitvev, odvedeni davki in socialni prispevki.
- Ponavadi se določi spodnji del območja vrednotenja.

V primeru, da likvidacijska vrednost presega sedanjo vrednost podjetja, je podjetje več vredno, če so sredstva v celoti prodana, kot pa če bi podjetje poslovalo naprej.

Drug primer prikaza likvidacijske vrednosti so upoštevani **stroški prodaje sredstev** in stroški likvidacije podjetja.

$$\begin{aligned} \text{LIKVIDACIJSKA VREDNOST PODJETJA} &= && \text{VREDNOST SREDSTEV} \\ & && - \\ & && \text{VREDNOST OBVEZNOSTI} \\ & && - \\ & && \text{STROŠKI PRODAJE} \\ & && \text{SREDSTEV} \\ & && - \\ & && \text{STROŠKI LIKVIDACIJE} \end{aligned}$$

V Sloveniji veliko podjetij kotira pod knjigovodsko vrednostjo. Zaradi neučinkovitega trga kapitala obstaja večja verjetnost, da obstaja na trgu podjetje, ki kotira pod likvidacijsko vrednostjo. Ena izmed takšnih analiz je bila celo javno objavljena, ko je bila samo

likvidacijska vrednost tržnega premoženja približno tretjino večja od tržne vrednosti, poleg tega pa ostane še več kot šestina netržnega premoženja, glede na tržno ceno vrednostnega papirja (Kocuvan, 2001, str. 9).

Ena izmed bistvenih razlik med podjetji v Evropi in ZDA je socialna varnost **zaposlenih**. Podjetja v ZDA se bistveno lažje prilagajajo tržnim razmeram tudi z zmanjševanjem števila zaposlenih. Zaradi različnih vrednot in pravne zaščite zaposlenih pa je to v Evropi ena izmed zadnjih možnosti.

V nekaterih državah EU in ZDA pa lahko podjetja ustanovijo in upravljajo svoj **pokojninski sklad** za svoje in bivše zaposlene. V nekaterih državah je s pravno regulativo pokojninski sklad ob prevzemu izločen iz prevzetega podjetja zaradi nevarnosti razprodaje aktive sklada v škodo zaposlenih.

V Sloveniji je pokojninska reforma v začetni fazi. Prva vplačila v pokojninske sklade so bila konec leta 2000, vendar še v začetku leta 2001 niso bili razjasnjeni vsi davčni vidiki za podjetja in zaposlene.

Čeprav je dosedanje manjše število zaposlenih pristopilo k dodatnemu pokojninskemu zavarovanju, obstaja majhna možnost, da bi kakšno slovensko podjetje ustanovilo lasten pokojninski sklad za svoje zaposlene, razen če bi se drastično spremenil davčno pravni okvir na področju dodatnega pokojninskega zavarovanja.

4.3.2 Vrste likvidacije

Na koncu je potrebno poudariti, da ločimo več načinov likvidacije podjetja, pri čemer je pomembno, da pri ocenitvi vrednosti oziroma prihodkov iz prodaje posameznih sredstev in poplačila obveznosti upoštevamo, na kakšen način se bo podjetje likvidiralo.

Tako lahko ločimo naslednje načine likvidacije (Copland, Koller, Murin, 1995, str. 215):

- Likvidacijska vrednost sredstev ob predpostavki prisilne - hitre likvidacije. V tem primeru je potrebna likvidacija premoženja do določenega časovnega roka, kar nas omejuje pri uspešni prodaji sredstev.
- Likvidacijska vrednost sredstev ob predpostavki normalne likvidacije. Gre za prodajo sredstev na daljši rok, lahko leto ali celo več let, kot je normalno potrebno za likvidacijo določenih sredstev z namenom, da iztržimo optimalno prodajno ceno.
- Likvidacijska vrednost sredstev ob predpostavki nadaljevanja poslovanja v delovnem okolju. V tem primeru je podjetje zaradi težav v poslovanju zašlo v likvidacijo ali stečaj. Hkrati je opremo zaradi celovitosti ali zaradi drugih vzrokov nesmiselno

prodajati po kosih (npr. železarne, rafinerije), vendar pa obstaja priložnost, da bi z novim managementom, dodatnim investiranjem ali dokapitalizacijo lahko vzpostavili dobičkonosno podjetje. V tem primeru je pri vrednotenju potrebno upoštevati vse potrebne poslovne, tržne, razvojne, finančne in investicijske vidike.

V tretjem primeru likvidacijske vrednosti v delovnem okolju je potrebno uporabiti tudi metode za vrednotenje na osnovi donosa. Alternativna možnost je uporaba metode neto vrednosti sredstev ob predpostavki nadaljevanja poslovanja.

4.4 Metoda nadomestne vrednosti

Nadomestno vrednost izračunamo na podlagi predpostavke, da bi prevzemno podjetje samo na novo postavilo enako podjetje, kot je potencialno prevzeto podjetje. Se pravi da je to nadomestni oportunitetni strošek. To pomeni, da se vrednoti neto poslovna vrednost pri ponovnem nakupu ali reprodukcijskih stroških (Copland, Koller, Murin, 1992, str. 216).

Pri izračunu nadomestne vrednosti podjetja v prvem koraku ocenimo investicijsko vrednost postavitve novega podjetja. Cilj investicijskega projekta je vzpostavitev enakega podjetja, kot je potencialno prevzeto podjetje. Pri oceni nadomestne vrednosti je potrebno upoštevati tudi znanje, ki je bilo v potencialnem prevzetem podjetju pridobljeno z večletnimi izkušnjami, v novem podjetju pa ga moramo šele zagotoviti. V na novo postavljenem podjetju imamo priložnost kupiti najnovejšo in bolj optimalno tehnologijo. Oba dejavnika moramo v drugem koraku ocenjevanja nadomestne vrednosti upoštevati.

Nadomestna vrednost je merilo stroškov zamenjave sredstev potencialnega prevzema. Po moji oceni lahko nadomestno vrednost uporabimo kot zgornjo mejo prevzema, vendar je natančno oceno nadomestnih stroškov težko postaviti. Tako predstavlja ocenjena nadomestna vrednost zgornjo mejo za ceno, ki bi jo prevzemno podjetje lahko plačalo. Prevzemno podjetje bo pripravljeno kupiti prevzeto podjetje le, če bo njegova cena nižja od vrednosti potrebne naložbe v projekt nove postavitve podjetja.

4.5 Kazalniki na osnovi sredstev

4.5.1 Tobinov Q

Ta model temelji na povezavi med tržno vrednostjo podjetja in nadomestno vrednostjo podjetja. Model Tobinov Q (Tobin's Q), je količnik tržne vrednosti in nadomestne vrednosti podjetja (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 199). Nadomestna vrednost je strošek nabave sredstev določenih karakteristik, kot na primer proizvodnje kapacitete tovarne. Tako je Tobinov Q:

$$\text{TOBINOV Q} = \frac{\text{TRŽNA VREDNOST PODJETJA}}{\text{NADOMESTNA VREDNOST PODJETJA}}$$

Na primer, če je tržna vrednost podjetja 800 mio in je nadomestna vrednost podjetja 400 mio SIT, potem je Q enak 2. In kaj so razlogi, da imajo podjetja Q večji kot ena?

Večja tržna vrednost podjetja kot njena nadomestna vrednost govori o tem, da ima firma določena neopredmetena sredstva, kar ima za posledico večje pričakovane donose v prihodnosti. Večja tržna vrednost je lahko tudi posledica možnosti, da bi se uresničile te priložnosti. V tem primeru je tržna vrednost podjetja naslednja:

$$\begin{aligned} \text{TRŽNA VREDNOST PODJETJA} &= \text{NADOMESTNA VREDNOST} \\ &+ \text{VREDNOST PRIČAKOVANIH DONOSOV} \end{aligned}$$

Tobinov Q je bil veliko uporabljen v finančno-računovodskem kontekstu podcenjenih podjetij. V začetku 80-tih let je bilo veliko podjetij prodanih z vrednostjo Q pod ena. To pomeni, da so bila prodana z diskontom.

Koeficient Tobinov Q se lahko uporablja tudi kot orodje za vrednotenje, kot tržni multiplikator. Vendar je izbira primerne primerjave še bolj težavna kot pri ostalih multiplikatorjih. Problem je v oceni pričakovanih donosov, ki se odraža v tržni vrednosti, hkrati pa se kombinira z multiplikatorjem. Pričakovane rasti, s katerimi se soočajo različna podjetja, niso vedno enake, čeprav so podjetja v isti panogi.

Druga pomanjkljivost Tobinovega Q je v oceni nadomestne vrednosti. Več o oceni nadomestne vrednosti je napisano v poglavju o nadomestni vrednosti.

4.5.2 Kazalnik vrednotenja

Drug kazalnik temelji na povezavi med tržno vrednostjo podjetja in knjigovodsko vrednostjo podjetja. **Kazalnik vrednotenja** ali tržna skozi knjižna vrednost (market to book value) je količnik tržne vrednosti in knjižne vrednosti podjetja. Knjižna vrednost podjetja je knjižna vrednost sredstev minus knjižna vrednost obveznosti, ki jo lahko opišemo kot knjižni kapital podjetja. Tako je tržna skozi knjižna vrednost podjetja:

$$\text{KAZALNIK VREDNOTENJA} = \frac{\text{TRŽNA VREDNOST PODJETJA}}{\text{KNJIŽNA VREDNOST PODJETJA}}$$

Na primer, če je tržna vrednost podjetja 800 mio in je knjižna vrednost podjetja 400 mio SIT, potem je kazalnik vrednotenja enak 2.

In kaj so razlogi, da imajo podjetja kazalnik vrednotenja **večji kot ena**? Večja tržna vrednost podjetja kot njegova knjižna vrednost govori o tem, da so pričakovani večji donosi v prihodnosti in/ali da je vrednost sredstev knjižena prenizko.

Po drugi strani so razlogi za vrednost kazalnika vrednotenja **pod ena** obratni. Manjša tržna vrednost podjetja, kot je njegova knjižna vrednost, govori o tem, da ima podjetje precenjena knjižena sredstva in/ali da se pričakuje zmanjšanost njegovih donosov v prihodnosti.

Koeficient vrednotenja se pri prevzemnih in združitvah zmeraj navede kot rezultat vrednotenja podjetja. Za določitev tržne cene podjetja je uporabljena ena izmed metod, kazalnik pa prikaže razmerje med tržno in knjigovodsko ceno.

Tržna cena je pogojena z izbiro modela vrednotenja in pogajanj o prevzemu. Knjižna vrednost podjetja pa je odvisna od uporabe računovodskih standardov in uporabe računovodskih pravil v podjetju.

4.6 Primer uporabe metod na osnovi sredstev

Za ponazoritev razlik pri uporabi vseh treh osnovnih metod bom uporabil preprost primer. Podjetje ima proizvodno linijo, ki jo je kupilo za 1000 enot.

Tako ima sredstvo naslednje vrednosti:

Nabavno vrednost	1000 enot
Amortizirna vrednost	400 enot
Preostala vrednost	600 enot

Po metodi tržne vrednosti ocenimo, da je vrednost sredstva 50 enot več kot je njena knjižna vrednost. Vrednost je povečana za pričakovan dobiček podjetja, ki bo nastal na podlagi vseh dejavnikov, ki vplivajo na prihodnje poslovanje.

Po metodi likvidacijske vrednosti upoštevamo naslednje ocene:

Vrednost sredstva	150
Stroški prodaje sredstva	25
Stroški likvidacije	10
Skupaj	135

Vrednost sredstva je izredno nizka zaradi specifičnosti sredstva, ki ga je izredno težko prodati, saj ni kupca, ki bi bil pripravljen kupiti sredstvo po ceni večji od 150 enot.

Z uporabo metode nadomestne vrednosti uporabimo naslednje oceno. Na trgu ni več mogoče kupiti enakega sredstva, ki je bilo nabavljeno za 1000 enot. Obstaja izpopolnjeno sredstvo za 1300 enot, ki pa je bolj učinkovito in bolj zmogljivo. Večjo zmogljivost in učinkovitost upoštevamo pri oceni pričakovanih donosov.

Tako dobimo naslednje ocene:

- Knjižna vrednost: 600
- Metoda neto vrednosti: 550
- Metoda likvidacijske vrednosti: 135
- Metoda nadomestne vrednosti: 1300
- Tobinov Q: $550/1300 = 0,423$

5 Vrednotenje na osnovi denarnih tokov

5.1 Osnovni pojmi

5.1.1 Diskontirani denarni tokovi

Uporaba metode sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov je najbolj uporabljena metoda za vrednotenje potencialne tarče prevzema. Potrebno je določiti obdobje ocenjevanja poslovanja podjetja, ovrednotiti prihodek iz poslovanja, maržo iz poslovanja in zahtevano stopnjo donosnosti. Zelo pomembno je definirati preostalo vrednost podjetja na koncu obdobja ocenjevanja.

5.1.2 Vrste donosnosti

S stališča prevzemov in združevanj lahko opredelimo dve osnovni donosnosti:

- zahtevana donosnost in
- računovodska donosnost.

Zahtevana donosnost je določena za prihodnost v skladu s pričakovanimi donosi v prihodnosti. Je subjektivna ocena investitorjev oziroma njihove želje. To pomeni, da posamezni investitorji pričakujejo drugačne donose.

Računovodska donosnost je pretekla donosnost. Temelji na računovodskih podatkih.

Najbolj poznani donosnosti sta donos na kapital (ROE Return on Equity) in donos na sredstva (ROA Return on Assets). Obe donosnosti se uporabljata v dveh variantah, to je pred in po davkih. Tako na primer imamo donos na kapital pred davki (ROE BT Before Taxes) in donos na kapital po davkih (ROE AT After Taxes).

5.1.3 Tehtani povprečni strošek kapitala

Z diskontno stopnjo ali diskontnim faktorjem prevedemo bodoče ocenjene pričakovane donose na sedanjo vrednost. Pri določitvi te stopnje je potrebno upoštevati časovno vrednost denarja kot tveganje naložbe:

- **Časovna vrednost denarja** predstavlja alternativo, saj bi lahko investitor denar investiral za konkurenčno naložbo.
- **Tveganje** pomeni možnosti, da se pričakovani dogodki v prihodnosti ne bodo uresničili. Za bolj tvegane naložbe investitor upravičeno pričakuje večji donos.

Tako je zahtevana donosnost r:

$$r = \text{NETVEGANA DONOSNOST} + \text{PREMIJA ZA TVEGANJE}$$

Zahtevana donosnost je odvisna od (Brigham in Gapenski, 1996, str. 300):

- **Netvegane donosnosti** na trgu kapitala.
- Tveganja naložbe v podjetje, ki je razdeljeno na:
 - **Poslovno tveganje**, da bodoči donosi ne bodo enaki pričakovanim zaradi sprememb v poslovanju.
 - **Finančno tveganje**, da bodoči donosi ne bodo enaki pričakovanim zaradi sprememb v financiranju podjetja.

Diskontna stopnja je indikator svojevrstnega tveganja investiranja in je **tehtani povprečni strošek kapitala** (WACC Weighted Average Cost of Capital) (Brigham, Gapenski, 1996, str. 167), ocenjen iz stroškov ciljnega podjetja pred prevzemom. Če se po prevzemu spremeni obseg tveganja podjetja zaradi spremembe poslovanja ali tržne diverzifikacije, to vpliva na strošek zadolževanja in zahtevano stopnjo donosa.

Podjetje s povečevanjem dolga (obveznic) zmanjšuje svoje tehtane povprečne stroške kapitala (WACC - Weighted Average Costs of Capital) do optimalne strukture celotnega kapitala (mešanice kredita, obveznic in delnic), kjer doseže vrednost lastniškega kapitala (delnic) svoj vrh. Obveznice predstavljajo dolg podjetja in so kot strošek plačilo obresti davčna olajšava, delnice pa tega "blažilnega" učinka nimajo. Podjetje, ki nima dolga, ima najdražje WACC, ker je celotni kapital podjetja sestavljen samo iz delnic, za katere ljudje zahtevajo višjo donosnost. Če se večja delež dolga, delež delnic pa manjša, potem ta postopek po Modigliani-Millerjevi teoriji pripelje do neke optimalne strukture kapitala, kjer je vrednost delnice najvišja. Za vrednost delnice sta odločilnega pomena dividenda na delnico (ali pa dobiček na delnico, če je ves izplačan v dividendah) in donosnost (oziroma WACC, ki to predstavlja), če zanemarimo rast dividend (dividenda je konstantna). Vrednost delnice dobimo tako, da dividendo na delnico delimo z donosnostjo oz. WACC. Pri optimalni strukturi kapitala imamo tako najnižje WACC in če dividendo na delnico delimo z najnižjo vrednostjo WACC, dobimo največjo vrednost delnice.

Zaradi tega je potrebno prilagoditi tehtani povprečni strošek kapitala pred prevzemom na novo vrednost, ki odraža spremembe v tveganju. Zato je potrebno po-prevzemno strukturo za financiranje podjetja ločiti od pred-prevzemne strukture financiranja podjetja. Elementi tehtanega povprečnega stroška kapitala so stroški kapitala, stroški kreditiranja, razmerje

dolg/kapital in davčna stopnja. Tako lahko opredelimo tehtani povprečni strošek kapitala s formulo (Brigham, Gapenski, 1996, str. 189):

$$\text{WACC} = \sum_{d=1}^N w_d k_d (1 - T) + \sum_{e=1}^M w_e k_e$$

kjer je

k_e	strošek kapitala,
k_d	strošek kreditov,
w_e	delež kapitala v financiranju,
w_d	delež kreditov v financiranju in
T	davčna stopnja podjetja.

Strošek kapitala je zahtevana stopnja donosa in je zaradi premije za tržno tveganje višja od netveganega donosa (Škof, 1994, str. 67-87). Posamezniki imajo več možnosti, kam vlagati svoje prihranke, ki se razlikujejo glede na pričakovane stopnje donosa in stopnjo tveganja. Poleg možnosti vlaganja v delnice in obveznice podjetij, državne vrednostne papirjev, finančne institucije, izvedene finančne instrumente ipd. obstajajo tudi alternative finančnim naložbam, naložbe v obliki znanja in realnega premoženja (Mramor, 1992, str. 100).

Strošek kreditov je povprečna stopnja zadolževanja za podjetje na trgu kapitala. Razmerje med viri financiranja določa delež kapitala in delež kreditov. Strošek plačila obresti pa je odbitna postavka - zaradi večjega plačila obresti plača manj davkov.

5.1.4 Preostala vrednost

Pri uporabi metode denarnih tokov izračunamo vrednost podjetja na podlagi denarnih tokov za posamezna leta. Na koncu nekega obdobja predpostavimo, da bo podjetje raslo s konstantno rastjo. Tako izračunamo **preostalo vrednost podjetja**, ki se nadaljuje od obravnavanega obdobja.

S pomočjo izračuna preostale vrednosti ocenimo tržno vrednost prevzetega podjetja v nekem časovnem horizontu. S tem se ocenijo pričakovani donosi od tega časovnega horizonta naprej. Izračun preostale vrednosti prikažemo s formulo (Damodaran, 1994):

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{\text{Neto denarni tok v obravnavanem letu} \cdot (1 + g)}{k - g}$$

kjer je

g letna rast,

k zahtevana stopnja donosa.

Za izračun preostale vrednosti potrebujemo oceno povprečne letne rasti od obravnavanega obdobja naprej. Načeloma je zahtevana stopnja donosa enaka kot pri oceni pričakovanih denarnih tokov v obravnavanem obdobju. Obstaja pa tudi možnost, da ocenjeno zahtevano stopnjo donosa korigiramo navzgor, če zahtevamo višji donos ali pa navzdol, če zahtevamo nižji donos. V tabeli je prikazan izračun koeficienta preostale vrednosti ob zahtevanih stopnjah donosa.

Tabela 5.1: Izračun koeficienta preostale vrednosti ob danih diskontnih stopnjah in rasti

Rast	Diskontna stopnja								
	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
-2%	8,17	7,54	7,00	6,53	6,13	5,76	5,44	5,16	4,90
-1%	9,00	8,25	7,62	7,07	6,60	6,19	5,82	5,50	5,21
0%	10,00	9,09	8,33	7,69	7,14	6,67	6,25	5,88	5,56
1%	11,22	10,10	9,18	8,42	7,77	7,21	6,73	6,31	5,94
2%	12,75	11,33	10,20	9,27	8,50	7,85	7,29	6,80	6,38
3%	14,71	12,88	11,44	10,30	9,36	8,58	7,92	7,36	6,87
4%	17,33	14,86	13,00	11,56	10,40	9,45	8,67	8,00	7,43
5%	21,00	17,50	15,00	13,13	11,67	10,50	9,55	8,75	8,08
6%	26,50	21,20	17,67	15,14	13,25	11,78	10,60	9,64	8,83
7%	35,67	26,75	21,40	17,83	15,29	13,38	11,89	10,70	9,73
8%	54,00	36,00	27,00	21,60	18,00	15,43	13,50	12,00	10,80
9%	109,00	54,50	36,33	27,25	21,80	18,17	15,57	13,63	12,11

5.1.5 Vrste denarnega toka

Enostavni denarni tok je vsota čistega dobička poslovnega leta in amortizacije v opazovanem obdobju.

Popravljeni denarni tok je seštevek enostavnega denarnega toka, odhodkov iz naslova oblikovanja dolgoročnih rezervacij in spremembe v obsegu obratnih sredstev. Popravljeni denarni tok predstavlja presežek likvidnih finančnih sredstev, ki so posledica poslovne dejavnosti podjetja in so osnova za financiranje njene rasti ter za izplačila lastnikom. Popravljen denarni tok je priporočljivo primerjati z naložbami v opredmetena osnovna sredstva.

Naložbe v opredmetena osnovna sredstva so enake razliki med stanjem opredmetenih osnovnih sredstev ob začetku in koncu leta, zmanjšani za amortizacijo. Spremembe naložb v opredmetena osnovna sredstva odražajo naložbeno politiko podjetja.

Če je seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva pozitiven, je to signal, da je podjetje sposobno financirati rast in razvoj s pomočjo ustvarjenega presežka sredstev iz lastnega poslovanja oziroma lastne amortizacije.

V nasprotnem primeru, če je ta seštevek negativen daljše obdobje, se je podjetje za financiranje rasti in razvoja prisiljeno dodatno zadolževati, kar bo povečalo finančno tveganje za upnike in lastnike in negativno vplivalo na njegov poslovni izid.

Prosti denarni tok je denar, ki je na razpolago lastnikom podjetja in je predstavljen v nadaljevanju.

5.2 Prosti denarni tok

Prosti denarni tok je denar, ki ga lahko dobijo lastniki iz podjetja, pri čemer se ne okrne načrtovano poslovanje (Copland, Koller, Murin, 1995, str. 114). Iz tega sledi, da v podjetju investiramo le potrebne investicije v stalna in kratkoročna sredstva za načrtovano poslovanje.

Bistvenega pomena je, da je denar na voljo lastnikom, kar pomeni, da prosti denarni tok ni računovodska kategorija. To pomeni možnost izplačila denarja lastnikom, kar pomeni, da izplačilo ni nujno. Ta denar seveda ustvari podjetje s svojim poslovanjem, lastniki pa se sami odločijo, kako in kdaj si ga bodo izplačevali.

Tako imajo lastniki različne oblike izplačila donosov:

- **Dividenda**, ki je osnovna oblika izplačila lastnikom in je del čistega dobička iz poslovanja. Dividende se izplačujejo v skladu s politiko dividend podjetja.
- **Realiziran kapitalski dobiček** se ustvari kot pozitivna razlika med prodajno in nakupno vrednostjo delnic oziroma ustanovitvenega kapitala podjetja. Realiziran kapitalski dobiček pomeni, da nastane, ko lastnik proda svoje delnice ali lastniški delež podjetja.
- **Likvidacijska masa**, ko se nosilci vsaj 75% lastniškega kapitala odločijo, da se bo podjetje likvidiralo. Racionalna odločitev za likvidacijo podjetja je takrat, ko likvidacija podjetja prinese več kot pričakovano poslovanje v prihodnosti.

V primeru, da podjetje ne izplačuje dovolj visokih dividend, bi se moralo zavezati k ustvarjanju zahtevanih kapitalskih donosov.

Problem je tudi **realiziranje kapitalskih dobičkov** na porajajočih trgih, kot je Slovenija. Pojavlja se vprašanje o učinkovitosti trga kapitala na Ljubljanski borzi in sivem trgu trgovanja z vrednostnimi papirji (Bole, 2001, str. 23 - 45).

Tako lahko opredelimo prosti denarni tok kot (Copland, Koller, Murin, 1995, str. 114):

$$\begin{aligned} \text{PROSTI DENARNI TOK} = & \quad \text{ČISTI DOBIČEK (PO DAVKIH)} \\ & \quad +/ - \\ & \quad \text{NEGOTOVINSKE POSTAVKE IZKAZA USPEHA} \\ & \quad + \\ & \quad \text{AMORTIZACIJA} \\ & \quad +/ - \\ & \quad \text{SPREMEMBE STALNIH SREDSTEV} \\ & \quad +/ - \end{aligned}$$

	SPREMEMBA GIBLJIVIH SREDSTEV
+/-	SPREMEMBA DOLGOROČNIH FINANČNIH NALOŽB
+/-	SPREMEMBA DOLGOROČNIH FINANČNIH OBVEZNOSTI

Potrebno je poudariti, da so spremembe stalnih sredstev, spremembe gibljivih sredstev, spremembe finančnih naložb in obveznosti predpostavljene kot posledica pričakovanega poslovanja po prevzemu s strani prevzemnega podjetja.

5.2.1 Čisti dobiček

Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na velikost ekonomskega dobička, so:

- Rast **prihodkov od prodaje**, na kar vplivata rast prodajnih količin in rast prodajnih cen, oziroma prodajnih marž.
- **Čas povečanja prihodkov**. Tu je mišljeno, da povečanje prihodkov na začetku leta pomeni večje prihodke več mesecev in večji vpliv na poslovni izid, kot če bi se to zgodilo konec poslovnega leta. Hkrati lahko tu upoštevamo tudi razna sezonska nihanja.
- Podjetje z večjim deležem **variabilnih stroškov (poslovni vzvod)** je manj občutljivo na padec prodaje.
- Velikost posameznih **fiksni stroškov** bistveno vpliva na poslovni rezultat podjetja. Podjetje z velikim deležem fiksnih stroškov je zelo občutljivo na zmanjšanje prodaje, po drugi strani pa ima veliko priložnost pri popolnem izkoriščanju svojih kapacitet.
- **Davčna stopnja in davčne olajšave** so določene s strani države, ki določa davčni sistem, v katerem posluje podjetje. Pri optimiziranju davčne politike imajo podjetja veliko rezerve, kar še posebej velja za slovenska podjetja.
- **Makroekonomski dejavniki**, kot so stopnja inflacije, devizni tečaji ipd. vplivajo na podjetje različno, odvisno od dejavnosti, v katerem podjetje posluje. Podjetje ima možnost, da se zavaruje pred nezaželenimi spremembami tečajev z uporabo izvedenih finančnih instrumentov.

5.2.2 Negotovinske postavke

Negotovinske postavke izkaza uspeha so:

- oblikovanje rezervacij in
- sproščanje rezervacij.

Sproščanja ali oblikovanja rezervacij ne povzročata denarni tok, ampak je računovodski pristop, ki omogoča podjetju, da z ustvarjanjem rezervacij pokriva pričakovane spremembe v prihodnjem poslovanju.

Dolgoročne rezervacije so dolgoročne pasivne časovne razmejitve, vzpostavljene za obveznosti, ki bodo po utemeljenem pričakovanju (že sklenjeni posli ali kake druge podlage) nastopile šele čez več kot leto dni. Poleg dolgoročnih rezervacij, ki temeljijo na pričakovanih bodočih obveznostih, je oblikovanje dolgoročnih rezervacij dopuščeno tudi za nekatere druge namene. Dolgoročne rezervacije se tako oblikujejo predvsem:

- Na podlagi dolgoročno vnaprej vračunanih odhodkov oziroma stroškov (za garancije, za investicijsko vzdrževanje itd.), da se poslovni izid s tovrstnimi stroški oziroma odhodki sproti, enakomerno obremenjuje.
- Na podlagi dolgoročno odloženih prihodkov, ki ob svojem nastanku niso priznani v poslovnem izidu, temveč se jih v poslovni izid enakomerno vračunava v obdobju trajanja posla, zaradi katerega so nastali. Taka primera sta, če prodajalec prevzame obveznost, da bo prodani proizvod vzdrževal določeno število let, kritje stroškov, ki bodo z vzdrževanjem šele nastali, pa je že vključeno v prodajno ceno proizvoda in primer razmejevanja prihodkov od financiranja iz finančnega najema, ki jih ima najemodajalec.
- Na račun slabega imena, ki se pojavi pri nakupu drugega podjetja, če je bila naložba vanjo manjša od njenega čistega premoženja. Med prihodke je treba vrednost slabega imena vključiti pri obračunih poslovnega izida v petih letih.

Pri pregledu poslovanja je pomembno upoštevati razloge za spremembe obsega rezervacij. Večje spremembe rezervacij so lahko posledice želje managementa po "friziranju" poslovnega izida podjetja zaradi kratkoročnih potreb.

Za razliko od sproščanja rezervacij, ki pozitivno vpliva na poslovni izid, so razlogi za dodatno oblikovanje rezervacij v zmanjševanju dobička, kar je redkeje. Tu velja pomen računovodskih tehnik za zmanjševanje dejanskega dobička zaradi manjšega plačevanja davkov.

V praksi velja pravilo, da je preprosto sproščati rezervacije in izredno težko oblikovati nove rezervacije.

Poleg tega pa Slovenski računovodski standardi poznajo še dve dodatni kategoriji, ki nista v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi:

- revalorizacijski presežek,
- revalorizacijski primanjkljaj,

Čeprav Slovenski računovodski standardi določajo inflacijo kot zgornjo mejo revalorizacije, se v praksi vedno revalorizira z letno stopnjo inflacije.

5.2.3 Amortizacija

Ko delamo oceno prostega denarnega toka, amortizacijo prištejemo k čistemu dobičku, ker je negotovinska postavka v izkazu uspeha. Iz tega sledi, da višja amortizacija povečuje vrednost podjetja. Amortizacija ima kot računovodska kategorija v izkazu uspeha dva glavna namena:

- V stroške poslovanja **vključuje stroške obnove** osnovnih sredstev v skladu z računovodskimi standardi.
- Poleg tega je davčna olajšava, saj zmanjšuje bruto dobiček, kar pomeni manjšo davčno osnovo.

Na višino amortizacije lahko vplivamo z izbiro amortizacijske stopnje. Vendar pa je najvišja amortizacijska stopnja za različne vrste osnovnih sredstev zakonsko določena. Tako je za povečanje vrednosti podjetja zaradi davčnih olajšav potrebno amortizirati osnovna sredstva z največjimi amortizacijskimi stopnjami.

To pa hkrati zmanjšuje čisti dobiček podjetja. Vendar pa je zmanjševanje uradnega čistega dobička lahko sporno, če lastniki želijo čim višje dividende.

5.2.4 Spremembe stalnih sredstev

Pri spremembi stalnih sredstev sta mišljeni dve dejavnosti:

- **Investicije v stalna sredstva** , ki jih bomo uporabljali v prihodnosti in so potrebna za načrtovan obseg poslovanja.
- **Prodaja presežnih stalnih sredstev** , ki jih ne potrebujemo za poslovanje in jih bomo zaradi racionalizacije poslovanja prodali ali dali v najem, saj nam povzročajo nepotrebne stroške.

Investicije v stalna sredstva najprej zmanjšujejo prosti denarni tok podjetja, nato pa naj bi pozitívni učinek teh investicij ohranil oziroma povečal prosti denarni tok podjetja.

Podjetje, ki posluje racionalno, izvaja le investicije, za katere pričakuje, da bodo povečale oziroma ohranile vrednost podjetja. Oportunitetno bi lahko namesto investicij denarna sredstva naložili v takšno obliko, ki z manj tveganja zagotavlja pričakovan donos.

Tako je racionalna politika investiranja odvisna od strategije podjetja, ki je lahko:

- povečevanje poslovanja,
- ohranjanje nivoja poslovanja ali
- zmanjševanje poslovanja.

Obseg investicij v stalna sredstva je odvisen od množice investicijskih odločitev. Tako mora biti obseg investicij v stalna sredstva usklajen z:

- načrtovano prodajo in
- obstoječim stanjem stalnih sredstev.

Podjetje ima lahko tudi **presežna nepotrebna sredstva**, ki jih ne uporablja. V takšnem primeru je smiselno pregledati možnosti, da bi sredstva prodali ali pa jih dali v najem, saj so takšna sredstva poslovno nepotrebna in nam povzročajo nezaželene stroške. Če podjetje ne uporablja določenih stalnih sredstev, je potrebno najti najprimernejši način, kako se jih rešiti.

Pri prihodku prodaje je potrebno upoštevati tudi stroške prodaje takšnih sredstev, kot so stroški prodaje, stroški oglaševanja, stroški posrednikov, čas prodaje ipd. V praksi se najpogosteje pojavljajo nepotrebna sredstva, kot so presežni prostori, poslovne stavbe in zemljišča.

Pri sprejemu poslovnih odločitev o obsegu investicij si je potrebno odgovoriti na naslednja vprašanja:

- Kakšen potreben obseg investicij je nujno potreben za načrtovano prodajo?
- Kakšen je namen investicij?
- Kakšni bodo učinki na uspešnost poslovanja?
- Ali ima podjetje presežna nepotrebna sredstva?
- Kako izrabiti nepotrebna sredstva?

5.2.5 Spremembe gibljivih sredstev

Sprememba v gibljivih sredstvih je enaka seštevku neto povečanja kratkoročnih obveznosti iz poslovanja in pasivnih časovnih razmejitev, zmanjšanjem za neto povečanje zalog, povečanje kratkoročnih terjatev iz poslovanja in aktivnih časovnih razmejitev (Copland, Koller, Murin, 1995, str. 115).

Povečanje gibljivih sredstev je lahko posledica povečanega obsega prodaje podjetja družbe ali pa dolgotrajnejšega zadrževanja sredstev v zalogah in v terjatvah. Povečanje obsega obratnih sredstev bo zahtevalo pridobitev dodatnih virov njihovega financiranja.

Med gibljiva sredstva sodijo:

- denarna sredstva,
- kratkoročne finančne naložbe,
- dani predujmi,
- terjatve do kupcev,
- zaloge in
- aktivne časovne razmejitve.

Čista kratkoročna sredstva opredelimo kot razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Tako lahko ugotovimo, kolikšen delež kratkoročnih sredstev je financiran z dolgoročnimi viri sredstev.

Pri upravljanju s kratkoročnimi sredstvi je pomembno, v katera kratkoročna sredstva podjetje investira in kako financira kratkoročna sredstva. Načini financiranja kratkoročnih sredstev so:

- obveznosti do dobaviteljev,
- kratkoročne finančne obveznosti in
- dolgoročni viri sredstev (dolgoročne obveznosti in lastniški kapital).

Slika 5.1: Prikaz čistih kratkoročnih sredstev

Denarna sredstva	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p style="text-align: center;">Kratkoročne finančne obveznosti</p> <hr/> <p style="text-align: center;">Prejeti predujmi</p> <hr/> <p style="text-align: center;">Obveznosti do dobaviteljev</p> <hr/> <p style="text-align: center;">Pasivne časovne razmejitve</p> <hr/> <p style="text-align: center;">ČISTA KRATKOROČNA SREDSTVA</p> </div>
Kratkoročne finančne naložbe	
Dani predujmi	
Terjatev do kupcev	
Aktivne časovne razmejitve	
Zaloge	

Vir: Mikolič, 2000, str. 15.

Na vrednost podjetja oziroma na velikost prostih denarnih tokov podjetja vpliva sprememba čistih kratkoročnih sredstev. S formulo lahko ponazorimo spremembo čistih kratkoročnih obveznosti:

$$\Delta\check{K}S = (KS_{t_1} - KO_{t_1}) - (KS_{t_0} - KO_{t_0})$$

pri čemer so:

- KS - Kratkoročna sredstva
- KO - Kratkoročne obveznosti
- ČKS - Čiste kratkoročne obveznosti

Tako se prosti denarni tok povečuje, ko se:

- povečuje katera izmed oblik kratkoročnih obveznosti,

- zmanjšuje katera izmed oblik kratkoročnih sredstev.

Tako se prosti denarni tok zmanjšuje, ko se:

- zmanjšuje katera izmed oblik kratkoročnih obveznosti,
- povečuje katera izmed oblik kratkoročnih sredstev

Vendar pa je zmanjševanje kratkoročnih sredstev omejeno zaradi potrebe po zagotavljanju potrebne proizvodnje. Po drugi strani pa je posledica povečanja kratkoročnih sredstev naslednja:

- večji obseg denarja je vezan v kratkoročnih sredstvih,
- potrebno je večje financiranje kratkoročnih sredstev.

Tako so dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja, **spremembe**:

- časa vezave zalog,
- časa vezave terjatev,
- časa vezave obveznosti do dobaviteljev,
- kratkoročnih finančnih naložb in
- kratkoročnih finančnih obveznosti.

Po izkušnjah nekaterih avtorjev (Pratt, 1993, str. 239 - 272) je potrebno pri upravljanju s čistimi kratkoročnimi sredstvi v slovenskih podjetjih biti pozoren na:

- visoke zaloge,
- visoke terjatve in
- način financiranja kratkoročnih sredstev.

5.2.6 Spremembe dolgoročnih finančnih naložb

Med donose iz dolgoročnih finančnih naložb sodijo prihodki iz presežnih finančnih naložb, ki niso rezultat osnovnih dejavnosti podjetja:

- prejete obresti,
- dividende,
- vračilo glavnice,
- prihodki iz prodaje vrednostnih papirjev in
- prihodki iz prodaje kapitalske naložbe.

Donosi dolgoročnih finančnih naložb povečujejo dobiček. Prodaja teh naložb pa pomeni povečanje prostega denarnega toka. Če podjetje za opravljanje osnovne dejavnosti ne potrebuje finančnih naložb, jih smatramo kot presežne oziroma dodatne naložbe (Pratt, 1989, str. 106 - 108).

V primeru, da ima podjetje velik obseg presežnih finančnih naložb, je potrebno te naložbe analizirati ločeno od rednega poslovanja podjetja. Tako dobimo bolj jasno sliko o poslovanju podjetja, saj lahko donosi iz poslovanja izboljšujejo donose osnovne dejavnosti podjetja.

S prodajo presežnih dolgoročnih finančnih naložb lahko:

- Poplačamo obveznosti podjetja.
- Financiramo nove investicije.

Če prevzemamo podjetje, ki je pred kratkim samo opravilo prevzem, moramo upoštevati, kako prevzem vpliva na rezultat podjetja. Po izvedenem prevzemu se zmanjša prosti denarni tok podjetja, v naslednjih letih pa naj bi te naložbe povečale prosti denarni tok podjetja.

Tako so dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja s stališča dolgoročnih finančnih naložb, naslednji:

- tekoči donosi (obresti, dividende),
- tržna vrednost presežnih finančnih naložb,
- stroški prodaje finančnih naložb
- čas prodaje finančnih naložb in
- učinki nakupov oziroma prevzemov podjetja.

Pri sprejemu poslovnih odločitev o dolgoročnih finančnih naložbah moramo biti pozorni na naslednja vprašanja:

- Kakšen je namen dolgoročnih naložb?
- Ali so dolgoročne naložbe presežne?
- Kdaj prodati presežne dolgoročne naložbe?

5.2.7 Sprememba dolgoročnih finančnih obveznosti

Dolgoročne obveznosti se lahko povečujejo zaradi najemanja dolgoročnih kreditov za financiranje načrtovanih investicij v osnovna sredstva in za financiranje povečanja čistih kratkoročnih sredstev. Po drugi strani pa se lahko dolgoročne obveznosti zmanjšujejo

zaradi odplačevanja dolgoročnih kreditov za financiranje načrtovanih investicij v osnovna sredstva in zaradi zmanjšanja financiranja čistih kratkoročnih sredstev.

Spreminjanje zadolženosti vpliva na spremembo finančnega tveganja podjetja. Podjetja, ki obvladujejo optimalno financiranje, imajo določeno ciljno stopnjo zadolženosti. To pomeni, da imajo opredeljeno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom, ki omogoča nižje stroške financiranja.

Podjetja temeljijo na dinamični finančni strategiji, kjer je skrajna oblika odkup podjetja s kreditom (LBO Leverage Buy Out), ker je kredit cenejši vir kot lastniški kapital.

Tako so dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja s stališča dolgoročnih finančnih obveznosti, **sprememba zadolženosti podjetja**.

Pri sprejemu poslovnih odločitev o dolgoročnih finančnih naložbah moramo biti pozorni na naslednja vprašanja:

- Kakšne stroške financiranja (obresti) plačuje podjetje?
- Ali je smiselno zmanjševati obstoječe kredite?
- Ali je smiselno prestrukturirati obstoječe kredite?
- Ali se lahko podjetje dodatno zadolži glede na svoje rezultate poslovanja?
- Za kakšen namen se bodo krediti porabili?

5.3 Uporaba metode prostih denarnih tokov

5.3.1 Proces metode diskontiranih denarnih tokov

Uporaba metode prostih denarnih tokov lahko poteka v naslednjih korakih (Damodaran, 2001b, str. 19 - 49):

- Ocena bodočih denarnih tokov tarče prevzema ob predpostavki vodenja podjetja po uspelem prevzemu s strani prevzemnega podjetja za določeno prihodnje obdobje.
- Ocena preostale vrednosti ob določenem prihodnjem obdobju.
- Ocena stroškov kapitala za prevzeto podjetje, na podlagi po-združitvene projekcije tveganj in kapitalne strukture.
- Diskontiranje ocenjenih denarnih tokov za izračun vrednosti prevzemne tarče.
- Vključitev ostalih denarnih tokov zaradi sprememb sredstev, naložb in obveznosti.

- Odštete obveznosti podjetja in ostalih stroškov za pridobitev vrednosti kapitala ocenjevanega podjetja.
- Primerjava dobljene vrednosti podjetja s preliminarnim vrednotenjem, ki je bilo opravljeno pred skrbnim pregledom poslovanja.
- Odločitev kolikšen del dodane vrednosti bomo plačali kot premijo dosedanjim lastnikom ciljnega podjetja.

Kot je omenjeno, je zadnje vrednotenje narejeno ob predpostavki, da bo vodenje podjetja s strani prevzemnega podjetja. Te predpostavke so narejene ob predpostavkah, da bo prevzeto podjetje poslovalo z dodatnimi donosi glede na obstoječe poslovanje. Ključni dejavniki dodane vrednosti pa določajo prosti denarni tok, ki je na razpolago delničarjem. Ti ključni dejavniki dodane vrednosti (Rappaport, 1986, str. 323 - 351) so:

- Ocena rasti in obsega prodaje ter pogojev generiranja prodaje.
- Marža iz poslovanja.
- Neto investicije v stalna sredstva.
- Neto investicije v gibljiva sredstva.
- Stroški kapitala.

Na podlagi ključnih dejavnikov dodane vrednosti se planira poslovanje podjetja po prevzemu pod novo strategijo podjetja. Spremembe v ključnih dejavnikih dodane vrednosti so medsebojno povezane. Na primer povečanje prodaje je lahko doseženo le na podlagi povečanih stroškov marketinga ali stroškov razvoja ali dodatnih investicij. Te spremembe v ključnih dejavnikih dodane vrednosti se odražajo v planiranih denarnih tokovih.

Prosti denarni tokovi so pridobljeni iz poslovanja podjetja po davčnih obveznostih, vendar pred plačilom obresti za financiranje plačila prevzetega podjetja. Zmanjšanje denarnega toka je zaradi povečanja stalnih sredstev oz. povečanja gibljivih sredstev. Tako imenujemo **proste denarne tokove** kot denarne tokove po davkih z upoštevanjem neto sprememb investicij.

Ponavadi se opravi projekcija denarnih tokov za naslednjih 5 do 10 let poslovanja. Daljši časovni horizont ni smiseln zaradi nenatančnosti. Ne glede na izbiro časovnega horizonta pa je na koncu tega obdobja potrebno oceniti še **preostalo vrednost podjetja**.

S pomočjo ocenjenega denarnega toka in po diskontiranju dobimo celotno vrednost tarče podjetja. Od tega je potrebno odšteti obveznosti, tako da dobimo neto vrednost podjetja.

5.3.2 Ocena tehtanega povprečnega stroška kapitala

Ocena tehtanega povprečnega stroška kapitala zahteva ocene stroškov različnih virov financiranja kot so redne delnice, prednostne delnice, obveznice in dolg. Glede na zahtevano stopnjo kapitala, kapitalski donosi zaradi spremembe tržne cene delnic in donos dividend ne odražajo popolnoma oportunitetnih stroškov za delničarje.

Model cene kapitala (Capital Assets Pricing Model CAPM) je lahko koristna ocena preteklih stroškov kapitala za potencialno tarčo prevzema. Model cene kapitala predpostavlja, da investitor zahteva donos kot vsoto netvegane stopnje donosnosti in premijo za tveganje, ki je sestavljena iz splošne premije tržnega tveganja za delnice in specifičnega tveganja, ki je povezano z delnico na trgu. To tveganje imenujemo sistematično tveganje in ga merimo s koeficientom beta.

Če s k_i označimo zahtevano stopnjo donosa za potencialno tarčo prevzema, veljata naslednji formuli:

$$k_i = k_{rF} + (k_m - k_{rF}) \beta_i$$

kjer je

k_{rF} netvegan donos

k_m povprečni tržni donos

β_i beta koeficient za podjetja i, ki je opredeljen s formulo

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(\bar{k}_i, \bar{k}_m)}{\sigma_m^2} = r_{im} \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m} \right)$$

pri čemer je

r_{im} korelacijski koeficient med vrednostjo delnic i in tržnim gibanjem
i oznaka za podjetje i
m oznaka za trg

Beta je izračunana s pomočjo zgodovinskih podatkov o ceni delnice. Za podjetja, ki kotirajo na organiziranem trgu, je relativno preprosto izračunati beto. Za podjetja, kjer ni dostopnih podatkov o tržni ceni delnic, pa je priporočljivo vzeti beto iz referenčnega podjetja.

Predprevzemne pričakovane stopnje donosa potencialne tarče prevzema je potrebno prilagoditi glede na verjetne spremembe bete po prevzemu. Ta prilagoditev je zelo

subjektivna glede na šibko povezavo med dejanskim poslovanjem podjetja in spremembo v beta koeficientu.

Strošek dolga je še težje oceniti glede na to, da se z dolgom v večini primerov ne trguje. Dejansko plačane obresti v primeru vračila kredita s spremenljivo obrestno mero in povprečno ročnostjo so dober približek za dejanske stroške kredita. Toda pri fiksnih obveznostih, npr. kuponu, ne odražajo dejanskega stanja. Podoben problem so prednostne delnice. V teh primerih je ocenjen strošek kapitala grob približek realnim stroškom financiranja.

Glede na ocenjene specifične lastnosti stroškov kapitala ga ocenjujemo glede na delež v celotni kapitalski strukturi virov financiranja podjetja. Bolj je relevantna kapitalaska struktura, ki je predvidena kot ocena po izvedbi prevzema s strani prevzemnega podjetja.

5.4 Prilagajanje metod na osnovi donosov

5.4.1 Analiza finančnih izkazov in vrednotenja prihodkov

Pri analizi finančnih izkazov moramo biti posebej pozorni na naslednje elemente, s katerimi lahko prilagajamo finančne izkaze (Damodaran, 2001a, p. 25):

- korektna finančna klasifikacija,
- prevelika amortizacija osnovnih sredstev,
- prirastki (slabi dolgovi in zaloga),
- rezervacije, zakasneni davki,
- izjemni, enkratni in neponovljivi dogodki, ki jih izločimo iz bilance,
- neobratna sredstva,
- konsolidacija skupine podjetij.

5.4.2 Analize pri vrednotenju prihodkov

Pri vrednotenju prihodkov lahko uporabljamo naslednje analize:

- Prodaja na proizvod, storitev, komitenta, kupca, geografsko razdeljene, segmentirane po količinah in cenovna razdelitev.
- Bruto dobiček, razlogi za pretekli donos in pričakovano maržo v prihodnosti in razvoj marže.

- Rast obresti in marž na različnih stopnjah.
- Efektivni stroški dolga in razlogi za obdavčevanje.
- Podrobnosti in sestava vrednotenih stvari.
- Struktura stroškov in dinamika. Fiksni in variabilni stroški ter ekonomija obsega. Fiksni stroški v večini primerov tudi niso absolutno fiksni.
- Kazalniki: likvidnost, dobičkonosnost, donos na investicijo (ROI), interna stopnja donosa (IRR), finančna struktura zadolženost/kapital.
- Izkaz finančnih tokov, razdelitev finančnih tokov iz poslovanja, investiranja in financiranja.
- Primerljivost (benchmarks), kaj je dosegljivo.
- Trg in panoga, pozicija in konkurenca, vzorec rasti.
- Podjetje: organizacije in procesi (organizacija, proces planiranja, management, veriga vrednosti).

5.4.3 Določitev predlagane nakupne cene

Vrednost tarče za potencialni prevzem s pomočjo prostih denarnih tokov določimo z formulo (Šimon, str. 16-19):

$$VP_i = \sum_{t=1}^N \frac{PDT_t}{(1+k_i)^t} + \frac{PV}{(1+k_i)^N}$$

kjer je

VP_i	Vrednost podjetja i
N	Število let obravnavanega obdobja
PDT_t	Prosti denarni tok podjetja v letu t
PV	Preostala vrednost podjetja

Skupna vrednost tarče prevzema lahko vključuje tudi izvedbo prodaje sredstev in dezinvesticije, stroške reorganizacije. Pri takšni prodaji sredstev je potrebno upoštevati davčno stopnjo podjetja. Iz končne cene podjetja je potrebno odšteti obveznosti, kot so

kreditih, prednostnih delnic, tako da dobimo okvir za ceno, ki bi jo lahko plačalo prevzemno podjetje. Končna cena nakupa podjetja je pod to ceno, saj mora prevzemno podjetje ustvariti dodano vrednost z nakupom podjetja.

Tako lahko opredelimo vrednost tarče prevzema za prevzemno podjetje:

$$\begin{aligned} \text{VREDNOST PODJETJA} &= \text{SEDANJA VREDNOST PROSTEGA DENARNEGA TOKA} \\ &+ \text{DEZINVESTIRANJE SREDSTEV PODJETJA} \\ &- \text{STROŠKI PREVZEMA} \\ &- \text{OBVEZNOSTI PREVZETEGA PODJETJA DO DOLŽNIŠKEGA KAPITALA} \end{aligned}$$

5.4.4 Občutljivostna analiza pri vrednotenju na osnovi denarnih tokov

Glede na visoko stopnjo negotovosti, ki je v procesu vrednotenja na osnovi sredstev, je pomembno, da prevzemno podjetje ugotovi, kako občutljiva je vrednost podjetja na vsako izmed predpostavk, uporabljeno v procesu vrednotenja.

Ta vrsta analiz osvetljuje kritične dejavnike vrednotenja, na katere mora biti pozorno prevzemno podjetje. Še posebej to velja za predpostavke, ki so bile v procesu vrednotenja grobo ocenjene.

Ponavadi sta najpomembnejši oceni, na spremembo katerih je najbolj občutljiva vrednost podjetja, marža iz poslovanja in diskontna stopnja. V primerjavi z drugimi modeli je model za vrednotenje na osnovi denarnih tokov bolj občutljiv, konceptualno najbolj dovršen in analitično poglobljen, hkrati pa nam da podroben vpogled v oceno pričakovanega poslovanja podjetja v prihodnosti.

Alternativa občutljivostne analize je **analiza scenarijev**, kjer naredimo nekaj scenarijev z različnimi predpostavkami, ki jih primerjamo med seboj. Pri analizi scenarijev naredimo vsaj tri scenarije:

- pesimistični scenarij
- najbolj verjeten scenarij in
- optimistični scenarij.

Na podlagi vseh scenarijev postavimo okvirje, v katerih se bo gibalo ocenjeno poslovanje podjetja.

5.5 Posebnosti vrednotenja na osnovi prostih denarnih tokov v Sloveniji

Problem pri postavitvi zahtevane stopnje donosa se pojavi pri tem, da zaradi procesa privatizacije v Sloveniji na podlagi preteklih zakonitosti ni mogoče določati prihodnjih pričakovanih donosov. Hkrati je Slovenija na pragu sprememb, kot so vstop v Evropsko unijo in vstop v Evropsko monetarno unijo, ki bodo povzročile stabilizacijo obstoječih razmer. Hkrati marsikatero podjetje nima postavljenih strateških smernic razvoja, nejasne pa so tudi globalne smernice in perspektive.

Ob opredelitvi zahtevane stopnje donosa se srečujemo s problemom opredelitve različnih elementov. Ob daljšem investicijskem horizontu pa se pojavi problem dinamike upadanja netvegane stopnje donosa. Pri elementu variabilnosti donosov se v Sloveniji srečujemo s krajšimi časovnimi vrstami preteklih donosov, hkrati pa so prisotni tudi vplivi specifičnih dejavnikov, ki povzročajo dodatne anomalije. Naslednji problem je opredelitev premije za tveganje vlaganja v lastniške vrednostne papirje zaradi težav pri opredeljevanju stopnje tveganja za posamezne vrednostne papirje. Glede na ugotovitve je vprašljiva uporaba CAPM modela na našem trgu kapitala.

Ob tendencah odprave temeljne obrestne mere TOM se v Sloveniji pojavljajo predlogi za določitev netvegane oziroma referenčne obrestne mere (Jašovič, 2001, str. 15). Takšni predlogi so donosnost kratkoročnih državnih papirjev (zakladnih menic), instrumenti Banke Slovenije in slovenska medbančna obrestna mera. Po mojem mnenju je najbolj primeren zadnji predlog, saj ima podobno metodologijo kot LIBOR. Za vzpostavitev ustrezne infrastrukture ob uvedbi medbančne obrestne mere je med drugim potrebna javna objava obrestnih mer različnih ročnosti.

Pri oceni višine stroška amortizacije je potrebno upoštevati amortizacijo obstoječih sredstev, iztek amortizacijske dobe sredstev in amortizacijo prihodnjih sredstev. Poleg tega je potrebno upoštevati, da je pogoj za amortizacijo sredstev, da sredstva pridejo v uporabo. Čeprav podjetja zaradi različnih razlogov izvedejo več nabav v osnovna sredstva v drugi kot v prvi polovici leta, menim, da je v letu nabave sredstva primerno upoštevati letne amortizacije, razen če nimamo natančnega časovnega plana investicije v osnovna sredstva.

6 Tržna primerjava

6.1 Tržni mnogokratniki

6.1.1 Opredelitev tržnih mnogokratnikov

Na organiziranem trgu vrednostnih papirjev obstaja na podlagi ponudbe in povpraševanja tržna cena delnic, ki so sorazmerni del kapitala podjetja. Tako lahko iz tržne cene delnice izračunamo tržno kapitalizacijo podjetja. Seveda pa to velja le za podjetja, ki kotirajo na organiziranem trgu.

Tako lahko tržno ceno podjetja izračunamo na podlagi primerjave s podjetji, ki kotirajo na borzi pri katerih poznamo tržno ceno. Smiselna je primerjava s podobnimi podjetji, ponavadi s tistimi iz iste panoge. Eden izmed načinov za primerjavo je uporaba tržnih mnogokratnikov.

Če ponazorim tržno primerjavo s preprosto formulo dobimo oceno za vrednost vrednotenega podjetja izraženo z:

$$P_V = \left(\frac{P_O}{E_O} \right) \cdot E_V$$

kjer je

P_O vrednost podjetja, ki je osnova za vrednotenje

P_V vrednost podjetja, ki ga vrednotimo

E_O dobiček podjetja, ki je osnova za vrednotenje

E_V dobiček podjetja, ki ga vrednotimo

Pri modeliranju prevzemov in združevanj sem razdelil analizo tržnih mnogokratnikov v dve skupini. V prvi skupini so mnogokratniki trgovanja. Druga skupina vsebuje transakcijske mnogokratnike, ki so pridobljeni iz podatkov izvedenih transakcij pri prevzemih in združevanjih podjetij.

6.1.2 Mnogokratniki trgovanja

Mnogokratniki trgovanja so pridobljeni iz podatkov rednega trgovanja na organiziranem trgu. Značilnost te skupine je, da imamo večje število podatkov, ki se časovno zelo spreminjajo, odvisno od ponudbe in povpraševanja in razmer na trgu, kjer kotirajo delnice podjetja.

Ti podatki so lažje dostopni, vendar je potrebna statistična analiza podatkov. Hkrati pa je zelo pomembna izbira referenčnega obdobja za analizo podatkov o trgovanju. Tako tržna cena delnice preučevanega podjetja odraža širše pričakovanje med udeleženci na trgu kapitala o prihodnjih donosih.

6.1.3 Transakcijski mnogokratniki

Menim, da je potrebno ločeno obravnavati tržne podatke, ki nastanejo na podlagi prevzema podjetja. Dogodki, aktivnosti in pričakovanja okoli prevzema imajo izredno močan vpliv na spremembo tržne cene. Tako opredeljujem **transakcijske mnogokratnike** kot kazalnike, ki so nastali na podlagi izvedenih prevzemov oziroma izvršenih transakcij podjetij, ki so osnova za primerjavo.

Podatki o nakupni ceni teh podjetij **implicitno vsebujejo premijo** pri prevzemu. Različne empirične raziskave potrjujejo, da imajo največjo korist pri prevzemu lastniki prevzetega podjetja, ki dobijo dodatne prihodke iz premije, ki jo plača kupec prevzetega podjetja. Prevzemno podjetje je ocenilo, da bodo s prevzemom ustvarili dodatne donose, s čimer je upravičeno povečanje prevzemne cene. Realna izvedba ocenjenih možnosti pa se prikaže šele po izvedbi integracijskega procesa.

6.2 Nabor različnih mnogokratnikov

V teoriji obstaja obsežen nabor različnih finančnih kazalnikov (Brigham, Gapenski, 1996, str. 623 - 654). Hkrati si preprosto lahko nastavimo tudi nove kazalnike, ki nam ustrezajo pri različnih analizah. Pri tem je potrebno le upoštevati pravilo, da **ne smemo mešati** finančnih postavke stanja in finančne postavke izkaza uspeha oziroma obdobja. Po moji oceni so za vrednotenje podjetij s pomočjo tržnih mnogokratnikov najbolj pogosto uporabljeni naslednji kazalniki:

- **Cena delnice / Dobiček na delnico** (P/E Price / Earnings ratio) je najbolj razširjen kazalnik. Uporaben je v primerih, ko dobiček podjetja bistveno ne odstopa od denarnega toka podjetja. Mnogokratnik cene delnice na dobiček na delnico je s stališča lastnikov podjetja najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje razmerje med pričakovanim donosom in trenutnim dobičkom.
- **Vrednost podjetja / Dobiček pred obrestmi in davki z amortizacijo**, je najbolj primeren za uporabo vrednotenja, saj je denarni tok bolj primerno merilo kot dobiček. Kazalnik pojasnjuje razmerje med pričakovanim in trenutnim donosom.
- **Cena delnice / Dividenda na delnico** je primeren za vrednotenje manjšinskega deleža v podjetjih, kjer redno izplačujejo dividende v skladu z vnaprej sporočeno politiko izplačila dividend.
- Kazalnik **Vrednost podjetja / Prodaja** je primeren za tiste dejavnosti, kjer dobiček oziroma denarni tok podjetij minimalno odstopa od povprečja v dejavnosti. Zaradi tega se opremo na prodajo, kjer dobimo podatke o obsegu poslovanja.
- **Cene delnice / Knjigovodska vrednost delnice** (Price / Book Value) je znani kazalec, vendar ni primeren za vrednotenje. Uporablja se ga po koncu vrednotenja kot primerjava odstopanja tržne cene od knjigovodske vrednosti.
- Kazalnik **Vrednost podjetja / Bilančna vsota** je delno primerljiv le v dejavnostih, kjer so rezultati poslovanja v veliki meri odvisni od sredstev (npr. banke, zavarovalnice, holdingi). Vendar je pri uporabi potrebno narediti analizo kvalitete sredstev in obveznosti do virov sredstev.

6.3 Uporaba tržnih mnogokratnikov

Pri vrednotenju z metodo tržnih mnogokratnikov se analizira pretekle prodaje in dosežene cene podobnega podjetja oziroma delnic podjetja. Cilj vrednotenja je dobiti verjetno oceno prodajne cene vrednotenega podjetja glede na cene, ki dejansko veljajo na trgu v času vrednotenja.

Metodo tržnih mnogokratnikov lahko razdelimo v dve skupini glede na predmet primerjave, na podlagi česar bomo izvedli vrednotenja:

- Neposredno primerljiv predmet vrednotenja oziroma metoda direktne primerjave, kjer primerjamo tarčo prevzema z drugimi podjetji.

- Predmet vrednotenja, ki ni direktno primerljiv oziroma metoda primerjave premoženja, ki ga je smiselno posredno primerjati, kjer primerjamo tarčo prevzema z dejavnostjo.

V Sloveniji večina primerjav podjetij sodi v drugo skupino zaradi več razlogov. Prvi razlog je v manjšem številu podjetij v posamezni panogi. Drugi razlog je v neprimernosti primerjave s tujimi podjetji, saj ima naš ekonomski sistem veliko specifik, čeprav se hitro približujemo normativom Evropske unije.

Metodo tržnega pristopa lahko razdelimo v naslednje stopnje:

- Zbiranje informacij o izvedenih transakcijah (posredno ali neposredno) primerljivega podjetja.
- Analiza prodaje oziroma opredelitev relacije med dejansko doseženo prodajno ceno prodanega podjetja in verjetno prodajno ceno podjetja.
- Opredelitev verjetne prodajne cene podjetja oziroma ocena vrednosti podjetja na podlagi opravljenih analiz.

Kadar vrednotimo podjetje kot celoto, je pogoj za primerljivost podjetij ista panoga. Ista panoga še ne pomeni absolutne primerljivosti, saj je ista panoga potreben ne pa zadosten pogoj za uspešno primerljivost podjetij (Sudarsanam, 1995, str. 139).

V primeru, da je bil opravljen nakup preko organiziranega trga in je ob nakupu opravljeno večje število transakcij, pa je potrebna tudi statistična analiza nakupa. Ob uporabi podatkov za vrednotenje na podlagi tržnih mnogokratnikov je potrebno vse kazalnike očistiti izrednih in izjemnih vplivov. To so predvsem izredni prihodki in odhodki, ki niso del normalnega poslovanja, stroški v zvezi s prestrukturiranjem podjetja ipd. Vendar je to možno storiti le za vrednoteno podjetje, ne pa tudi za podjetje, ki nam služi kot osnova za primerjavo.

6.4 Pravilo palca

Metoda ocenjevanja čez palec je ponavadi izražena v obliki multiplikatorjev, ki vsebujejo elemente kot so število uporabnikov določene storitve, znesek vplačil za glavno dejavnost podjetja in podobno. Pri pravilu palca gledamo specifične kazalnike, ki so najbolj primerni za posamezno panogo. Takšen pristop k ocenjevanju je še korak bližje k poenostavitvi od pristopa na podlagi tržnih multiplikatorjev.

Nekaj primerov za uporabo kazalnikov:

- Vrednost podjetja / Število naročnikov operaterja.
- Vrednost podjetja / Naročniki (ponudnika internet storitev, časopisi televizija).
- Vrednost podjetja / Število zaposlenih.
- Vrednost podjetja / Fizični obseg poslovanja cene na tono sladkorja.
- Vrednost podjetja - zavarovalnice / Vplačane zavarovalne premije.
- Vrednost podjetja - banke / Znesek depozitov v banki.
- Vrednost podjetja - banke / Višina tveganju prilagojene aktive.
- Vrednost podjetja - hotela / Število hotelskih sob (hoteli, bolnice).

Strinjam se z oceno nekaterih avtorjev (Desmond, Marcello, 1989, str. 157 - 164), da ocenjevanja čez palec ni smiselno uporabljati samostojno. Uporabna vrednost tega pristopa kot kontrola rezultatov vrednotenja, ki smo jih dobili z uporabo drugih metod.

6.5 Uporaba tržnih mnogokratnikov

6.5.1 Dejavniki vpliva na uporabo tržnih mnogokratnikov

Pri uporabi kazalnikov je potrebno upoštevati določene okoliščine, ki vplivajo na primerljivost kazalnikov. Glavni dejavniki, na katere moramo biti pozorni pri uporabi tržnih mnogokratnikov, so naslednji:

- Uporaba različnih **računovodskih standardov** in uporaba različnih računovodskih pravil.
- Primerjava podjetij različnih **velikosti**, saj je neprimerno primerjati majhno in veliko podjetje.
- Primerjava v sami panogi in pričakovana rast panoge. Sporna je primerjava v bančni panogi med investicijsko banko, univerzalno banko in hranilnico.
- Primerjava domačega in tujega podjetja v smislu lastništva podjetja, saj je lahko podjetje v tuji lasti dodatno subvencionirano s strani matičnega podjetja ali tuje države.

- Zahtevana dobičkonosnost podjetja in nestanovitnost poslovnih rezultatov. Podjetje je lahko zaradi izrednih okoliščin ustvarilo ekstremni rezultat, če ga primerjamo z njegovimi rezultati prejšnjih let.
- Stopnja diverzifikacije poslovanja, oziroma prevelika odvisnost od enega ključnega dobavitelja ali stranke.

6.5.2 Prilagoditev tržnih mnogokratnikov

Na podlagi preučitve vseh skupin okoliščin primerljivosti lahko naredimo prilagoditev tržnih mnogokratnikov:

- Glede na dejavnike primerljivosti, ki so naštetih zgoraj.
- Nelikvidnost delnic podjetja ima negativni vpliv na ceno podjetja. Osnovni razlog za nelikvidnost je koncentrirano lastništvo, ki ga glavni delničarji ne spreminjajo.
- Povečanje za obvladovanje oziroma kontrolo nad podjetjem, oziroma sprememba iz manjšinskega deleža v večinsko lastništvo.

6.5.3 Finančni kazalniki, ki jih je priporočljivo pregledati ob tržni primerjavi

Ob uporabi tržnih mnogokratnikov je priporočljivo pregledati tudi kazalnike podjetja, ki so najpomembnejši za primerljivost poslovanja podjetja. Tako je smiselno pregledati naslednje kazalnike:

- **Čisti dobiček / Skupni prihodek.** Kazalnik čiste dobičkonosnosti skupnih prihodkov pokaže, koliko čistega dobička je bilo ugotovljenega na doseženih skupnih prihodkih podjetja. Pri presoji tega kazalnika je potrebno upoštevati, da je čisti dobiček lahko zmanjšan za znesek izgube iz prejšnjih let, ki povečuje skupne odhodke. Podjetje je poslovno uspešnejše, če izkazuje čisti dobiček in je vrednost tega kazalnika čim večja. Vrednost kazalnika je smiselno primerjati med podjetji v isti dejavnosti. Dejavnosti, kjer je obračanje sredstev hitrejše, imajo navadno nižjo dobičkonosnost prihodkov in obratno. Kazalnik vpliva na donosnost sredstev in kapitala.
- **Čisti dobiček / Povprečna bilančna vsota.** Kazalnik čiste donosnosti sredstev kaže, kako uspešno je bilo podjetje oziroma management pri upravljanju sredstev ter koliko čistega dobička je podjetje ustvarilo na obstoječa sredstva ne glede na to, kako so financirana. Podjetje služi uspešneje, če je vrednost tega kazalnika čim večja. Čista

donosnost sredstev je zmnožek dveh drugih kazalnikov, izraženih v obliki razmerja, čiste dobičkonosnosti prihodkov (čisti dobiček / skupni prihodki) ter proizvodnosti sredstev (skupni prihodki / povprečna sredstva). Večja kot je vrednost obeh kazalnikov, večja je vrednost kazalnika čiste donosnosti sredstev.

- **Čisti dobiček / Povprečni kapital.** Čista donosnost kapitala je s stališča lastnikov kapitala podjetja najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje, kako uspešno management upravlja s premoženjem lastnikov. Pokaže, koliko čistega dobička je podjetje doseglo na vložen kapital. Podjetje je poslovno uspešnejše, če je vrednost tega kazalnika čim večja (pozitivna). Vendar pa višja vrednost kazalnika lahko pomeni tudi večje tveganje na račun velikega zadolževanja podjetja. Čista donosnost kapitala je namreč odvisna od sestave virov financiranja sredstev. Čisto donosnost kapitala je mogoče primerjati z zahtevano donosnostjo kapitala: lastniki za svojo udeležbo pri financiranju podjetja zahtevajo določen donos, odvisen od tveganja. Če management ne zmore zagotavljati zahtevanega donosa, potem ne uresničuje cilja lastnikov. Podjetja s precej podobno donosnostjo kapitala le-to dosegajo na različne načine. Donosnost kapitala je namreč zmnožek treh kazalnikov - dobičkonosnost prihodkov, obračanja vseh sredstev in razmerja med sredstvi in kapitalom, ki izraža finančno tveganje.
- **Dobiček iz poslovanja / Prihodki iz poslovanja.** Kazalnik dobičkonosnosti prihodkov iz poslovanja pove, koliko dobička iz poslovanja je podjetje ustvarilo na dosežene prihodke iz poslovanja. Podjetje je poslovno uspešnejše, čim večja je vrednost tega kazalnika, in če hkrati izkazuje čisti dobiček. Na vrednost tega kazalnika vplivata obseg odhodkov iz poslovanja in število podjetij v dejavnosti. Večji kot je delež odhodkov iz poslovanja v prihodkih iz poslovanja, nižja bo stopnja dobičkonosnosti prihodkov iz poslovanja. Stopnja dobičkonosnosti iz poslovanja se lahko zniža tudi zaradi povečanja števila podjetij v dejavnosti in zato se posledično oblikujejo nižje prodajne cene. Podjetja iz delovno intenzivnih dejavnosti imajo običajno kazalnike dobičkonosnosti prihodkov iz poslovanja nižje vrednosti kot podjetja iz kapitalno intenzivnih dejavnosti.

- **Čisti dobiček / Prihodki iz poslovanja.** Kazalnik čiste dobičkonosnosti prihodkov iz poslovanja pokaže, koliko čistega dobička poslovnega leta je podjetje ustvarilo na prihodke iz poslovanja. Podjetje je poslovno uspešnejše čim večja je vrednost tega kazalnika. Na vrednost kazalnika celotne dobičkonosnosti prihodkov iz poslovanja vplivajo obseg odhodkov iz poslovanja, razlika med prihodki iz financiranja in odhodki financiranja ter razlika med izrednimi prihodki in izrednimi odhodki. Poleg tega pa na vrednost tega kazalnika vpliva tudi obračunani davek iz dobička podjetja.
- **Čisti dobiček / Povprečno število zaposlenih.** Kazalnik čistega dobička na zaposlenega pove, kolikšen znesek čistega dobička je bil v podjetju ustvarjen na posameznega zaposlenega. Pri presoji tega kazalnika je potrebno upoštevati, da je čisti dobiček lahko zmanjšan za znesek izgube iz prejšnjih let, ki povečuje skupne odhodke. Podjetje je poslovno uspešnejše, če izkazuje čisti dobiček in je vrednost tega kazalnika tem večja. Vrednost tega kazalnika je odvisna od dejavnosti ali je delovno ali kapitalno intenzivna. Presoja vrednosti tega kazalnika pa celo med gospodarskimi družbami v isti dejavnosti ni zanesljiva.

Čisti dobiček lahko nadomestimo s prihodki iz poslovanja pred davki in obrestmi (ter amortizacijo), kar nam omogoča primarjavo, kakšno je poslovanje podjetja, brez vpliva efektivne davčne stopnje in stroškov financiranja.

6.5.4 Uporabnost metode tržnih mnogokratnikov

Metoda tržnih mnogokratnikov je načeloma uporabna za vrednotenje podjetja, vendar obstaja veliko omejitev, ki jih je potrebno upoštevati pri uporabi te metode. Glavni problem je izbira in pridobitev ustreznih podatkov, ki omejujejo vrednotenje po tej metodi. To še posebej velja za porajajoče trge, kjer so cene delnic na trgu kapitala v manjši stopnji odvisne od pričakovanih donosov podjetij v prihodnosti. V primeru, da podjetje sploh ne kotira na organiziranem trgu, pa je primerjava še težavnejša.

6.6 Uporaba tržnih mnogokratnikov v slovenskih podjetjih

Uporaba tržnih mnogokratnikov v Sloveniji je v nekaterih panogah omejena, saj ni obstaja ustreznega referenčnega podjetja ali pa takšno podjetje ne kotira na borzi.

Konec leta 2000 je na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev kotiralo 266 vrednostnih papirjev (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2001). Če primerjamo s podatki iz Klirinško depotne družbe, kjer je bilo konec leta 2000 izdanih 1010 vrednostnih papirjev

(Klirinško depotna družba, 2001), lahko izračunamo, da na borzi kotira 26,3% vrednostnih papirjev, vendar je potrebno upoštevati obvezen vpis v register KDD. Ob primerjavi podatkov o deležu tržne kapitalizacije v bruto domačem proizvodu je skupni delež vseh vrednostnih papirjev 31% (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2001), kar je približno polovico evropskega povprečja.

Če v določeni panogi ne najdemo ustreznega podjetja v Sloveniji, nam ostane možnost, da se ozremo izven slovenskih meja. V tujini obstaja množica različnih podatkovnih baz, kjer so že zbrani in analizirani podatki o posameznih panogah, ki jih lahko hitro uporabimo za tržno primerjavo. Vendar je primerjava slovenskih podjetij s tujimi vprašljiva zaradi različnih vzrokov. Prvi razlog so razlike med slovenskimi računovodskimi standardi in nacionalnimi standardi tujega podjetja. Naslednji razlog je specifičen odnos slovenskega managementa do lastniškega kapitala zaradi lastninskega preoblikovanja podjetij (Mramor et al., 1999), kar nedvomno vpliva tudi na drugačne finančne rezultate slovenskih podjetij.

Zaradi prej omenjenih razlogov je tržni pristop za vrednotenje podjetij uporabljen v zelo redkih primerih. Po moji oceni je pričakovati povečanje razširjenosti tržnega pristopa, ko bo opravljena druga faza tranzicije (Pučko et al., 1997, str. 360 - 376), pod tem pojmom pa pojmem konsolidacijo lastništva. Nedvomno bo k temu pripomoglo tudi povečanje BDP na prebivalca v Sloveniji, vstop Slovenije v Evropsko unijo in posledično povečanje možnosti za dodatno investiranje prebivalstva v vrednostne papirje in različne investicijske sklade.

6.7 Primer uporabe transakcijskih mnogokratnikov v bančnem sektorju

6.7.1 Uporaba tržnih in transakcijskih mnogokratnikov v bančništvu

Primer osvetljuje uporabno tržnih mnogokratnikov primerljivih bank in implicitne pokazatelje iz izvedenih transakcij v bančnem sektorju. Še posebej je primerna uporaba transakcijskih mnogokratnikov, če so podatki utemeljeni z nedavnimi transakcijami.

Zaradi specifik bančnega sektorja sta po moji oceni najbolj primerna naslednja kazalnika:

- razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo ter
- razmerje med ceno in dobičkom (P/E).

Implicitno razmerje med transakcijsko ceno in knjižno vrednostjo je v prikazanem primeru narejeno na podlagi računovodskih izkazov na 31.12.2000 ter dogovorjene cene za nakup

banke v leta 2001. Uporaba tega kazalnika je verjetno bolj smiselna kot primerjava implicitnega razmerja med ceno in donosom, še posebej, če upoštevamo spremenljivost donosov v bankah. Vseeno pa je potrebno opozoriti, da so bile tržne cene znotraj bančnega sektorja v zadnjih letih nestanovitne.

Tako sta bila v letu 2001 v Sloveniji uspešno zaključena kar dva dogovora o prodaji bank novim lastnikom, ki so s nakupom pridobili večinski delež. Prvi primer je prevzem SKB banke s strani francoske banke Societe General, drugi primer pa je nakup Banke Koper s strani italijanske banke Sao Paolo IMI.

Čeprav obe banke sodita v skupino velikih slovenskih bank pa je njuno poslovanje v zadnjih dveh letih prav nasprotno. Tako je SKB banka z oblikovanjem dodatnih popravkov vrednosti in rezervacij za del slabega kreditnega portfelja v letu 1999 in 2000 zabeležila izgubo (Letno poročilo 2000 - SKB banka), po drugi strani pa Banka Koper posluje odlično, saj je ena najbolj donosnih bank v slovenskem bančnem sektorju, hkrati pa uspešno vodi razvoj informacijske tehnologije in ima kot edina banka lastni procesni center za procesiranje bančnih kartic (Letno poročilo za leto 2000 Banke Koper).

V letu 2001 se je začela privatizacija Nove Ljubljanske banke d.d. in Nove kreditne banke Maribor d.d., ki sta v večinski lasti države (Kenda, 2001, str. 15). Obe banki ne kotirata na borzi, tako da ni mogoče dobiti podatkov o tržni ceni delnic. S pomočjo transakcijskih mnogokratnikov SKB banke in Banke Koper lahko dobimo oceno območja, v katerem se bo gibala prodajna cena lastniškega dela države.

6.7.2 Izračun transakcijskih mnogokratnikov

SKB banka ima 7.800.000 izdanih delnic in knjigovodsko vrednost kapitala 27.134, 582 mio SIT na dan 31.12.2000 (Letno poročilo 2000 - SKB banka). Societe General je objavila javno ponudbo v višini 19 EUR za delnico (www.skb.si), kar je po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan 20.4.2001 4.079,99 SIT. Tako je tržna cena kapitala SKB banke

$$\text{Tržna cena SKB banke} = \text{Število izdanih delnic} \times \text{Tržna cena delnice}$$

$$\text{Tržna cena SKB banke} = 7.800.000 \times 4.079,97 \text{ SIT} = 31.964,322 \text{ mio SIT}$$

in razmerje med tržno in knjigovodsko ceno delnic:

$$\frac{\text{Tržna cena SKB banke}}{\text{Knjigovodska cena SKB banke}} = \frac{31.964,322 \text{ mio SIT}}{27.134,582 \text{ mio SIT}} = 1,18$$

Pri izračunu razmerja med ceno in dobičkom bi zaradi izgube dobili negativne vrednosti, ki pa v našem primeru niso uporabne.

Banka Koper ima konec leta 2000 531.359 delnic in knjigovodsko vrednost kapitala 21.673,438 mio SIT (Letno poročilo za leto 2000 Banke Koper). Pred kratkim je bil objavljen dogovor med tremi največjimi lastniki in potencialnim kupcem o ceni delnice po 101.971,72 SIT, kar bo tudi višina ponudbe za prevzem (www.banka-koper.si).

$$\text{Tržna cena Banke Koper} = 531.359 \times 101.971,72 \text{ SIT} = 54.183.591 \text{ mio SIT}$$

tako dobimo razmerje med tržno in knjigovodsko ceno delnic v višini

$$\frac{\text{Tržna cena Banke Koper}}{\text{Knjigovodska cena Banke Koper}} = \frac{54.673,438 \text{ mio SIT}}{21.673,438 \text{ mio SIT}} = 2,5$$

Pri izračunu razmerja med ceno delnice in dobičkom, ki je v letu 2000 znašal 3.152,708 mio SIT, dobimo naslednji rezultat:

$$\frac{\text{Tržna cena Banke Koper}}{\text{Dobiček pred davki Banke Koper}} = \frac{54.673,438 \text{ mio SIT}}{3.152,708 \text{ mio SIT}} = 17,19$$

6.7.3 Ocena območja tržne vrednosti

Moja ocena je, da se bo kazalnik med transakcijsko in knjigovodsko ceno gibal med SKB in Banko Koper, če bosta prodani do prve polovice leta 2002.

Tako bi bila prodajna cena celotnega kapitala NLB, če upoštevamo kapital 77.823,941 mio SIT konec leta 2000, v naslednjem območju:

$$\text{Zgornja ocena tržne cene NLB} = \text{Transakcijski mnogokratnik Banke Koper} \times \text{Kapital NLB}$$

$$\text{Zgornja ocena tržne cene NLB} = 2,5 \times 77.823,941 \text{ mio SIT} = 194,6 \text{ mrd SIT}$$

$$\text{Spodnja ocena tržne cene NLB} = \text{Transakcijski mnogokratnik SKB banke} \times \text{Kapital NLB}$$

$$\text{Spodnja ocena tržne cene NLB} = 1,19 \times 77.823,941 \text{ mio SIT} = 91,8 \text{ mrd SIT}$$

Na podlagi razmenja med ceno delnice in dobičkom, ki smo ga za Banko Koper izračunali 17,19 in dobičkom pred davki NLB, ki je v letu 2000 dosegel 9,974 mrd SIT (Letno poročilo 2000 - Nove Ljubljanske banka), dobimo naslednji mnogokratnik :

$$\text{Ocena tržne cene NLB} = \text{Transakcijski mnogokratnik Banke Koper} \times \text{Dobiček NLB}$$

$$\text{Ocena tržne cene NLB} = 17,19 \times 9,974 \text{ mrd SIT} = 171,4 \text{ mrd SIT}$$

Podoben izračun naredimo tudi za NKBM, ki je imela na dan 31.12.2000 34.520,397 mio SIT kapitala (Letno poročilo 2000 - Nove kreditna banka Maribor):

$$\text{Zgornja ocena tržne cene NKBM} = \text{Transakcijski mnogokratnik Banke Koper} \times \text{Kapital NKBM}$$

$$\text{Zgornja ocena tržne cene NKBM} = 1,19 \times 34.520,397 \text{ mio SIT} = 78,8 \text{ mrd SIT}$$

$$\text{Spodnja ocena tržne cene NKBM} = \text{Transakcijski mnogokratnik SKB banke} \times \text{Kapital NKBM}$$

$$\text{Spodnja ocena tržne cene NKBM} = 2,5 \times 34.520,397 \text{ mio SIT} = 37,2 \text{ mrd SIT}$$

Na podlagi razmerja med ceno delnice in dobičkom, ki smo ga za Banko Koper izračunali 17,19 in dobičkom pred davki NKBM, ki je v letu 2000 dosegel 5,261 mrd SIT (Letno poročilo 2000 - Nove Kreditna banka Maribor), dobimo naslednji mnogokratnik :

$$\text{Ocena tržne cene NKBM} = \text{Transakcijski mnogokratnik Banke Koper} \times \text{Dobiček NKBM}$$

$$\text{Ocena tržne cene NKBM} = 17,19 \times 5,261 \text{ mrd SIT} = 90,4 \text{ mrd SIT}$$

Zanimivo je, da je ocena tržne vrednosti NKBM s pomočjo transakcijskega mnogokratnika razmerja med ceno delnice in dobička večja, kot je zgornja meja ocene tržne vrednosti na podlagi transakcijskega mnogokratnika razmerja med tržno in knjigovodsko ceno delnice. Razlog je v izjemno dobrem poslovnem rezultatu, saj je donos na kapital v letu 2000

dosegel 19%, medtem ko je v Banki Koper donos na kapital dosegel 17%. Pri primerjavi donosa na aktivo je boljša Banka Koper, ki je dosegla 1,7%, NKBM pa ima donos na kapital v višini 1,5%.

Za primerjavo si oglejmo kazalce nekaterih srednjeevropskih bank, ki kotirajo na borzi. Potrebno je opozoriti na težave pri iskanju primerljive banke glede na dobičkonosnost, velikost, strukturo sredstev, kakovost kreditov in makroekonomske pogoje posameznih nacionalnih bančnih sektorjev. Ne glede na vse omejitve pa se tržni mnogokratnik vseeno uporabljajo kot način določanja tržne vrednosti.

Tabela 7.1: Primerjava tržnih mnogokratnikov nekaterih srednjeevropskih bank

Država	Banke, ki kotirajo na borzi	Ocena 2000 P/E Cena/Dobiček	Dejansko 1999 P/E Cena/Dobiček	Ocena 2000 Tržna/knjižna vrednost	Ocena 2000 ROE - donos na kapital
Češka	Komerčni Banka	66,9	n.p.	0,9	n.p.
Češka	Česka Sporitelna a.s	56,7	n.p.	1,6	n.p.
Madžarska	OTP Bank	10,9	14,1	3,6	28,6%
Poljska	BRE Bank	8,2	3,6	1,2	36,8%
Poljska	Wielkopolski Bank Kredytowy SA	8,0	8,4	1,6	20,5%
Poljska	Bank Przemyslowo-Handlowy SA	11,5	31,5	1,3	4,0%
Poljska	Kredyt Bank SA	6,7	8,1	1,0	14,2%
Poljska	BIG Bank Gdanski SA Group	7,5	5,0	1,3	24,0%
Poljska	Bank Ochrony Srodowiska SA	10,1	12,9	1,7	13,9%
Poljska	Bank Slaski SA (IAS)	8,4	8,5	1,1	13,7%
Poljska	Bank Handlowy w Warszawie SA	10,4	9,2	1,1	11,4%
Poljska	Powszechny Bank Kredytowy SA	6,7	7,1	1,1	17,9%
	Mediana	9,3	8,5	1,2	16,0%
	Povprečje	17,7	10,9	1,5	19,0%
	Maksimum	66,9	31,5	3,6	37,0%
	Minimum	6,7	3,6	0,9	4,0%

Opomba: n.p. - Ni primerljivo.

Vir: Interno gradivo NLB.

7 Alternativni modeli vrednotenja

7.1 Realna opcija

Realna opcija izhaja iz pojma finančna opcija, ki je že dolgo poznana in je v splošni uporabi predvsem pri izvedenih finančnih inštrumentih. Opcija je pravica, vendar ne obveza za izvedbo določene aktivnosti. Se pravi, da je opcija fakultativna ne pa obligatorna pravica.

Osnovna delitev opcij je na (Veselinovič, 1996, str. 44 - 47):

- Nakupno opcijo (**Call option**), kjer nam predmet dogovora daje pravico, vendar ne obveze za nakup predmeta dogovora po vnaprej določeni ceni pred ali ob dnevu zapadlosti.
- Prodajno opcijo (**Put option**), kjer nam predmet dogovora nam daje pravico, vendar ne obveze za prodajo predmeta dogovora po vnaprej določeni ceni pred ali ob dnevu zapadlosti.

Glede na čas zapadlosti poznamo dve vrsti opcij:

- ameriška opcija, ki jo lahko imetnik unovči katerikoli dan do dneva zapadlosti.
- evropska opcija, ki lahko zapade samo na dan zapadlosti.

Tako ima opsijska premija dve komponenti, notranjo vrednost in časovno vrednost.

Primerjava finančne in realne opcije:

<i>Finančna opcija</i>	<i>Oznaka</i>	<i>Realna opcija</i>
Cena delnice	S	Sedanja vrednost za sredstev projekta
Nakupna cena	X	Strošek, zahtevan za sredstva projekta
Čas do zapadlosti	T	Čas, do katerega bi lahko odločitev odlašali
Netvegana stopnja donosa	R_f	Časovna vrednost denarja
Varianca cene delnice	σ^2	Tveganost projekta

Realna opcija je situacija, v kateri so vključene negotovosti o dveh dejavnikih:

- prihodnosti in

- sposobnosti managementa za reagiranje na okoliščine, ko postane situacija bolj jasna.

Realna opcija zajema vrednost fleksibilnosti managementa na način, ki ga analiza neto sedanje vrednosti ne zajema. Realna opcija se veže na določen projekt ali celotno podjetje v primerih, ko obstaja visoka stopnja negotovosti, a hkrati tudi z velikimi priložnostmi. Podjetja z visoko stopnjo negotovosti so podjetja visoke tehnologije, kot so internet podjetja in določena druga IT podjetja.

Pri **fleksibilnosti managementa** in poslovanja se pojmuje zmožnost uspešne izbire med različnimi alternativami. Hkrati pa to pomeni tudi izbiro pravega trenutka za sprejetje odločitev, ko se razjasnijo določene negotovosti.

Pri realni opciji obstaja **analogija s finančno opcijo**, saj prilagodljivost pri finančni opciji pomeni preudarnost investiranja v prihodnosti. S finančnimi opcijami omejimo zgornjo donosnost in potencialno izgubo.

Realne opcije so opcije na realna sredstva, vendar je njihova likvidnost na sekundarnem trgu izredno majhna. Pri prodaji teh sredstev se srečujemo s podobnimi problemi kot pri likvidaciji podjetja.

Glede na različne scenarije poslovanja tehnološkega podjetja se pri vrednotenju uporablja realna opcija iz različnih razlogov.

Ob pričakovani **rasti podjetja** se uporablja nakupna opcija. V tem primeru je v prihodnosti pričakovano dodatno investiranje v raziskave in razvoj, ki lahko prinesejo dodatno rast. V večini primerov rast pride v stopnjah, ne pa enakomerno. Investiranje je lahko **večstopenjsko** zaradi različnih razlogov. Potreben je čas, da v določenih fazah vzpostavimo ali zgradimo določene poslovne enote, ki nam bodo omogočale poslovanje z dodatnim donosom.

So primeri, ko že imamo izpolnjene predpogoje za uvedbo oziroma **razširitev poslovanja**, vendar je potreben čas za ekspanzijo načrtovanega poslovanja. Obstajajo pa tudi primeri, ko je potrebno periodično investiranje za zagotavljanje nepretrganega razvoja.

V primeru **normalnega poslovanja** podjetja se za vrednotenje uporabi nakupna opcija. Upošteva se, da podjetje ne bo potrebovalo dodatnih investicij, hkrati pa bo imelo priložnosti, da bo ob spremembah okoliščin na trgu ustvarilo dodatne donose.

Realna opcija za **prilagodljivost poslovanja** je opcija za ustvarjanje dodatnih donosov zaradi prestavljanja med različnimi stanji poslovanja. Na prilagodljivost poslovanja lahko gledamo z različnih dimenzij (Damodaran, 2000, str. 60 - 62):

- prilagodljivost vhodnih produktov,

- prilagodljivost izhodnih produktov in prilagodljivost količine proizvodnje,
- prilagodljivost procesov in
- prilagodljivost globalne lokacije.

Ker je možno zmanjševanje ali povečevanje posameznih elementov se uporabljata nakupna ali prodajna opcija.

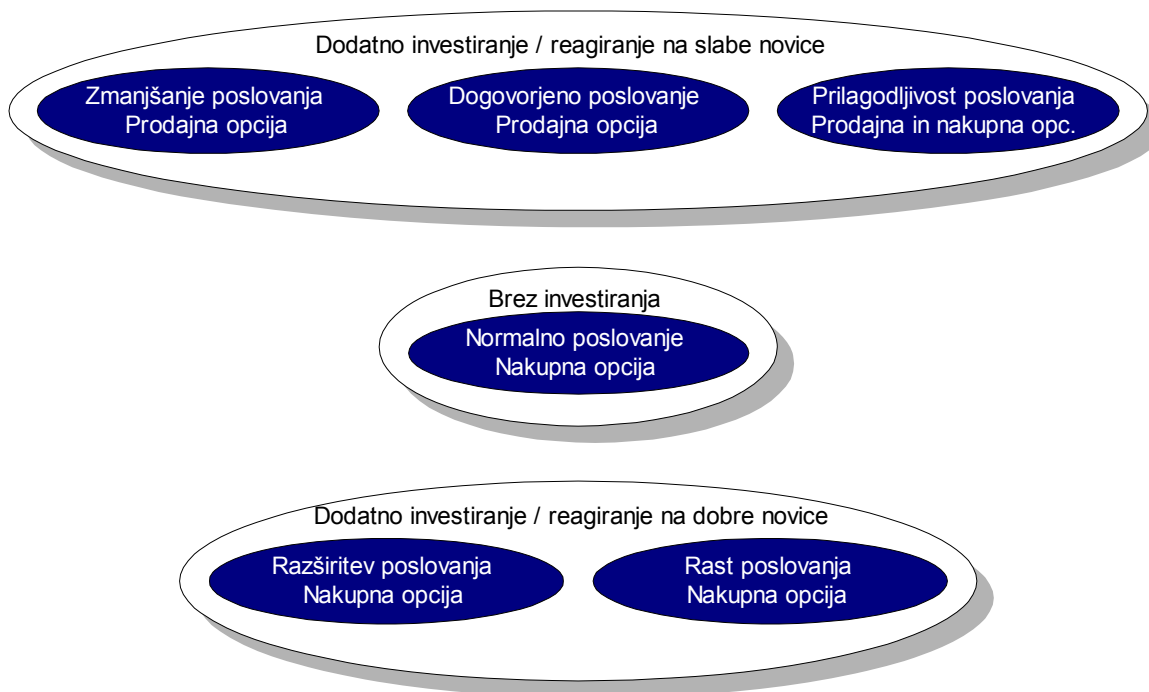
Ob **normalnem poslovanju** lahko podjetje izkoristi spremembe in izrabi določene spremembe za zagotovitev dodatnih nadpovprečnih donosov. V tem primeru se za vrednotenje tehnološkega podjetja uporabi nakupna opcija.

V primeru **pogodbenega dogovorjenega obsega** poslovanja lahko podjetje ob spremembi okoliščin, ki bi bile zelo ugodne za podjetje vseeno poveča poslovanje. Prodajna opcija se uporablja kot prihodek iz zagotovljenega pogodbenega odnosa.

Drug pogost primer uporabe prodajne opcije je začasno dezinvestiranje ali zaustavitev poslovanja. Tu se uporablja prodajna opcija, kjer **z zmanjšanjem poslovanja** dobimo prihodke, kar je podobno, kot če bi prodali delnico in uporabili finančno prodajna opcijo. Hkrati podjetje obdrži možnost za razširitev proizvodnje ali ponovno vzpostavitev poslovanja, če bi bila priložnost za vzpostavitev dodatnih donosov.

$$\text{RAZŠIRJENA NETO SEDANJA VREDNOST} = \text{NETO SEDANJA VREDNOST} + \text{VREDNOST MOŽNOSTI IZBIRE}$$

Slika 7.1: Spekter uporabe realnih opcij.



Vir: Gradivo, Ernst & Young, 2000.

Tabela 7.1: Primer vpliva posameznih elementov na nakupne in prodajne:

Faktor	Vpliv na	
	Vrednost nakupne opcije	Vrednost prodajne opcije
Povečanje vrednosti obravnavanega sredstva	Povečanje	Zmanjšanje
Povečanje zapadle vrednosti	Zmanjšanje	Povečanje
Povečanje variance obravnavanega sredstva	Povečanje	Povečanje
Povečanje časa zapadlosti	Povečanje	Povečanje
Povečanje obrestnih mer	Povečanje	Zmanjšanje
Povečanje izplačanih dividend	Zmanjšanje	Povečanje

Vir: Damodaran, 2000, str. 9.

7.2 Vrednotenje kapitala podjetja

V tradicionalnih modelih diskontiranih denarnih tokov je podjetje vrednoteno s pomočjo ocene denarnih tokov v nekem časovnem horizontu (pogosto celo v neskončnem), ki so diskontirani z diskontno stopnjo, ki odraža tveganost denarnih tokov. Vrednost podjetja dobimo, ko odštejemo vrednost dolga podjetja. Vrednotenje podjetja s pomočjo realne opcije pa je alternativa takšnemu modelu pri podjetjih z **visokim finančnim vzvodom** ali **negativnimi prihodki iz poslovanja**. Tipični predstavniki te skupine so tako imenovana internet ali tudi pika com podjetja, kot tudi druga tehnološka podjetja.

7.2.1 Splošno ogrodje

Kapital podjetja je preostanek premoženja, ki ga dobijo lastniki podjetja, ko so poplačane vse obveznosti do zaposlenih in upnikov dolžniškega kapitala. Če je podjetje likvidirano oziroma gre v stečaj, velja enak princip, da bodo lastniki podjetja dobili, kar ostane po izplačilu dolga in drugih finančnih obveznosti. Pri družbah z omejeno odgovornostjo so lastniki zavarovani z največjo možno izgubo, saj ne morejo izgubiti več kapitala, kot so ga vložili v podjetje.

Tako lahko z enačbo zapišemo izplačilo za lastnike kapitala ob likvidaciji podjetja (Damodaran, 2000, str. 57):

$$\begin{aligned} \text{Izplačilo kapitala ob likvidaciji} &= V - D && , \text{ če je } V > D \text{ in} \\ &= 0 && , \text{ če je } V < D \end{aligned}$$

kjer velja

V Vrednost podjetja ob likvidaciji.

D Dolg podjetja in ostale zunanje obveznosti.

Z uporabo nakupne opcije, kjer je zapadla vrednost K in trenutna vrednost sredstev S , lahko dobimo naslednja izplačila:

$$\begin{aligned} \text{Izplačilo ob zapadlosti} &= S - K && \text{če je } S > K \\ &= 0 && \text{če je } S < K \end{aligned}$$

Tako je lahko vrednost kapitala podjetja prikazana kot nakupna opcija na podjetje, kjer zapadlost opcije zahteva, da je podjetje likvidirano in da so obveznosti podjetja do upnikov dolžniškega kapitala poplačane.

Če bi bile vse obveznosti podjetja le ena sama izdaja obveznic z ničelnim kuponom in določeno ročnostjo, bi bila firma lahko likvidirana v času pred zapadlostjo obveznice, čas poslovanja podjetja kot opcija pa bi se ujemal s časom zapadlosti obveznice.

7.2.2 Problemi pri uporabi realnih opcij

Pri uporabi teorije realnih opcij se v praksi srečujemo s poenostavitvami določenih predpostavk. Glavne so naslednje:

- Obstajata samo dve vrsti obveznosti podjetja - dolg in kapital.
- Obstaja samo ena izdaja dolga, ki pa je lahko poplačan po izdani vrednosti.
- Dolg ima enake značilnosti kot obveznice brez kuponov.
- Vrednost podjetja in varianca vrednosti podjetja sta ocenjeni.

Vsaka od teh predpostavk je narejena z določenim razlogom. Pri omejitvi na dve vrsti obveznosti je problem bolj sledljiv. Z vključitvijo drugih dejavnikov, kot so prednostne obveznice, ne dobimo bistveno večje informacijske vrednosti. Predpostavka samo ene izdaje obveznic brez kuponov pomeni možnost poplačila vseh obveznosti po izdani vrednosti, tako da so lastnosti dolga čim bolj podobne lastnostim standardne finančne opcije. Če bi prikazali dolg podjetja kot obveznico s kuponi ali če bi bilo več različnih zadolžitvev, bi bil investitor prisiljen likvidirati podjetje pred zapadlostjo kupona, če ne želi izplačati svojih obveznosti. Ocena vrednosti podjetja in varianca te vrednosti omogoča obravnavo vrednotenja podjetja z uporabo realne opcije, vendar hkrati povečuje dvome o primernosti realnih opcij v kontekstu vrednotenja.

Če se z obveznico trguje na organiziranem trgu, se tržna vrednost dolga lahko odšteje od vrednosti podjetja in tako neposredno dobimo vrednost kapitala. Pristop z realno opcijo ima vsekakor svoje prednosti. To posebej velja, če se z dolgom podjetja **ne trguje** na organiziranem trgu, saj uporaba teorije realne opcije omogoča dobiti oceno vrednosti kapitala podjetja. V primeru, ko se z dolgom podjetja trguje javno in ko obveznice podjetja niso pravilno vrednotene, nam uporaba modela realne opcije omogoča koristno oceno vrednosti dolga in vrednosti podjetja. Na koncu naj omenim, da povezava vrednosti dolga in vrednosti podjetja z varianco podjetja omogoča nekatere vpoglede v redistribucijske efekte na podlagi aktivnosti podjetja.

7.2.3 Aplikacija vrednotenja

Glede na to, da praktično nobeno podjetje ne ustreza strogim predpostavkam, da je izdana samo ena brezkuponska obveznica, so potrebni nekateri kompromisi, ki jih je potrebno uporabiti v tem modelu vrednotenja.

Pri **oceni vrednosti podjetja** lahko uporabimo dva pristopa. S prvim pristopom, kjer sta tržna vrednost dolžniškega in lastniškega kapitala združena, predpostavimo, da se s celotnim izdanim lastniškim in dolžniškim kapitalom trguje, s čimer dosežemo vrednost podjetja. Nato pred uporabo modela realne opcije razdelimo vrednost podjetja na dolg in kapital. Ta pristop je preprost, vendar notranje nekonsistenten. Najprej začnemo z eno množico vrednosti za dolg in kapital, potem pa uporabimo model realne opcije in uporabimo čisto drugačne vrednosti za vrednotenje vsakega dela posebej.

Drug pristop je ocena tržne vrednosti sredstev podjetja s pomočjo diskontiranih denarnih tokov in uporabo tehtanega povprečnega stroška kapitala ali z uporabo tržnih cen za ta sredstva. Hkrati je potrebno upoštevati, da mora vrednost podjetja z uporabo diskontiranih denarnih tokov doseči likvidacijsko vrednost podjetja. To je lahko manj, kot je vrednost podjetja, ki vključuje pričakovane prihodnje investicije in je zmanjšana za stroške likvidacije premoženja.

Varianca v vrednosti podjetja se lahko pridobi direktno iz sprememb tržnih cen delnic ali obveznic podjetja, če te kotirajo na organiziranem trgu. Če definiramo σ_d^2 varianco tržne cene delnic podjetja in σ_o^2 varianco tržne cene obveznic podjetja, w_d delež lastniškega kapitala v virih sredstev in w_o delež dolžniškega kapitala v virih sredstev, potem lahko varianco podjetja zapišemo kot:

$$\sigma_{\text{podjetja}}^2 = w_d^2 \sigma_d^2 + w_o^2 \sigma_o^2 + 2 w_d w_o \rho_{d-o} \sigma_d \sigma_o$$

kjer je ρ_{d-o} korelacija med cenama delnic in obveznic istega podjetja.

Kadar se z obveznicami podjetja ne trguje, uporabimo varianco podobnih obveznic kot oceno za σ_o^2 in korelacijo med obveznicami in delnicami podobnega podjetja za oceno ρ_{d-o} .

Ko podjetje zaide v finančne težave, lahko oba pristopa dosegata čudne rezultate, ker ceni delnic in obveznic postaneta bolj volatilni. V tem primeru je boljša rešitev enostavna ocena variance podjetja s pomočjo podobnega podjetja ali panoge, v kateri deluje podjetje.

Večina podjetij ima seveda več različnih virov financiranja. Glede na to, da model realne opcije omogoča samo en **čas zapadlosti**, se različni viri financiranja združijo v enotno zadolženost, enakovredno, kot če bi imelo podjetje samo eno zadolženost z brezkuponsko obveznico. Eden izmed pristopov je, da za vsako zadolženost ocenimo trajanje. Pri izračunu **trajanja** upoštevamo tudi vsa vmesna plačila dolga in kuponov. Na koncu izračunamo tehtano povprečje trajanja za celotno zadolženost, ki jo uporabimo za čas trajanja opcije.

7.3 Primer uporabe realne opcije v podjetju Eurotunnel

Eurotunnel je podjetje, ki je bilo ustanovljeno za izgradnjo in ustvarjanje dobička iz tunela pod kanalom, ki povezuje Anglijo in Francijo. Ko je bil predor v začetku devetdesetih let predan v uporabo, do konca stoletja še ni doživel komercialnega uspeha in je delal znatno izgubo vsako leto po otvoritvi. Podjetje je doživelo več finančnih sanacij in dokapitalizacije, vladi Francije in Velika Britanije pa sta vseskozi vplivali na banke upnice, da so reprogramirale obstoječe dolgove. Ne glede na uporabljeno finančno merilo je podjetje v finančnih težavah.

Večina virov sredstev za financiranje predora je z s različnimi oblikami dolgoročnega kreditiranja, tako da je Eurotunnel imel konec leta 2000 preko 7 mrd GBP kreditnih obveznosti, katerih tehtano trajanje dolga je 10,93 let (Eurotunnel 2000 Annual Accounts, str. 43). Naslednja tabela prikazuje dolg podjetja z ocenami pričakovanega trajanja za vsako vrsto zadolženosti:

Tabela 7.2: Zadolženost podjetja Eurotunnel

<i>Vrst dolga</i>	<i>Vrednost (mio GBP)</i>
Do 1 leta	139
Od 1 do 5 let	851
Več kot 5 let	6.056
Skupaj	7.047

Vir: Eurotunnel 2000 Annual Accounts, 2001.

Zaradi izredno visoke zadolženosti in negativnih poslovnih rezultatov dobimo z uporabo modela na osnovi prostih denarnih tokov ob upoštevanju zadolženosti negativne vrednosti podjetja. Po drugi strani pa podjetje dosega 54% delež pri prometu preko Rokovskega kanala (Eurotunnel 2000 Summery Annual Report, str. 9). Podjetje Eurotunnel bi bilo primerno za prevzem s strani podjetja, ki opravlja trajektne prevoze preko Rokavskega kanala, saj bi s tem omogočalo dve substitutni storitvi in dober nadzor nad trgom ponujanja storitev prevoza preko Rokavskega kanala. Konkurenca Eurotunnelu so namreč obstoječe trajektne povezave, potencialna konkurenca bi lahko bil most, ki bi povezoval Veliko Britanijo z Evropo, vendar pa je njegova izgradnja malo verjetna, še posebej, če upoštevamo interes Francije in Velike Britanije pri izgradnji in upravljanju Eurotunnela.

Kot eno izmed orodij za oceno dolgoročne perspektivnosti Eurotunnela se nam ponuja uporaba realne opcije. Edino pomembno sredstvo podjetja je lastništvo nad predorom, saj so ostala sredstva zanemarljiva glede na vrednost tega sredstva. Tako je ocenjena vrednost podjetja na podlagi pričakovanih denarnih tokov od prihodkov iz prodaje storitev izkoriščanja predora. Narejene so bile naslednje predpostavke:

- Prihodki bodo rasli vsako leto po 5%.
- Delež poslovnih stroškov v prihodku je 64% v letu 1 in do leta 5 pade na 53%, nato pa bodo ostali na enakem nivoju.
- Stroški amortizacije bodo rasli nepretrgano po 5%.
- Stroški financiranja padajo za 1% na leto.
- Podjetje ne potrebuje nobenih dodatnih obratnih sredstev.
- Podjetje ne plačuje davkov, saj ima davčne olajšave iz naslova preteklih izgub v višini 2.506 mio GBP.
- Netvegana stopnja donosa je 6%, zahtevana stopnja donosa je 9%.
- Po letu 5 je ocenjena 3% neskončna rast podjetja.

Na podlagi teh predpostavk bomo izračunali sedanjo vrednost prostih denarnih tokov:

Leto	1	2	3	4	5
Prihodki	586	615	646	678	712
Poslovni stroški	259	254	249	244	239
Amortizacija	115	121	127	133	140
Dobiček pred obrestmi in davki DPOD	212	241	271	301	334
DPOD * Davčna stopnja	0	0	0	0	0
DPOD * (1 - Davčna stopnja)	212	241	271	301	334
Amortizacija	115	121	127	133	140
Stroški financiranja	308	305	302	299	296
Spremembe gibljevih sredstev	0	0	0	0	0
Prosti denarni tok	19	57	95	136	178
Zaključna vrednost podjetja					3.048
Neto sedanja vrednost	17	48	74	96	2.096
Neto sedanja vrednost podjetja					2.331

Z uporabo Gordonovega modela (Brigham, Gepsenki, str. 109) izračunamo preostalo vrednost podjetja ob konstantni rasti.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} = \frac{183}{9\% - 3\%} = 3048$$

Tako izračunamo neto sedanjo vrednost sredstev podjetja Eurotunnel v višini 2.331 mio GBP, kar je občutno pod 7 mrd, kot znaša zadolženost podjetja.

Standardno deviacijo oziroma varianco lahko pridobimo od katerega izmed ponudnikov borznih informacij, kot so Reuters, Bloomberg, Yahoo Finance ipd. Tako je standardna deviacija delnice Eurotunnela, ki kotira na londonski borzi pod oznako ETL.L, 5.45%. Podatek je pridobljen iz informacijskega sistema Bloomberg, na podlagi česar preprosto izračunamo varianco, ki je 23,3%.

Če naredimo pregled vrednosti vseh spremenljivk:

$$\sigma^2 = 23,3\%$$

Tveganost projekta.

Varianca cene delniških tečajev podjetja.

$$S = 2.331 \text{ mio GBP}$$

Trenutna vrednost obravnavanega sredstva.

Trenutna vrednost podjetja.

K 7.047 mio GBP
Zapadla vrednost opcije.
Celotna vrednost dolga podjetja.

t 10,9 let
Čas do zapadlosti opcije.
Tehtana zapadlost dolga.

r 6%
Netvegana stopnja donosnosti glede na trajanje opcije
Državne obveznice s podobnim trajanjem kot opcija.

Na podlagi formul izračunamo

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} = \frac{\ln\left(\frac{2331}{7047}\right) + \left(0,06 + \frac{0,233}{2}\right)10,93}{5,45\sqrt{10,93}} = -0,8337$$

in

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} = -0,8337_1 - 0,0545\sqrt{10,93} = -1,4392$$

pogledamo v tabele ali s pomočjo funkcije $N(x)=\text{NORMSDIST}(x)$ v preglednici izračunamo standardno normalno kumulativno porazdelitev.

$$d_1 = -0,8337 \quad N(d_1) = 0,2023$$

$$d_2 = -1,4392 \quad N(d_2) = 0,0751$$

Tako je vrednost nakupne opcije opredeljena kot:

$$\text{Vrednost nakupne opcije} = SN(d_1) - Ke^{-rt}N(d_2)$$

$$\text{Vrednost nakupne opcije} = 2.331 \cdot 0,2023 - e^{-0,06 \cdot 10,93} 0,0751 = 1.005 \text{ mio GBP}$$

V tem času je tržna vrednost Eurotunnela okoli 1.340 mio GBP ob tečaju 0,50 GBP za en lot Eurotunnela. Iz tega sklepamo, da je cena delnice nekoliko precenjena, seveda ob

upoštevanju predpostavk za izračun realne opcije. Vsaka bolj konzervativna ocena predpostavk pomeni znižanje vrednosti in obratno.

Model z realno opcijo omogoča uporabno oceno vrednosti Eurotunnela. Hkrati je zelo pomembno, da podjetje ohranja raven stroškov pod kontrolo in da povečuje maržo, najbolj kritična dejavnika pa sta zapadlost opcije in varianca vrednosti podjetja. Vsako povečanje (ali zmanjšanje) časa zapadlosti opcije bo imelo pozitiven (ali negativen) vpliv na vrednost podjetja (če bi si podjetje zagotovilo podaljšanje zapadlosti svojih obveznosti). Podobno vsi dogodki, ki povečajo volatilitnost pričakovane vrednosti podjetja, vplivajo na povečanje vrednosti opcije.

8 Napotki pri uporabi finančnih modelov

8.1 Vrednotenje kontrolne premije

Kontrolna premija izvira iz zmožnosti višje stopnje aktivnega upravljanja podjetja in postavljanje managementa, ki bo izpeljalo zadano strategijo podjetja. Kontrolni diskont izhaja iz možnosti lažje prodaje manjšinskega deleža na trgu v primeru, da se lastnik odloči za izstop iz podjetja. Ob objavi prevzema naraste cena delnic podjetij, ki kotirajo na organiziranem trgu, do 50%.

Vrednost kontrolne premije naj bi bila obratno sorazmerna s kvaliteto managementa in njegovo zmožnostjo za doseg donosnosti podjetja. To pomeni, da je vrednost kontrole veliko večja za slabo vodena podjetja, ki delajo pod optimalno kapaciteto, kot za dobro vodena podjetja.

Vrednost kontrole lahko opredelimo s formulo:

$$\text{VREDNOST KONTROLE} = \text{VREDNOST PODJETJA S PRESTRUKTURIRANJEM} \\ + \\ \text{VREDNOST PODJETJA BREZ} \\ \text{PRESTRUKTURIRANJA}$$

Vrednost kontrole je nepomembna za podjetja, ki poslujejo optimalno ali blizu optimalnega poslovanja. Vrednost podjetja brez prestrukturiranja pomeni ohranjanje položaja status quo.

8.1.1 Kontrolna premija

V prvem koraku je priporočljiv nakup manjšinskega deleža podjetja, ki kotira na organiziranem trgu. Pri tem sicer nimamo kontrole nad podjetjem, hkrati pa imamo možnost kadarkoli prodati svoj delež.

Velikost kontrolne premije je odvisna od sposobnosti izvesti ekonomske koristi, ki so vezane na (Pratt, 1989, str. 238):

- marketinške strategije prevzemnega podjetja,
- strukture finančnih sredstev,

- pravne okvirje poslovanja,
- integracijske priložnosti in
- konkurenčno okolje.

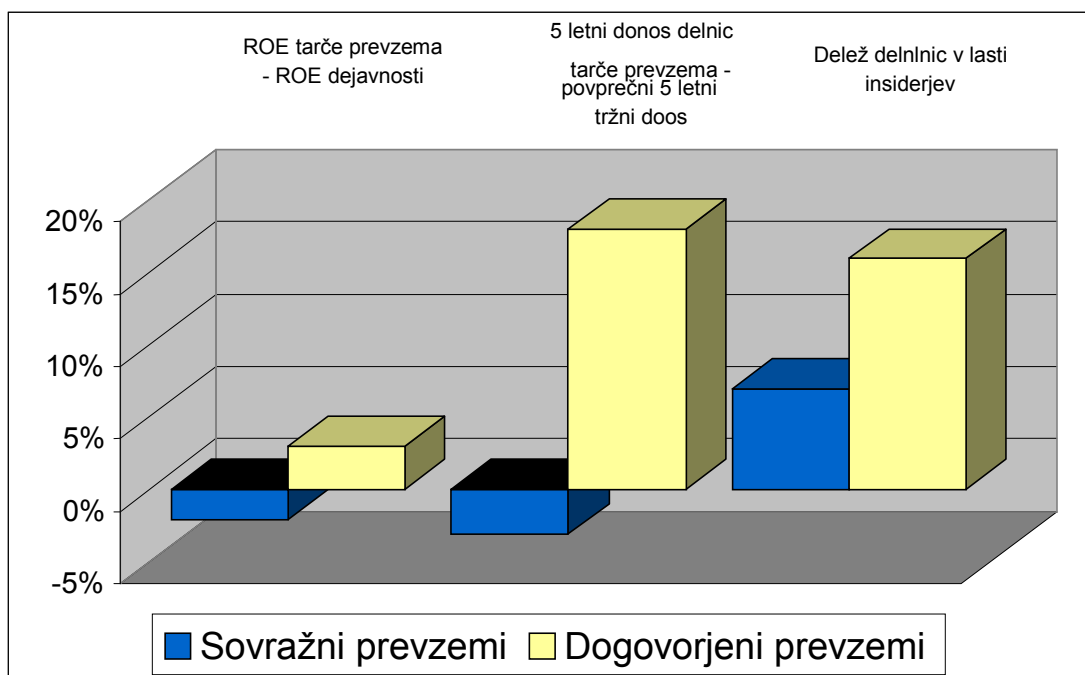
Zgodovinski podatki govorijo, da je strateški lastnik pripravljen plačati 50% od trenutnega dobička pred obrestmi in davki nad najvišjimi ponudbami kupcev, ki kupujejo iz finančnih razlogov.

8.1.2 Sovražni prevzemi

Veliko sovražnih prevzemov povzroča povečanje finančnih vzvodov, kar povzroča poslabšanje kreditne sposobnosti podjetja. Vendar pa se finančni vzvod zmanjšuje s prodajo nepotrebnih sredstev.

Po sovražnem prevzemu ni bistvenih sprememb v višini investicij, vendar pa so investicije usmerjene v osnovno dejavnost podjetja. Pri več kot 60% sovražnih prevzemov gre za bistveno dezinvestiranje (Damodaran, 2001c), kar pomeni, da se proda vsaj polovica podjetja. Velika večina teh dezinvesticij se nanaša na poslovne enote podjetja, ki niso povezane z dejavnostmi prevzemnega podjetja. V bistvu se dogaja **obratni proces začetne diverzifikacije** poslovanja podjetja. Hkrati se ob prevzemu zgodijo bistvene spremembe v managementu prevzetega podjetja, včasih pa je zamenjan tudi celotni management.

Slika 8.1: Primerjava sovražnih in dogovorjenih prevzemov, ZDA, 1995- 2000.



Vir: Damodaran, 2001c.

8.2 Vrednotenje sinergije

Bistvena značilnost obstoja sinergije je, da ima potencialna tarča prevzema posebne vire, ki pridobijo dodatno vrednost v kombinaciji z viri prevzemnega podjetja. Kateri so ti posebni viri, je odvisno od vrste prevzema.

Pri **horizontalnih prevzemih** gre predvsem za ekonomijo obsega, ki zmanjšuje stroške ali za povečanje tržne moči, ki omogoča povečanje marže in prodaje.

Pri **vertikalnih prevzemih** prihaja primarni vir sinergije iz večje kontrole in racionalizacije na proizvodne verige podjetja.

Pri **konglomeričnih prevzemih** lahko podjetje, ki je močno v neki dejavnosti, prevzame podjetje, ki je močno v drugi delno sorodni dejavnosti. V tem primeru bo potencialno sinergijo z obeh področij potrebno v prihodnosti šele odkriti.

Najpreprosteje sinergijo prikažemo s formulo (Ross, 1993, str. 833):

$$\text{Vrednost sinergije} = AB - (A + B)$$

kjer sta A in B vrednosti samostojnih neodvisnih podjetij, AB pa vrednost združenega podjetja.

8.2.1 Sinergijska premija

Za sinergijsko premijo obstajajo tudi izrazi konsolidacijska premija, ekonomija združitve, prevzemna premija ali sinergija. Najbolj je povezana s kombinacijo stroškovne osnove prevzemnega podjetja s tarčo prevzema ali z izboljšanimi konkurenčnimi vplivi.

Višina sinergijske premije je ponavadi okoli 30%. Na primer leta 1999 je bila v ZDA povprečno 43,3% (mediana 34,6%). Podatki so pridobljeni na vzorcu 723 podjetij in izračunani kot sprememba cene v petih dneh od začetne objave. Seveda pa ti podatki ne odražajo popolnega vpliva špekulacij ob prevzemih na trgu vrednostnih papirjev.

Obstaja močna obratna povezava med ceno delnic na trgu (kot kazalnik Cena delnice / Dobiček na delnico P/E ratio) in plačano sinergijsko premijo. Iz tega sklepam, da so podjetja z relativno nizkim donosom bolj podvržena potencialnim prevzemom s strani drugih podjetij. To pomeni, da je najboljša obramba pred prevzemom donosno poslovanje in zagotavljanje visokih donosov lastnikom.

8.2.2 Pristop k vrednotenju sinergije

Postopek vrednotenja sinergije lahko poteka v naslednjih korakih:

- Najprej podjetji (prevzemno in prevzeto) vrednotimo neodvisno, z uporabo ene izmed metod vrednotenja.
- Vrednost obeh podjetij, vendar brez sinergije, je preprosto sešteta vrednost vsakega samostojno neodvisnega podjetja.
- Učinek sinergije je vključen v pričakovano rast in pričakovane donose obeh podjetij v ponovnem vrednotenju s sinergijo.

Tako lahko sinergijsko vrednost določimo s formulo:

$$\text{VREDNOST SINERGIJE} = \text{VREDNOST PODJETIJ S SINERGIJSKIMI UČINKI} - \text{VSOTA VREDNOTENJ POSAMEZNIH NEODVISNIH PODJETIJ BREZ SINERGIJE}$$

8.2.3 Vrste sinergij

Poznamo več razlogov za sinergijo, ki jih lahko razdelimo v naslednje skupine:

- Sinergija iz poslovanja:
 - ekonomija obsega,
 - prenos tehničnega in organizacijskega znanja in
 - rekonstruiranje sredstev
- Finančna sinergija:
 - diverzifikacija oziroma zmanjšanje tveganja,
 - pomanjkanje virov financiranja in
 - povečanje kreditne sposobnosti
- Davčna sinergija.

V praksi prevzemno podjetje ustvari dodatno sinergijsko vrednost kot kombinacijo združenega poslovanja s prevzetim podjetjem. Tako se lahko ustvarijo:

Dodatni prihranki:

- zmanjšanje presežnih stroškov,
- prestrukturiranje ali odpuščanje odvečnih zaposlenih,
- izraba proizvodnih zmogljivosti in
- optimiziranje nabave in distribucije.

Hkrati ob prevzemu nastanejo tudi dodatni enkratni stroški zaradi:

- procesa racionalizacije poslovanja,
- zadržanja ključnih zaposlenih,
- vzpostavitve zaupanja ključnih komitentov in
- nadgradnje tehnologije.

8.2.4 Vrednotenje poslovne sinergije

Vprašanje je, v kateri obliki je pričakovana poslovna sinergija. Gre predvsem za dva elementa možnosti ustvarjanja poslovne sinergije:

- Zmanjševanje stroškov kot deleža od prodaje in povečevanje poslovne marže v primeru ekonomije obsega.
- Povečanje prihodnje rasti v primeru povečanja tržne moči.

Hkrati se pojavlja vprašanje, kdaj je upravičeno pričakovati začetek sinergijskega vpliva na povečanje denarnih tokov, oziroma koliko časa bo minilo od izvedbe prevzema. Odgovor je odvisen predvsem od načrtovanega integracijskega procesa.

Če je razlog za poslovno sinergijo v ekonomiji obsega, se pri ponovnem vrednotenju zaradi ugotavljanja učinkov sinergije prihodek iz poslovanja obeh podjetij poveča, v primeru ko ga primerjamo s prvim vrednotenjem. Razlog je v spremembi poslovne marže glede na prvo vrednotenje.

Če pa je razlog za poslovno sinergijo strategija rasti, se pri ponovnem vrednotenju spremeni vsaj eden izmed naštetih elementov:

- V novem vrednotenju je več projektov zaradi višje stopnje reinvestiranja.
- V novem vrednotenju so boljši oziroma bolj donosni projekti, kar povzroči višjo stopnjo donosa obeh podjetij.
- Poveča se obdobje rasti v vrednotenih podjetjih.

8.2.5 Vrednotenje finančne sinergije

Pri finančni sinergiji lahko opredelimo tri razloge za dosego dodane vrednosti::

- diverzifikacija oziroma zmanjšanje tveganja,
- pomanjkanje virov financiranja in
- povečanje kreditne sposobnosti.

Diverzifikacija ob prevzemu drugega podjetja je zaradi zmanjšanja tveganj. Prevzem, ki je izključno motiviran zaradi diverzifikacije, nima nobenega vpliva na dodatno vrednost

zaradi združitve. Vendar pa v podjetjih, kjer ne kotirajo njihovi lastniki, ki sami nimajo diverzificiranega svojega portfelja, lahko z združitvijo ustvarijo dodano vrednost iz diverzifikacije.

Pomanjkanje virov financiranja je vir za finančno sinergijo, ko podjetje, ki ima presežek denarnih sredstev, prevzame podjetje, ki ima potencialne donosne projekte, vendar primanjkljaj kapitala. Management včasih zavrne investicijske priložnosti, če je za to potrebna dokapitalizacija podjetja. Tako je smiselno prevzem s strani podjetja s presežkom denarja in brez investicijskih priložnosti. Dodana vrednost se ustvari s kombiniranjem obeh podjetij in z neto sedanjo vrednostjo projektov, ki drugače ne bi bili izvedeni zaradi primanjkljaja finančnih sredstev.

Povečanje kreditne sposobnosti s kombiniranjem obeh podjetij, v katerem ima vsako majhno kreditno sposobnost ali pa je celo kreditno nesposobno, se ustvari z združitvijo ustvari se tudi dodatna vrednost. Z združitvijo obeh podjetij lahko dosežemo manjšo variabilnost dobička, zaradi česar se poveča kreditna sposobnost v primerjavi z vsoto dve kreditnih sposobnosti.

8.2.6 Davčna sinergija

Davčna sinergija je del finančne sinergije, vendar jo zaradi pomembnosti in specifičnih lastnosti obravnavam posebej. Do nje pride v primeru, da ima podjetje možnosti davčnih olajšav, vendar jih ne more izkoristiti, drugo podjetje pa ima prihodke, iz katerih plačuje davke po visoki davčni stopnji. S kombiniranjem obeh podjetij lahko podjetji ustvarita davčne koristi, ki se delijo med obe podjetji. Vrednost davčne sinergije je sedanja vrednost davčnih prihrankov, ki so nastali zaradi prevzema.

Sredstva podjetja, ki bo prevzeto, so lahko knjižena po novi tržni vrednosti v nekaterih oblikah prevzemov, kar povzroča visoke davčne prihranke iz amortizacije v prihodnjih letih. Vendar obstaja predpogoj, da je podjetje kupljeno po ceni, ki je višja od knjigovodske vrednosti podjetja.

V nekaterih tujih pravnih ureditvah obstajajo določene omejitve, pod katerimi ni mogoče uveljavljati davčnih prihrankov iz naslova prevzemov in združevanj. V primeru ZDA so takšni pogoji (Levine, 1989, str. 305):

- neprekinjenost interesa delničarjev v novem podjetju,
- nadaljevanje bistvenega dela pretekle dejavnosti ciljnega podjetja ali
- uporaba bistvenega dela njegovega premoženja v poslovanju novega podjetja in
- poslovna utemeljenost prevzema.

Poleg tega v ZDA ni mogoče uveljavljati amortizacije dobrega imena, ki se lahko amortizira v največ 40 letih, za zmanjševanje davčne osnove (Scharf, 1991, str. 174).

8.3 Odvisnost pristopa k vrednotenju od razlogov za prevzem

Glede na neuspehe mnogih, tudi prevzemov konkurenčnega podjetja (npr. Rajan in Ellis, 2000, str. 36 -51), lahko sklepamo, da podjetja ne izberejo primerne tarče, ne glede na dejstvo, da poznajo svojo primarno panogo in tržišče, v katerem poslujejo.

VPRAŠANJE	ODGOVOR
Katero podjetje izbrati, če je razlog za prevzem	Potem izberimo prevzemno tarčo,
podcenjenost?	s katero se trguje pod ocenjeno vrednostjo.
diverzifikacija?	katere dejavnost je različna od prevzemnega podjetja.
poslovna sinergija?	ki ima elemente, ki ustvarjajo poslovno sinergijo na podlagi: <ul style="list-style-type: none"> • znižanja stroškov na podlagi racionalizacij poslovanja, • ekonomije obsega, če je dejavnost podjetij enaka, • višje rasti, za katero ima podjetje potencialne.
finančna sinergija?	<ul style="list-style-type: none"> • kjer davčni razlogi omogočajo koristi prevzemniku, • kjer kreditna sposobnost ne omogoča dodatnega zadolževanja ali odplačevanja visokih obresti, • kjer zaradi primanjkljaja sredstev ne more izvajati primernih in donosnih projektov.
kontrola?	ki je slabo vodeno podjetje in ima podcenjene delnice,
interes managementa?	Ki ima značilnosti, ki omogočajo zadovoljevanje managerskega ega in potrebo po moči.

Pri izbiri načina vrednotenja si lahko pomagamo z naslednjimi vprašanji.

VPRAŠANJE	ODGOVOR
Kako vrednotiti podjetje, če je razlog za prevzem	Potem prevzemno tarčo vrednotimo,
podcenjenost?	kot samostojno neodvisno podjetje brez dodatne premije.
diverzifikacija?	kot samostojno neodvisno podjetje brez dodatne premije.
poslovna sinergija?	kot vrednost podjetja + sinergija.
finančna sinergija: (davki)? (kreditna sposobnost)? (primanjkljaj denarja)?	<ul style="list-style-type: none"> • kot vrednost podjetja + NSV davčnih prednosti, • kot vrednost podjetja + povečanje vrednosti zaradi dolga, • kot vrednost podjetja + NSV projektov podjetja.
kontrola?	kot optimalno vodeno podjetje.
interes managementa?	kot samostojno neodvisno podjetje brez dodatne premije.

Tabela 8.1: Preimerjava vpliva stroškov kapitala in ocene denarnih tokov na izbiro metode

Določitev kapitalskih tokov glede na	
Preteklost (doseganje neto donosov alternativnih investicij)	Prihodnost (pričakovani /trenutni stroški kapitala)

Ocena bodočih denarnih tokov do lastnikov	Pretekli rezultati	Kapitalizacija prihodkov, ki temeljijo na preteklih rezultatih	Mnogokratniki, ki temeljijo na trenutnih rezultatih
	Pričakovani rezultati ali finančni tokovi	DCF, kapitalizacija vzdržnih prihodkov	Mnogokratniki, ki temeljijo na vzdržni rasti

8.4 Prednosti in slabosti posameznih modelov

Tabela 8.2: Primerjava metod vrednotenja

Metoda vrednotenja	Filozofija	Tveganja	Prednosti	Slabosti
Tržni mnogokratniki	Množenje bistvenih poslovnih vrednosti (npr. dobiček/prodaja) s tržnimi mnogokratniki	Tveganje je že vključeno v tržne mnogokratnike	Vrednost podjetja se teoretično odraža v tržni vrednosti	Omejena primerljivost in pomanjkljiva transparentnost lahko vodi do nepravilnih rezultatov.
Diskontirani denarni tokovi DCF	Vsota prihodnjih diskontiranih denarnih tokov	Tveganje je ocenjeno s primerjavo do drugih investicij in potem prilagojeno	Vrednost podjetja se odraža v prostih denarnih tokovih do lastnikov; Investicije se računajo dinamično	Načrtovanje prostih denarnih tokov je lahko predmet negotovosti. Nevarnost premajhne natančnosti
Vrednotenje na osnovi dobička - bodoči dobički	Kapitalizacija vzdržnih prihodnjih dobičkov	kot pri DCF	Upoštevanje pričakovanega razvoja industrije in trga	Bodoči dobički so vprašljivi. Ni upoštevanja potrebe po bodočem neto obratnem kapitalu.
Vrednotenje na osnovi dobička - pretekli dobički	Kapitalizacija preteklih dobičkov kot indikator bodočih pritokov	kot pri DCF	Uporaba dejanskih rezultatov pomaga razumeti sposobnost podjetja	Bodoči dobički lahko bistveno odstopajo od tistih v preteklosti.

Vrednotenje na osnovi sredstev	Vrednost podjetja se odraža kot vrednost posameznega sredstva	Ne upošteva tveganja investiranja	Uporablja spodnjo vrednost območja – Načelo previdnosti	Ne upošteva tveganja ali bodočih donosov iz poslovanja.
--------------------------------	---	-----------------------------------	---	---

Vir: Interno gradivo Ernst & Young, 2000.

8.4.1 Prednosti in slabosti vrednotenja na osnovi sredstev

Prednosti metode neto vrednosti sredstev so predvsem naslednje (Pratt, 1993, str. 239 - 272):

- Način je računovodsko usmerjen.
- Rezultati so prikazani v obliki bilance stanja.
- Primerjalna vrednotenja podjetij so lažje razumljiva.
- Izpostavlja specifične elemente vrednosti podjetja.
- Primerna je pri ustanovitvi novega podjetja, ob osamosvojitvi podjetja ali ob odprodaji sredstev oziroma nedonosnih delov podjetja ter prekinitvi dejavnosti.
- Primerna je za vrednotenje podjetij, ki se prodajajo pretežno na osnovi sredstev.
- Uporablja se pri analizi predpostavke poslujočega podjetja ali likvidacije.

Glavne slabosti metode neto vrednosti sredstev so naslednje:

- Potrebno je izdelati realno oceno nepremičnin, kar je lahko dolgotrajen in drag postopek.
- Dosledna izvedba metode zahteva več časa in stroškov kot pa druge metode vrednotenja.
- Potrebna je zelo natančna določitev nematerialnih naložb in njihove življenjske dobe.
- Potrebno je izdelati novo bilanco stanja ob upoštevanju vpliva popravkov knjižne vrednosti na izkaz uspeha in popravka davčnih obveznosti.

Kljub upoštevanju vseh prednosti je vrednotenje podjetja na osnovi neto vrednosti sredstev v mnogo primerih varljivo. Prevezemno podjetje vidi v tem predvsem možnosti ustvarjanja dodatnih donosov nad ocenjeno vrednostjo, razen če je likvidacijska vrednost sredstev večja od vrednosti podjetja, določene na osnovi pričakovanih donosov.

8.4.2 Priporočila vrednotenja

Pri vrednotenju prevzemov in združevanj je potrebno upoštevati določena pravila:

- Uporabi vse metode in interpretiraj rezultate.
- Ponavadi je samo ena metoda uporabna, povprečje je neprimerno.
- Ponavadi uporaba razlik v vrednotenju vodi do zadnjega priporočila (končna ocena).
- Ugotovi območje vrednosti.
- Pri vrednotenju na osnovi denarnih tokov je posebej pomembna ocena stroška kapitala in rast poslovanja ter poslovna marža.
- Pri vrednotenju sredstev je pomembna alokacija kapitala in rentabilnost investicijskih projektov.
- Pri oceni tržne vrednosti je pomembno oceniti vsa tveganja, različna pričakovanja in primanjkljaj informacij.
- Končna odločitev, kateri finančni kazalnik je (naj)pomembnejši za oceno vrednosti podjetja, je stvar subjektivne ocene!

Hkrati mora vrednotenje zadovoljiti vse tri znanstvene kriterije:

- ponovljivost,
- eksplicitnost in
- objektivnost.

8.4.3 Katere finančne podatke potrebujemo pri vrednotenju

Nedvomno je osnova izkaz uspeha in bilanca stanja, poleg tega pa je še vrsta drugih podatkov, kot so tržna vrednost delnic, primerljivost s konkurenco, neto prihodki iz prodaje po OE, projekcija prodaje po OE, EBIT po OE, projekcija EBIT po OE, neto sredstva po OE, projekcija neto sredstev po OE, kot tudi seznam ljudi v podjetju z opcijami, podatki o trgovanju na borzi, struktura lastništva, preliminarni finančni plan združevanja, preliminarna analiza donosa, dolgoročnih obveznosti ipd. (Engler, 1982, str. 243 - 310, 1982).

8.4.4 Vsebina poročila o vrednotenju

Po zaključku vrednotenja pripravimo poročilo o vrednotenju. Pri sestavi poročila o vrednotenju je pomembno, da vsebuje nekatere elemente, ki omogočajo večjo uporabnost različnim skupinam uporabnikov poročila o vrednotenju. Tako poročilo o vrednotenju vsebuje naslednje elemente:

- Povzetek za management.

- Uvod, situacijo in dogovor, osnove informacij in omejitve.
- Analizo opisa poslovnega okolja (trg, panoga, konkurenčni ponudniki storitev ali proizvodov, ključni faktorji uspeha).
- Opis podjetja (management, organizacija, strategija, ustvarjanje rezultata)-
- Finančno poročanje: predstavitev, analize in diskusije.
- Finančno planiranje: predpostavke in rezultati.
- Glavna metodologija vrednotenja in izvedba v konkretnem primeru.
- Upoštevanje vrednotenja, zaključki in predlagana vrednost.

9 Sklep

Vrednotenje podjetja z namenom prevzema je izredno kompleksno področje, ki presega elemente klasičnega vrednotenja. Pri uspešni izvedbi vrednotenja podjetja je pomembno poznavanje celotnega procesa združevanja podjetja. Menim, da vrednotenje podjetja opredeljujejo tri bistvene komponente: namen vrednotenja, nabor informacij in časovna determinanta.

Zaradi sinergijske premije in integracije podjetja je vrednost prevzetega podjetja odvisna od prevzemnega podjetja. Nabor informacij je pri prevzemih širši kot pri drugih načinih vrednotenja, zaradi skrbnega pregleda poslovanja, poznavanje panoge prevzemnega podjetja in dolgoročnega spremljanje potencialnih tarč. Hkrati pa mora prevzemno podjetje sprejeti svojo odločitev o nakupu pod visokim časovnim pritiskom.

Tako sem proces združevanja podjetij razdelil na tri faze:

- strateško analizo in konceptualno fazo,
- transakcijsko fazo in
- integracijsko fazo.

V strateški fazi se postavijo temelji za izvedbo procesa. Transakcijska faza se zaključi s podpisom pogodbe. Sledi integracijska faza, kjer podjetje izvaja integracijsko strategijo. V prevzemnem procesu je pomembna vloga zunanjih svetovalcev, saj pripomorejo k učinkovitejši in racionalnejši izvedbi prevzema.

Tudi največja podjetja, ki imajo ogromno kadrovskih virov, pri izpeljavi prevzemov in združevanj v določenih fazah tega procesa izkoristijo možnosti vključevanja storitev zunanjega svetovanja, predvsem zaradi večje nevtralnosti presoje, izredne kompleksnosti in pomembnosti prevzemnega procesa.

Slovenska podjetja se zaenkrat zelo omejeno poslužujejo storitev zunanjih svetovalcev, saj se večinoma zanašajo na lastne kadre. Tako bi lahko slovenska podjetja racionalneje izpeljala prevzeme s pomočjo zunanjih svetovalcev, ki s svojimi izkušnjami in vplivi močno vplivajo na čim cenejšo izvedbo prevzema.

Pri prevzemu je potrebno zagotoviti vire financiranja za izvedbo prevzema. Poleg nakupa z denarjem poznamo tudi nakup z zamenjavo delnic. **Primerno menjalno razmerje** je med koeficientoma k_0 in k_S . V primeru, da je menjalno razmerje prenizko, gre za prenos premoženja iz delničarjev prevzemnega podjetja k delničarjem prevzetega podjetja. V nasprotnem primeru, ko je menjalno razmerje previsoko, gre za prenos premoženja iz delničarjev prevzetega podjetja k delničarjem prevzemnega podjetja. Pri določitvi območja gibanja primernega menjalnega razmerja sem opredelil koeficient k_0 kot količnik vrednosti

samostojnega prevzemnega podjetja in vrednost samostojnega prevzetega podjetja ter koeficient k_s kot količnik vrednosti samostojnega prevzemnega podjetja in vrednost prevzetega podjetja s sinergijo.

Rezultati analize financiranja v slovenskih podjetjih kažejo, da v slovenskih podjetjih močno prevladuje financiranje iz lastnih virov, to je z zadržanim dobičkom, amortizacijo ali dolgoročnimi rezervacijami. V prihodnosti pričakujem povečanje vpliva lastnikov na podjetja, kar bo vplivalo na spremembe pri uporabi načinov financiranja podjetij. Menim, da se bo občutno zmanjšal obseg lastnih virov, ki pa bodo še vedno pomembni, vendar v kombinaciji z drugimi viri financiranja. Občutno se bo povečalo financiranje s pomočjo finančnih institucij, kjer mislim predvsem na bančni sektor.

Vrednotenje na osnovi sredstev je le dopolnilo metodam vrednotenja iz ostalih skupin in ne more služiti kot osnovna metoda za vrednotenje podjetja pri prevzemu. Obstajajo različni razlogi za razkorak med knjižno in tržno vrednostjo, zato je metoda knjižne vrednosti le izhodišče za uporabo ostalih metod. Poleg metode knjižne vrednosti štejem v skupino vrednotenja na osnovi sredstev še metodo tržne vrednosti sredstev, metodo likvidacijske vrednosti in metodo nadomestne vrednosti.

V primerjavi z drugimi modeli je model za vrednotenje na osnovi denarnih tokov bolj občutljiv, konceptualno najbolj dovršen in analitično poglobljen, hkrati pa nam da podroben vpogled v oceno pričakovanega poslovanja podjetja v prihodnosti. Značilnost te skupine modelov je, da temeljijo na številnih ocenah prihodnjega poslovanja. Na denarni tok vplivajo poleg dobička še negotovinske postavke izkaza uspeha, amortizacija, spremembe sredstev in spremembe dolgoročnih finančnih naložb in obveznosti. Na koncu obravnavanega obdobja naredimo še oceno preostale vrednosti, ki ima izredno močan vpliv na vrednost podjetja. Vrednotenje na osnovi denarnih tokov je občutljivo na ocene posameznih spremenljivk, ponavadi sta najpomembnejši oceni marže iz poslovanja in diskontna stopnja. Alternativa občutljivostne analize je analiza scenarijev, kjer naredimo nekaj scenarijev z različnimi predpostavkami, ki jih primerjamo med seboj.

Uporabo metode denarnih tokov v slovenskih podjetjih povzroča različne izzive. Slovenija jena pragu sprememb, kot so vstop v Evropsko unijo in vstop v Evropsko monetarno unijo, ki bodo povzročile stabilizacijo obstoječih razmer. Zaradi preteklih zakonitosti ni mogoče preprosto določati prihodnjih pričakovanih donosov in zahtevane stopnje donosa. Pri določitvi netvegane stopnje donosa je po mojem mnenju najbolj primerna slovenska medbančna obrestna mera, saj ima sorodno metodologijo kot LIBOR, med drugim bi bila potrebna javna objava medbančnih obrestnih mer različnih ročnosti.

Tržno primerjavo opravimo s pomočjo tržnih mnogokratnikov. Pri prevzemih so izredno primerni transakcijski mnogokratniki, ki jih izračunamo na podlagi izvedene transakcije prevzema. Tu se pojavi problem pridobiti ustrezna podjetja, ki bi bila primerna za primerjavo. V Sloveniji še težje pridemo do ustrezne tržne primerjave, saj je v posamezni panogi manjše število podjetij. Drugi razlog je v neprimernosti primerjave s tujimi podjetji, saj ima naš ekonomski sistem različne specifične lastnosti, ki pa se v luči približevanja Evropski uniji zmanjšujejo. Pri uporabi različnih kazalnikov je potrebno upoštevati pravilo, da ne smemo mešati finančne postavke stanja in finančne postavke izkaza uspeha oziroma obdobja.

V tradicionalnih modelih diskontiranih denarnih tokov je podjetje vrednoteno s pomočjo ocene denarnih tokov v nekem časovnem horizontu. Vrednotenje podjetja s pomočjo realne opcije pa je alternativa takšnemu modelu pri podjetjih z visokim finančnim vzvodom ali negativnimi prihodki iz poslovanja. Tipični predstavniki te skupine so tako imenovana internet podjetja ali tudi pika com (dot com), kot tudi druga tehnološka podjetja.

Pri analizi vseh skupin finančnih modelov za vrednotenje prevzemov sta prisotni kontrolna in sinergijska premija. **Kontrolna premija** izvira iz zmožnosti višje stopnje aktivnega upravljanja podjetja in možnosti postavitve managementa, ki bo izpeljal zadano strategijo podjetja. **Sinergijska premija** je povezana z možnostjo kombiniranja stroškovne osnove, izkoriščanja skupnih virov ali ekonomije obsega prevzemnega in prevzetega podjetja ter z izboljšanjem konkurenčnega položaja združenega podjetja. Identifikacija razloga za prevzem nam zagotavlja boljšo podporo pri procesu odločanja o izbiri tarče prevzema, hkrati pa nam omogoča osredotočenje pri vrednotenju prevzemne tarče.

10 Literatura

1. Belič Urban: Nakup podjetja v krizi in preobrat v poslovanju - na primeru konkretnega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 98 str.
2. Beason Robert: Mergers & Acquisitions: Their impact on IT. Overland Park: Utility Business, 2001, str. 53-54.
3. Bešter Janez: Teoretična analiza prevzemov podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 125 str.
4. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
5. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi motivi: empirična analiza na primeru Slovenije. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 283 str.
6. Bibler Richard S.: The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions. New York: John Wiley & Sons, 1989. 330 str.
7. Bole Velimir: Posredovanje informacije na organiziranem trgu; empirična analiza. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 327, 2001 maj, str. 23 - 64.
8. Brigham Eugene F.: Fundamentals of Financial Management. USA, Forth Worth: The Dryden Press, 1992. 904 str.
9. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management. Fifth Edition. USA, Forth Worth: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
10. Carleton T. Willard, et al.: An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers. The Journal of Finance, USA, New York, 38 (1983), 3, str. 813-826.
11. Chang Joseph: C&K and Witco Combination to Create \$3,2 Billion Entity. Chemical Market Reporter, New York, 23 (1999), 255, str. 1-19.
12. Copland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation Measuring and Managing the Value of Companies. Second edition. New York: John Wiley & Sons, 1995. 558 str.
13. Damodaran Aswath: Damodaran on Valuation: Security Analysis for investment and Corporate Finance. USA, New York: John Wiley & Sons, 1994. XXV, 464 str.

14. Damodaran Aswath: The Promise and Peril of Real Option. USA, New York: Stern School of Business, 2000. 75 str.
15. Damodaran Aswath: Investment Valuation. Second Edition. USA, New York: John Wiley & Sons, 2001. 736 str.
16. Damodaran Aswath: Dark Side of Valuation. USA, New York: John Wiley & Sons, 2001. 350 str.
17. Damodaran Aswath: Corporate Finance: Theory and Practice (Wiley Series in Finance). Second Edition. USA, New York: John Wiley & Sons, 2001. 928 str.
18. Desmond G. M., Marcello J. A.: Handbook of Small Business Valuation Formulas. USA, New York: John Wiley & Sons, 1989. 257 str.
19. Downes John, Goodman E. Jordan: Dictionary of Finance and Investment Terms. Hauppauge New York: Barron's Educational Series, 1991. 537 str.
20. Engler George N., Boquist John A.: Cases in Managerial Finance. USA, Plano: Business Publications, Inc., 1982. 319 str.
21. Feedman Andrew J., Cole Stephen R.: Less from More. CA Magazine, Toronto, 7(2000), 133, str. 41-42.
22. Foster Reed Stanley, Reed Lajoux Alexandra: The Art of M&A - A Merger Acquisition Buyout Guide. Second edition. Chicago: Irwin, 1995. 849 str.
23. Gregory Alan: Valuing Companies - Analysing Business Worth. New York: Woodhead - Faulkner, 1992. 255 str.
24. Grubor Mateja: Metodološki problemi in rešitve ocene lastniškega kapitala podjetij v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 140 str.
25. Hampton J. John: Financial Decision Making: Concepts, Problems, and Cases. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International, 1989. 550 str.
26. Harrington Diana R., Wilson Brent D.: Corporate Financial Analysis. Third edition. USA, Homewood: BPI Irwin, 1989. 316 str.
27. Jašovič Božo: Slovo od TOM. Finance, Ljubljana, 30.6.2001, str. 15.
28. Jensen C. Michael: Takeovers: Folklore and Science. Harvard Business Review, USA, Boston, 62 (1984), 6, str. 109-121.

29. Keown J. Arthur, Pinkerton M. John: Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *Journal of Finance*, USA: New York, 36 (1981), 4, str. 855-869.
30. Kocbek Marjan: Kapitalski prevzem delniških družb. *Podjetje in delo*, Ljubljana, XXI (1995), 5-6, str. 503 - 513.
31. Kocbek Marjan: Mednarodnopravna ureditev prevzemov podjetij. *Podjetje in delo*, Ljubljana, 4 (1995), str. 383 - 391.
32. Kokoravac Vojko: Prodaje in nakupi podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 115 str.
33. Lahovnik Matej: Strateški dejavniki priključitev podjetij v državah v tranziciji. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 220 str.
34. Levine N. Sumner: *The Acquisitions Manual*. USA, New York: New York Institute of Finance, 1989. 599 str.
35. Thompson Financials: *M&A in 2000: Fast Start ... Fading Finale*, Worldwide Completed Advisor Ranking. USA, New York: Thompson Securities Data, 2001. IV, 10 str.
36. Macur Sabina: Prevzemi podjetij - strateški vidik. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 25 (1996), str. 71 - 75.
37. Mitchell L. Mark, Netter M. Jeffrey: Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill? *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 24(1989), 1, str. 37-68.
38. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
39. Mramor Dušan, Groznik Peter, Valentinčič Aljoša: Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji, str 221-248. Objavljeno v Prašnikar et al.: *Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 351 str.
40. Nasdaq: *Nasdaq - Glossary of Terms*. Nasdaq Europe.
[URL: <http://www.nasdaqeurope.com/quotes/help/glossary.asp>] 5.6.2001.
41. Pass Christopher et al.: *Collins Dictionary of Business*. Glasgow: Harper Collins, 1995. 706 str.

42. Pinches E. George: Essentials of Financial Management. New York: Harper&Row, 1990. 783 str.
43. Premk P.: Prevzemi in ukrepi pred prevzemi. Podjetje in delo, Ljubljana, XXI (1995), 5-6, str. 647 - 652.
44. Rajan S. R., Ellis Martin: Ten energy mergers and how they stack up. Public Utilities Fortnightly, Arlington, 7(2000), 138, str. 36-51.
45. Reppaport Alfred.: Creating Shareholder Value. New York: Free Press, 1986. 428 str.
46. Rešič Valter: Neto vrednost sredstev. Prispevek za šolo vrednotenja, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1991. 43 str.
47. Ross Stephen A. et al.: Corporate Finance. USA, Homewood: Irwin, 1993. 912 str.
48. Sabine Martin: Corporate Finance: Going Public and Issuing New Equity and Takeover, Mergers and Disposals. London: Butterworths, 1987. 235 str.
49. Scharf Charles A., Shea Edward E., Beck George C.: Acquisitions, Mergers, Sales, Boyouts & Takeovers - A Handbook with Forms. Fourth Edition. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1991. 526 str.
50. Schranz S. Mary: Takeovers Improve Firm Performance: Evidence from the Banking Industry. Journal of Political Economics, USA, Chicago, 101(1993), 2, str. 299-326.
51. Pratt P. Shannon: Valuing a Business - The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. USA, Homewood: Business One Irwin, 1989. 737 str.
52. Pratt P. Shannon: Valuing Small Businesses and Professional Practices. USA, Homewood: Business One Irwin, 1993. 692 str.
53. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 394 str.
54. Pučko Danijel, Lahovnik Matej: Managers in the Transformation Process of Eastern Europe - A case of Slovenia. Journal for East European Management Studies, 2 (1997), 4, str. 360-376.
55. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1993. 209 str.
56. Sudarsanam P. Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. London: Prentice Hall, 1995. 303 str.

57. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.
58. Šimon Aleksander: Metode za analizo vrednostnih papirjev. Ljubljana: samozaložba, 1996. 125 str.
59. Travlos G. Nickolaos: Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *Journal of Finance*, USA, New York, 43 (1987), 17, str. 943-963.
60. Veselinovič Draško: Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 257 str.
61. Weston J. Fred, Copland E. Thomas: *Managerial Finance*. Chicago: The Drydan Press, 1986. 942 str.
62. Weston J. Fred, Chung Kwang S., Hoag Susan E.: *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. New York: Practice Hall, 1990. 762 str.

11 Viri

1. 2001 Regular Report on Slovenia's Progress Towards Accession. Brussels: Commission of the European Communities, 2001. 111 str.
2. Eurotunnel 2000 Rapport Annuel Abrege / Summery Annual Report. Folkestone: Eurotunnel PLC, 2001. 16 str.
3. Eurotunnel 2000 Comptes Annuels / Annual Accounts. Folkestone: Eurotunnel PLC, 2001. 92 str.
4. Interna gradiva Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana.
5. Kenda Albin: Privatisation of NLB and NKBM. Finance, Ljubljana, 30.6.2001. str. 15.
6. Kocuvan Primož: Pid ID Kmečka družba kotira pod likvidacijsko vrednostjo. Finance, Ljubljana, 20.2.2001. str. 9.
7. Letno poročilo 2000 - Nova kreditna banka Maribor. Maribor: Nova kreditna banka Maribor, 2001. 46 str.
8. Letno poročilo 2000 - Nova Ljubljanska banka. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka, 2001. 117 str.
9. Letno poročilo Ljubljanske borze 2000. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2001. 37 str.
10. Letno poročilo SKB banke 2000. Ljubljana: SKB Banka, 2001. 69 str.
11. Letno poročilo za leto 2000 - Banka Koper. Koper: Banka Koper, 2001. 55 str.
12. Mergers & Acquisitions Mastercourse, Acquisition Financing Considerations. Zurich: Morgan Stanley Dean Witter, 2000. 25 str.
13. Mergers & Acquisitions Mastercourse, Technical Approaches to Company Valuation. Zurich: Ernst&Young, 2000. 94 str.
14. Mergers & Acquisitions Mastercourse, Tactical Considerations for Implementing your Acquisition Strategy & Finding Suitable Target Companies. Zurich: Dresdner Kleinwort Benson, 2000. 30 str.

15. Mikolič Dean: Pomen vrednosti podjetja za delničarje. Ljubljana: P&S, 2000. 25 str.
16. Petavs Stane: Prezvemi: Koliko stanejo svetovalci prevzemov? Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 52, 14.12.2000. str. 26.
17. Ribnikar Ivan: Študijsko gradivo za predmet Politika poslovnih bank in bančništvo in bančni management. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999.
18. Vrednostni papirji v centralnem registru. Ljubljana: Centralna klirinško depotna družba. [URL: <http://www.kdd.si/slo/statistika/razno.html>] 15.6.2001.
19. Zakon o gospodarskih družbah s spremembami in dopolnitvami (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84,98 in 6/99).
20. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97).
21. Zakon o varstvu konkurence (Uradni list RS, št. 18/93).