

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

SAŠO IGNJATOVIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

OCENA PREVZEMA PODJETJA AVENTIS S
STRANI SANOFI-SYTHELABA

Ljubljana, februar 2005

SAŠO IGNJATOVIČ

IZJAVA

Študent SAŠO IGNJATOVIČ izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom docenta dr. TOMAŽ ČATERJA in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 07. 02. 2005

Podpis: _____

1. UVOD

1.1 Opredelitev problematike

Vsak posameznik želi imeti in znati več, kot trenutno ima in zna. Ta osnovna želja po vse večjih materialnih dobrinah in znanju nenazadnje omogoča napredek ne samo posameznika, ampak tudi vse civilizacije. Tudi v poslovnem svetu je podobno. Osnovni cilj vsakega delniškega podjetja je nenehno povečevanje tržne vrednosti lastniškega kapitala. Da podjetje v razvitem tržnem gospodarstvu pride na trg in se na njem tudi obdrži, se mora velikokrat kapitalsko povezovati. Včasih je to dejanje posledica notranjih pobud, včasih pa podjetje v to prisilijo okoliščine.

Podjetja pri svojem poslovanju večinoma zasledujejo strategijo rasti. Rast se odvija na različne načine. Odvisna je od panoge, notranje organizacije podjetja in od zunanjega okolja, v katerem podjetje posluje. Tako notranji kot zunanji dejavniki se neprestano spreminjajo, zato je razumljivo, da so v različnih okoliščinah primerne različne oblike rasti (Žnidaršič-Kranjc, 1991, str.16).

Večina podjetniške rasti se odvija z notranjo ekspanzijo, pri kateri podjetje postopno raste s povečevanjem obsega proizvodnje v obstoječih obratih. Drugi, bistveno hitrejši, način rasti pa je rast preko prevzemov in združitvev (Brigham, 1999, str. 797).

Prevzemi in združitve so se v anglosaksonskem poslovnem svetu pojavili že v začetku 19. stoletja. Skozi zgodovino je moč opaziti več obdobjev povečanja aktivnosti, ki običajno sovpadajo s pospešeno gospodarsko rastjo ali s pomembnimi tehnološkimi inovacijami (Bešter, 1996, str. 13).

Svetovni trend je jasen. Gospodarstva razvitih držav spodbujajo nastajanje novih podjetij, kot nosilcev novih idej, pa tudi njihovo povezovanje, ki pripomore k temu, da se nove ideje na tgu obdržijo in oplemenitijo. Podjetja se povezujejo, da bi lažje obvladala trg, da bi bila bolj konkurenčna, da bi poslovala z manjšimi stroški in imela večje dobičke. Osnovni cilj je uspešno poslovanje in povečanje vrednosti podjetja, zato podjetja, ki nimajo ustreznih zmogljivosti, ki imajo presežek managerskih kadrov, katerih trg raste prepočasi, ki imajo dobre, a neizkoriščene prodajne kanale, ki jim primanjkuje novih tehnologij itn., iščejo partnerje, ki to imajo (Boškovič, 2000, str. 18).

Združitve in prevzemi iz leta v leto podirajo vse rekorde in videti je, da vrednost povezav nima meje. Mednarodni val kapitalskih povezav sega že na vsa področja, tudi v farmacevtsko panogo. Prav za farmacevtsko panogo lahko rečemo, da združitve in prevzemi postajajo sestavni del njenega poslovnega sveta in ena glavnih značilnosti panoge v zadnjih letih.

V farmacevtski panogi postaja poslovno okolje vse bolj nepredvidljivo in dinamično. Rastoča dinamika okolja se kaže v vedno hitrejših gospodarskih, socialnih, političnih in tehnoloških spremembah. V večini svetovnih držav reforme zdravstvenega varstva prispevajo k bolj smotni porabi zdravil. Patentne pravice najbolj prodajanih zdravil se iztekajo, stroški raziskav in razvoja zdravil pa postajajo vse višji. To postavlja farmacevtska podjetja pred številne nove izzive in strateške odločitve.

Farmacevtska panoga se po tehnološki, inventivni in tržni naravnosti uvršča med vodilne gospodarske panoge in je ena najbolj propulzivnih tehnološko visoko razvitih in dobičkonosnih panog. S svojo močjo in vplivom na globalne, ekonomske in finančne tokove pomembno vpliva na razvitost gospodarstva v posameznih državah. Kljub temu, da visoka dobičkonosnost podjetij v panogi določa tudi stopnjo privlačnosti panoge in s tem stopnjo konkurenčnosti podjetij v njej, se konkurenčni položaji in tržni deleži podjetij v panogi neprestano spreminjajo.

Draga tehnologija in inovacije, skrajšani življenjski cikel zdravil, naraščajoča kapitalska intenzivnost proizvodnje in močna konkurenca vodijo podjetja, da se na zahteve prihodnosti odzivajo že danes ter pri izbiri osnovne strategije rasti identificirajo različne možne poti za njeno uresničitev. Na poti od tam, kjer se nahaja, do tam, kamor želi v prihodnje, lahko podjetje izbira med notranjo in zunanjo rastjo. Farmacevtska podjetja se v zadnjih letih odločajo za slednjo, predvsem v obliki prevzemov in združitvev.

Nekateri analitiki farmacevtske industrije so že pred desetletjem napovedali, da bo leta 2005 svetovno tržišče obvladovalo le 5 do 10 multinacionalk (Novkovič et al., 2003, str. 5). Realnost ni daleč od tega, koncentracija trga pa se bo v farmacevtski panogi nadaljevala tudi v prihodnje.

1.2. Namen

Namen magistrskega dela je izdelati oceno uspešnosti prevzema farmacevtske multinacionalke Aventis s strani podjetja Sanofi-Synthelabo in s tem razširiti svoje znanje o prevzemih in združitvah, hkrati pa pomagati managementu novo nastalega podjetja Sanofi-Aventis, kjer sem zaposlen, pri uveljavitvi na trgu in v farmacevtski panogi, za katero so združitve in prevzemi sestavni del poslovnega sveta in ena glavnih značilnosti v zadnjih letih. Obe multinacionalki sta se v zadnjih letih znašli pred izzivi spremenjenega tržnega okolja. Odgovor na zunanje

spremembe sta poiskali v integraciji in tako je v letu 2004 s prevzemom podjetja Aventis nastalo novo multinacionalno podjetje Sanofi-Aventis, ki trenutno zavzema tretje mesto v svetu farmacije in prvo mesto v Evropi.

1.3. Cilji

Cilji magistrskega dela so pregledati strokovno literaturo, podrobneje predstaviti in opredeliti pojme prevzema ter jih povezati z enakovrednimi pojmi anglosaškega govornega področja. Prav tako želim prikazati možnosti, ki jih ima podjetje v času, ko se odloči za obliko strategije rasti, saj je prevzem drugega podjetja le ena od možnosti predstaviti možno strategijo prevzemanja in pri tem opozoriti na pomen načrtovanja, predstaviti nekatere ključne značilnosti zakonodaje, ki ureja prevzeme v EU, analizirati okoliščine in motive prevzema, kar mi bo omogočilo podati ustrezno oceno uspešnosti prevzema podjetja Aventis na praktičnem primeru. Celovita ocena bo temeljila na oceni doseženih ciljev, ki so bili zastavljeni pred prevzemom, na podlagi subjektivnih ocen vodstva podjetja in na podlagi kazalnikov poslovanja.

1.4. Temeljna hipoteza

Temeljna hipoteza magistrskega dela se glasi: Prevzem podjetja Aventis s strani podjetja Sanofi-Synthelabo je bil uspešen, saj sta podjetji na ta način povečali svojo konkurenčno sposobnost in se uspešno prilagodili novim tržnim razmeram, ki vladajo v farmacevtski panogi. Novo podjetje Sanofi-Aventis je sedaj ena največjih multinacionalk, ki bo v prihodnje igralo pomembno vlogo v farmacevtski panogi.

1.5. Uporabljene znanstvene metode in zasnova magistrskega dela

Magistrsko delo je zastavljeno tako, da vključuje strokovno poglobitev. Metodološki prijemi, ki jih uporabljam, temeljijo na preučitvi teoretičnih predpostavk, ki izhajajo iz tuje in domače strokovne literature, za analizo konkretnega primera pa uporabljam razprave v tiskanih in elektronskih medijih ter vire na spletnih straneh.

Magistrsko delo je razdeljeno na sedem poglavij. Uvodu sledi drugo poglavje, ki zajema opredelitev pojmov, predstavitev posameznih vrst prevzemov oziroma združitvev ter opis motivov, ki pripeljejo do prevzemov oziroma združitvev. Metodi, ki sta tu uporabljeni, sta zlasti deskripcija in komparacija. V tretjem poglavju so predstavljene značilnosti poslovnega okolja v

farmacevtski panogi. V poglavju so predstavljene značilnosti same dejavnosti v farmacevtski panogi, delitev farmacevtske panoge, patenti, koncentracija v panogi in perspektive originatorjev. Tudi v tretjem poglavju uporabljam predvsem metodi deskripcije in komparacije. Četrto poglavje zajema podrobnejšo predstavitev multinacionalk Aventis in Sanofi-Synthelabo, opis njenega poslovanja pred prevzemom ter finančno oceno obeh podjetij. Pri tem sem poleg že omenjenih metod dela uporabil tudi metodo analize. Peto poglavje je osrednji in najobsežnejši del magistrskega dela, ki je namenjen strateški oceni prevzema. V začetnih podpoglavjih je podana pravna regulativa in uskladitev le-te v EU, v nadaljevanju pa sledi podroben opis in analiza poteka prevzema. Metodološko torej to poglavje temelji predvsem na metodi analize. Temeljna dodana vrednost magistrskega dela se skriva v šestem poglavju, v katerem podajam oceno prevzema z več različnih vidikov. Poglavje, še posebej v kombinaciji s sklepom, temelji v glavnem na deduktivnem sklepanju in metodi sinteze.

2. PREVZEMANJE IN ZDRUŽEVANJE PODJETIJ

2.1. Opredelitev osnovnih pojmov

Pri terminološki opredelitvi pojmov “združitve” in “prevzem” se v literaturi tujih in domačih avtorjev srečamo s številnimi podobnimi, vendar tudi povsem nasprotnimi si razlagami. Razlike se pojavljajo tako v definicijah pojmov kot tudi pri določanju razmerij med pojmi.

V angleščini se na področju združevanja in prevzemov najpogosteje uporabljajo angleški termini “Merger”, “Takeover”, “Acquisitions” ter “Consolidation”; poleg teh pa še številne kombinacije in izpeljanke teh pojmov. Bešter (1995, str. 10) ugotavlja, da je veliko nedoslednosti že v angleški literaturi, prevajanje v slovenski jezik pa prinaša še dodatne težave pri opredeljevanju pojmov.

Lahovnik (2003, str. 14) pri združevanju podjetij loči združitve “Merger”, priključitev “acquisition” in prevzem “Takeover”. Pri združitvi gre za sporazum dveh ali več podjetij, da se združijo in ustanovijo novo podjetje (prejšnji dve prenehata obstajati).

Gaughan (1999, str. 295) pojem “Merger” definira kot poslovno povezovanje dveh podjetij, pri katerem preživi le eno, drugo pa preneha obstajati. Poslovno povezovanje, kjer se dve ali več podjetij združijo v povsem novo podjetje, pa označi s pojmom “Consolidation”.

Izraz "Takeover" je najbolj splošen in nenatančen. Praviloma pomeni prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo. Preostala dva termina (mergers in acquisitions) sta z nekaterimi dodatnimi oblikami prenosa nadzora nad podjetji le dve od oblik "Takeovers" (Ross v Bešter, 1995, str. 11).

Težave pri opredeljevanju pojmov zaradi prevajanja predvsem iz angleškega jezika dopolnjuje še različna uporaba številnih slovenskih izrazov, kot so na primer: združitve, spojitve, priključitve, prevzemi, sovražni prevzemi itd., za skoraj identične pojave in na drugi strani uporaba istih izrazov za različne pojave.

2.1.1. Združitve

Različno uporabo pojmov združitev in spojitev lahko ponazorimo z naslednjimi definicijami. Kovač (2000, str. 72) združevanje "Merger" definira kot obojestransko želeno povezovanje. Bešter (1995, str. 14) uporablja Westonovo definicijo, kjer o združitvi govorimo, ko iz dveh ali več podjetij na kakršenkoli način nastane eno. Pri združitvah gre za proces, ko dve podjetji bolj ali manj enakopravno ustanovita tretje, v okviru katerega potem skupno delujeta in nanj preneseta vse svoje premoženje (Zupančič, 2001, str. 4); pri tem je seveda treba omeniti tudi prevzem vseh obveznosti ukinjenih podjetij.

Spojitev je najzahtevnejša oblika povezovanja podjetij. Zanj je značilno, da iz dveh podjetij, kot samostojnih pravnih oseb, nastane novo, tretje podjetje, pri tem pa prvotni podjetji prenehata obstajati (Tajnikar, 2000, str. 25). Znotraj kategorije združitev ločimo pripojitve in spojitve. O pripojitvi govorimo, ko od vseh podjetij, ki se združujejo, preživi eno samo; ostala podjetja nanj prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti ter prenehajo obstajati. O spojitvah "Consolidations" pa govorimo, ko se dve ali več podjetij združi v novo podjetje, ki nase prevzame vse premoženje in obveznosti podjetij, ki prenehajo obstajati (Hampton v Bešter, 1995, str. 14).

2.1.2. Prevzemi

Podobne razlike kot pri uporabi pojmov združitev in spojitev najdemo tudi pri definicijah in uporabi pojmov prevzem, sovražni prevzem, pripojitev, priključitev itd.

S priključitvijo (acquisition) podjetja razumemo nakup podjetja in njegovo vključitev v drugo podjetje, pogosto v obliki poslovne enote ali podružnice priključevalca (Lahovnik, 1998, str. 15).

Pri tem je treba z vidika pravne samostojnosti ciljnega podjetja ločevati med:

- nakupom večinskega deleža v ciljnem podjetju, kjer podjetje jamči za obveznosti ciljnega podjetja le do višine svojega večinskega deleža, ciljno podjetje pa še naprej obstaja kot samostojna pravna oseba, in
- vključitvijo ciljnega podjetja v prevzemno podjetje, s tem da ciljno podjetje preneha obstajati kot samostojna pravna oseba in prevzemno podjetje v celoti z vsem svojim premoženjem jamči za obveznosti ciljnega podjetja.

V literaturi pojem prevzem "Takeover" pogosto uporabljajo kot sinonim za priključitev podjetja, pri čemer je prevzem bolj pravni pojem. Večina ekonomistov, ki raziskujejo fenomen združevanja in priključevanja podjetij, pa uporablja pojem "Merger", v katerem so zajeti vsi trije pojmi. Priključitev običajno poteka med podjetjema različnih velikosti in je lahko prijazna ali sovražna (Lahovnik, 1998, str. 15). Pri pripojitvi gre za obliko povezovanja podjetij, pri kateri eno podjetje preneha obstajati ali pa deluje naprej kot podrejeno hčerinsko podjetje prevzemnega podjetja (Tajnikar, 2000, str. 25).

Bešter (1995, str. 13) podobno kot Čerin prevzem opredeli širše kot splošen pojem, ki vključuje vse različne oblike pridobitve nadzora nad določenim podjetjem. Znotraj prevzema uporablja izraze združitev, prevzem z odkupom delnic premoženja (tudi ponudba za prevzem) in prevzem z odkupom premoženja ciljnega podjetja. Prevzem je proces prenosa lastništva sredstev ali delnic z enega podjetja na drugo, pri katerem eno podjetje preneha obstajati (Zupančič, 2001, str. 4).

S prevzemi običajno označujemo pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki prevzemnemu podjetju zagotavlja kontrolni delež za odločilno vplivanje na poslovanje podjetja, ki je bilo prevzeto (Tajnikar, 2000, str. 25).

Tako pridemo do pogosto omenjanih sovražnih prevzemov. O t.i. sovražnih priključitvah oziroma prevzemih (hostile takeovers), ki pripeljejo do boja med podjetji, pri čemer se je v praksi razvila vrsta ofenzivnih (na strani ponudnikov) in obrambnih (na strani ciljnih podjetij) taktik, govorimo, če se management ciljnega podjetja ne strinja s priključitvijo (Lahovnik, 1998, str. 15).

Enako potrjuje to trditev Čerinova (2000, str. 67) definicija, ki ugotavlja in pojasnjuje, da je prevzem lahko sovražen le do zaposlenih ciljnega podjetja (vključno z upravo), ne pa do delničarjev, ki imajo svobodno izbiro.

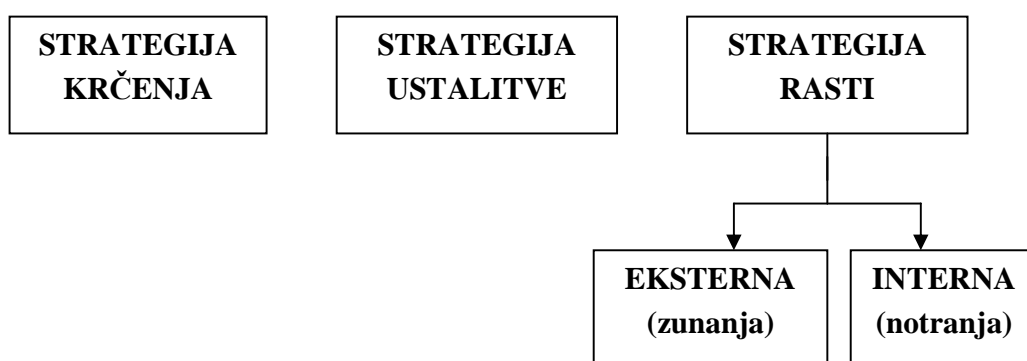
S tem se strinja tudi Tajnikar (2000, str. 36), ki zaključi s temeljno značilnostjo vseh prevzemov – gre za kupoprodajni odnos, v katerem prevzemno podjetje oziroma lastniki prevzemnega podjetja z nakupom delnic dotodanjih lastnikov prevzetega podjetja pridobijo kontrolni delež v prevzetem podjetju.

Razpravo o terminologiji lahko zaključimo z ugotovitvijo, do katere so prišli številni avtorji (Kovač, 2000; Bešter, 1995): razlike pri uporabi vseh zgoraj omenjenih pojmov in definicij so posledica že omenjene nedoslednosti rabe v angleškem jeziku ter nedoslednosti pri prevajanju in rabi v slovenskem jeziku. Nedoslednosti so tudi posledica mešanja ekonomskih in pravnih pojmov in kriterijev.

2.2. Možne oblike rasti podjetja

Ena temeljnih odločitev podjetja je opredelitev osnovne (celovite) strategije podjetja glede smeri rasti oziroma razvoja. Podjetje na tem področju izbira med strategijo rasti, strategijo ustalitve (normalizacije, konsolidacije) ali strategijo krčenja (dezinvestiranja). Slika 1 prikazuje možne oblike razvoja podjetja.

Slika 1: Tri alternative celovite strategije



Viri: Macur, 1996, str. 71.

Strategija krčenja pomeni zmanjševanje obsega poslovne dejavnosti in se odraža kot opuščanje tistih dejavnosti, ki so za podjetje nedonosne (podjetje lahko določene dele proda, jih prenese na druga podjetja, da drugim podjetjem v najem in podobno). V njenem okviru sta značilni strategiji revitalizacije in strategija preobrata, ki ju podjetje zasleduje glede na določeno stanje, v katerem se nahaja (predvsem glede na globino oziroma resnost krize oziroma glede na zastavljene dolgoročne cilje poslovanja). Strategija preobrata lahko pomeni umik podjetja na tista poslovna področja, kjer ima podjetje osrednje sposobnosti (Pučko, 2003, str. 187).

Strategija ustalitve je običajno posledica stagnacije gospodarske rasti. Ločimo dve obliki strategije ustalitve, in sicer: strategijo ohranitve in strategijo konsolidacije. O prvi govorimo v primeru, ko podjetje dosega zastavljene plane in želi zgolj ohraniti obstoječe stanje. O drugi

govorimo v primeru, ko v podjetju nastajajo planske vrzeli in jih želi podjetje s povečevanjem učinkovitosti poslovanja odpraviti (Pučko, 2003, str. 184).

Ena izmed treh možnih strategij je tudi *strategija rasti* oziroma razvoja. Tako rast podjetja kot širjenje oziroma povečevanje obsega lahko izražamo v obliki rasti prodaje, izvoza, proizvodnje (merjene bodisi v fizičnih ali pa v denarnih merskih enotah), kot tudi rasti prihodkov, dobička in kapitala. Za razliko od enostavne rasti je razvoj povezan predvsem s kakovostnimi spremembami, katerih rezultat je višja oziroma popolnejša oblika pojava, ki ga obravnavamo (Pučko, 2003, str. 185).

Podjetje v času svojega obstoja raste na različne načine. Spodbude za rast lahko prihajajo iz dveh glavnih virov: zunanjih in notranjih. Spremembe v povpraševanju, tehnološke inovacije in spremembe v pogojih na trgu ponujajo možnosti podjetju, da izboljša svoj konkurenčni položaj. Rezultat tekmovanja med podjetji so proizvodi boljše kakovosti in prilagojenosti potrebam kupcev, proizvodni proces pa je hitrejši in cenejši. Notranje dejavnike rasti pa je treba videti v prvi vrsti v neizkoriščenih resursih, s katerimi podjetje razpolaga (Pučko, 2003, str. 186).

Hunger in Wheelen (1996, str. 174) predlagata model osnovnih strategij glede na vrednost dveh spremenljivk: privlačnost panoge (le-ta je lahko visoka, srednja ali nizka) in konkurenčni položaj podjetja (močan, povprečen ali slab). Na osnovi vrednosti teh dveh spremenljivk se obravnavana podjetja uvrstijo v eno izmed devetih kombinacij, za katere avtorja predlagata primerne strategije. Strategija krčenja je primerna vselej, ko ima podjetje slab konkurenčni položaj glede na privlačnost panoge, v kateri posluje, pa v njenem okviru lahko "izbira" med preobratom, dezinvestiranjem ali stečajem/likvidacijo. Strategijo stabilnosti predlagata predvsem v primeru, ko podjetje posluje v srednje privlačni panogi, njegov položaj na trgu pa je močan.

Podjetja se srečujejo z notranjimi in zunanjimi dejavniki rasti. Med *zunanje dejavnike* štejemo splošne pogoje gospodarjenja (podjetje je le majhen del družbenega procesa reprodukcije, zato je dinamika razvoja posameznega gospodarskega subjekta odvisna od tistih faktorjev, od katerih je odvisna dinamika gospodarskih dogajanj v celotni družbi), značilnosti panoge (obstajajo panoge, ki imajo večje možnosti za razvoj, in panoge, pri katerih so te možnosti manjše), v kateri je podjetje, obstoječe tržne priložnosti in morebitne zunanje ekonomije (Wheelen, 1996, str. 174).

Najpomembnejši *notranji dejavniki* rasti pa so: širina poslovnega programa (najhitreje rastejo tiste organizacije, ki imajo diverzificiran poslovni program – ta mora temeljiti na osrednji konkurenčni prednosti), razpoložljivost in razmestitev posameznih proizvodnih dejavnikov v podjetju, organizacija podjetja kot celote ter kakovost managementa. Glede na dejavnike, ki spodbujajo rast podjetja, lahko ločimo dve obliki rasti: notranjo in zunanjo (Wheelen, 1996, str. 175). Obe obliki nekoliko podrobneje predstavljam v nadaljevanju.

2.2.1. Interna rast podjetja

Interna rast se odraža bodisi v povečanem obsegu proizvodnje znotraj obstoječih ali s širitvijo poslovanja v dodatno zgrajenih proizvodnih zmogljivostih. Pri tem lahko količinsko povečamo obseg proizvodnje, spremenimo tehnično-organizacijske postopke, tako da se poveča število vrst proizvodov, ali uvedemo dodatne stopnje predelave, obdelave ali dodelave delovnih predmetov (Ard-Pieter de Man, 2004, str. 6).

Pred odločitvijo o notranji rasti podjetja je potrebno temeljito preučiti vse negativne in pozitivne dejavnike, ki na to vplivajo. V manjših podjetjih temeljita načrtovanje in realizacija različic interne rasti na bolj neformalni osnovi, obseg strateškega načrtovanja je nesorazmerno manjši, ideje pa se porajajo bolj stihijsko v tesni povezavi z vsakodnevnim poslovanjem.

V večjih podjetjih ta proces teče bolj načrtovano in vodeno, predlagane rešitve so natančneje analizirane ter argumentirane. Glede na to, da gre v večini primerov za velika finančna sredstva, ki so vezana na realizacijo posameznih projektov, jih morajo poglobljeno analizirati številni strokovnjaki in odobriti najvišje vodstvo podjetja. Kadar projekt obsega izgradnjo novih zmogljivosti, je potrebno izdelati celoten investicijski program, spremljevalne predračune stroškov, prihodkov, osnovnih izkazov poslovanja in finančno analizo, podprto s kazalci, kot sta na primer stopnja donosnosti investicije ter vračilna doba.

V postopku vrednotenja predloga ni dovolj le analiza podjetja samega, potreben je širši pogled tako na najpomembnejše konkurente, kupce in dobavitelje, kakor tudi na panogo kot celoto. V določenih primerih se ni mogoče izogniti vprašanjem državne regulative in nekaterim drugim posebnostim. Hitra in ne dovolj poglobljena analiza (na primer površna presoja potencialnih kupcev – njihovih potreb in navad, nenatančni dogovori z dobavitelji glede cene dobavljenih vložkov, površna kalkulacija stroškov energije in drugih potrebnih sestavin procesa) lahko kasneje, ko projekt zaživi, povzroči slabše rezultate od načrtovanih (Krishnan, 2002, str. 290).

Glavna slabost notranje rasti je relativno dolgo časovno obdobje, ki preteče od vstopa na novo področje pa do časa, ko podjetje z novo razvito poslovno enoto doseže dobiček. Slabo poznavanje novih trgov in tehnologije lahko povzroči veliko napak, posledica katerih je negativni poslovni izid. Alternativen način pridobitve nove tehnologije predstavlja licenciranje. Temeljna prednost tega načina je izognitev tveganju razvoja novih proizvodov, saj koristimo izkušnje in znanja dajalca licence. Čas uvajanja novega izdelka na trg je kratek. Glavna nevarnost za pridobitelja je predvsem v tem, da ne pridobi nujno svežih znanj (Scharf, 1998, str. 4).

2.2.2. Eksterna rast podjetja

Zunanja rast se realizira v procesu združevanja podjetij. Pri zunanji rasti se gospodarske zmogljivosti v okviru narodnega gospodarstva ne povečujejo, temveč običajno nastajajo le nova, večja podjetja v okviru narodnega gospodarstva, ki dejansko pomeni le drugačno kombiniranje obstoječih gospodarskih zmogljivosti. Zaradi povezovanja aktivnosti lahko nastanejo sinergije. Sinergija predstavlja povečano tržno vrednost podjetja zaradi učinkovitejšega izkoriščanja strateških sredstev kot posledica povečanja razlikovalnih lastnosti (Kay, 1993, str. 145). Razlikovalne lastnosti so nekatere značilnosti podjetja, ki jih druga podjetja nimajo. Mednje sodijo struktura podjetja, ugled, inovacije itd.

Združevanja, nakupi in prevzemi se v visoko tehnoloških panogah pojavljajo kot odgovor na zahteve trga po hitrem razvoju novih izdelkov in tehnologij. V omenjenih panogah je čas od zamisli do začetka trženja produkta eden izmed bistvenih dejavnikov tržnega uspeha. Vodstva podjetij od zunanje rasti pričakujejo določene rezultate, ki naj bi v končni fazi povečali učinkovitost prenovljenega podjetja. Sudarsanam (1995, str. 13) omenja le dva prevladujoča motiva. Prvi je neoklasična hipoteza, kjer so v ospredju interesi lastnikov podjetja, torej povečevanje premoženja. Drugi motiv je zasledovanje lastnih interesov vodstva v škodo interesov lastnikov.

Združevalne aktivnosti bi morale vedno potekati v okviru dolgoročnih načrtov, ki jih imenujemo tudi strategija. Ne glede na dolgoročno usmeritev pa mora strategija posredno skrbeti tudi za srednjeročne in kratkoročne odločitve in dejanja. Osnovni elementi strateškega načrta (Weston, 1989, str. 894) so ocenjevanje sprememb v okolju in ocena lastne sposobnosti ter omejitev, ocena pričakovanj, vpletenih v poslovanje podjetja, analiza podjetja, konkurentov, panoge, domačega in mednarodnega položaja, oblikovanje ciljev in politike za strategijo, oblikovanje kriterijev za merjenje uspešnosti, oblikovanje srednjeročnih načrtov, organiziranje, financiranje in izpeljava zgornjih elementov, informacijski tok in pregled preteklih procesov.

Za oblikovanje ustrezne strategije je potrebno predvsem temeljito poznavanje lastnih prednosti in slabosti. Pri združevanju iščemo namreč podjetje, ki bi se dopolnjevalo z našim tako, da bi izkoristilo naše prednosti za boljšo skupno učinkovitost ali pa s svojimi prednostmi izboljšalo naše šibke točke. Kadar govorimo o združitvah podjetij, naletimo na pojem kultura podjetja. Kultura je eden izmed najobčutljivejših dejavnikov združitev procesa. Obsega vrednote in vzorce obnašanja, ki vplivajo na vse zaposlene. Zato mora prevzemnik temeljito premisliti, kako bo s čim manjšim trenjem spojil dve različni kulturi.

Pri ocenjevanju možnih kandidatov za združitev najprej začnemo s panogo. Izmed panog, kjer se pričakujejo ugodni trendi, izberemo takšno, ki obeta uresničitve strateških ciljev in največjo dodano vrednost. V naslednjem koraku izberemo podjetja, ki ustrezajo po velikosti in jih ocenimo glede na panogo. Zadnji korak predstavlja finančno oceno ciljnega podjetja. Oцени se finančni rezultat tarče v primeru nadaljnje samostojnosti in v primeru prevzema, pri čemer upoštevamo pozitivne in negativne vplive (Megginson, 2004, str. 536).

Do zadnjega trenutka mora prevzemnik tehtati tudi drugo možnost – to je notranjo rast. Tudi po izbiri primerne kandidata za združitev je še vedno smiselno preveriti pravilnost odločitve za zunanjo rast (Scharf, 1998, str. 38).

2.3. Oblike prevzemov

Termin prevzem bom uporabljal kot splošni izraz, pri kateremkoli povezovanju ali pridobivanju nadzora nad določenim podjetjem. Oblike prevzemov delimo na tri osnovne kategorije: združitev, prevzem z odkupom delnic (tudi ponudba za prevzem) in prevzem z odkupom premoženja ciljnega podjetja (Ross, 1993, str. 826).

Katerokoli obliko prevzema je možno opraviti s plačili v denarju, zadolžitvijo podjetja in z zamenjavo za delnice prevzemnika (Bešter, 1996, str. 29). Poleg teh osnovnih kategorij poznamo še pridobivanje pooblastil za zastopanje (proxy rights) in odkup z zadolžitvijo (LBO – leveraged buyout in MBO – management buyout). V nadaljevanju bom predstavil značilnosti, prednosti in pomanjkljivosti različnih oblik prevzemov.

2.3.1. Združitve

O združitvi govorimo takrat, ko iz dveh podjetij nastane eno. Znotraj združitve govorimo o pripojitvah in spojitvah. Pripojitev pomeni, da obstane le eno podjetje (običajno največje), drugo podjetje pa nanjo prenese svoje premoženje. O spojitvah pa govorimo tedaj, ko iz dveh ali več podjetij nastane novo skupno podjetje. Pri spojitvah gre običajno za enakovredna partnerja, ki v novo podjetje vneseta vsak svoje konkurenčne prednosti. Pri pripojitvah igra glavno vlogo največje podjetje, ki poudarja svoj način poslovanja, prednosti, ki jih prinaša malo podjetje, pa lahko zanemari. Združitve lahko opredelimo tudi z vidika dejavnosti, ki pa smo jih podrobneje predstavili v poglavju o oblikah rasti.

Glavna prednost združitve pred ostalimi oblikami je zelo enostaven prenos lastništva nad premoženjem podjetja, ki je s formalno združitvijo podjetij dejansko samodejen. Skupščino delničarjev je mogoče izkoristiti za spremembe in dopolnila statuta delniškega podjetja in ga tako prilagoditi potrebam spremenjenega združenega podjetja. Problemi izhajajo iz pravic posameznih delničarjev, ki imajo ob združitvah pravico do prodaje svojih delnic po poštenu ceni, ki pa jo je zelo težko določiti in je višja od tržne (Ross, 1993, str. 827).

2.3.2. Prevzem z odkupom delnic

Gre za nakup zadostnega števila delnic nekega podjetja, s katerimi bomo uveljavljali večinsko lastninsko pravico v tem podjetju. Z nakupljenimi delnicami bomo tako imeli nadzor nad podjetjem. S samim lastništvom nad podjetjem se status le-tega ne spremeni, torej ostaja odprto delniško podjetje. Seveda tak nakup podjetja lahko pripelje do združitve s kupcem. Kupci podjetja se lahko pogovarjajo z managerji in lastniki o prevzemu. Neformalni pogovori lahko potekajo dlje časa, uradno pa se postopek začne šele z objavo namere o prevzemu in nadaljuje s ponudbo za odkup delnic, ki je namenjena lastnikom. Pri tem moramo upoštevati vlogo domačih agencij, kot je v Sloveniji Agencija za trg vrednostnih papirjev ali ameriški Federal Trade Commission (FTC), ki določijo postopek in podajo soglasje k prevzemu. Soglasje je potrebno zaradi varovanja konkurenčnosti. Ob odporu posloводства, pa lahko kontaktirajo le z lastniki delnic. V primeru prevzema z odkupom delnic ni potrebno sklicati skupščine delničarjev niti drugače pridobiti njihovega soglasja, saj jim delnic, v primeru da se s ponudbo ne strinjajo, ni potrebno prodati. Tak način prevzema pa je velikokrat povezan tudi z nestrinjanjem in odporom managerjev, saj velikokrat to za njih pomeni izgubo delovnega mesta (Bešter, 1996, str. 32). Prevzemu se zato zoperstavijo z obrambnimi mehanizmi, o katerih bomo več govorili pri poglavju o sovražnih prevzemih.

Veliko prednost prevzema z odkupom delnic predstavlja ohranitev položaja samostojnega podjetja s pravnega vidika, kar pomeni veljavnost dolgoročnih pogodb s partnerji. Prav tako lastnik prevzame odgovornost za poravnavo obveznosti ciljnega podjetja le v višini kapitalskega vložka. Ker kupcu zadostuje že večinski lastniški delež, mu ni potrebo pridobiti 100% lastništva, kar je neprimerno dražje. Hkrati pa tu nastane problem zastonjkarstva. To pomeni, da lahko lastnik vloži nova znanja v razvoj podjetja, kar posledično zviša dobiček, s tem pa je pri delitvi dobička neaktivni lastnik prav tako upravičen do višjega dobička. Takšen način se velikokrat konča z združitvijo z lastnikom. Tu pa pomembno vlogo zopet igrajo manjši lastniki podjetja, ki za privolitev v združitve pričakujejo dodatne zasluge s prodajo ali zamenjavo delnic (Ross, 1993, str.827).

2.3.3. Prevzem z odkupom premoženja

Prevzemnik lahko pridobi nadzor nad drugim podjetjem tudi z odkupom dela ali celote njegovega premoženja (Levine, 1989, str. 3). Potrebno je pridobiti le soglasje delničarjev prevzemnega podjetja. S prevzemom z odkupom premoženja se podjetje reši potencialnega problema zastonkarjev, ki lahko nastane pri prevzemu z odkupom delnic (Ross, 1993, str. 828). Podjetje, ki je prodalo svoje premoženje, lahko formalno obstaja, v večini primerov pa z odprodajo premoženja podjetje pravno formalno preneha obstajati. Seveda se z izkupičkom od prodaje premoženja lahko podjetje preusmeri v novo, bolj donosno panogo.

Veliko prednost za prevzemnika predstavlja možnost izbire, kateri del premoženja in obveznosti podjetja bo prevzel. To predstavlja veliko prednost pred prevzemom z odkupom delnic, kjer je prevzemnik s prevzemom dobil tudi vse znane in neznanе obveznosti. Obveznosti in odgovornosti prevzemnika, ki izhajajo iz preteklega poslovanja ciljnega podjetja, so opredeljene v pogodbi o odkupu premoženja. Zaradi podrobnega pregleda poslovanja in priprave številnih dokumentov za prenos lastništva, potrebna soglasja in nove pogodbe, je takšen način prevzema nekoliko dražji in zamudnejši (Bešter, 1996, str. 36).

2.3.4. Pooblastilo za zastopanje (proxy rights)

Proxy rights je ustrezno overjeno in časovno omejeno pooblastilo, ki pooblaščenim osebam daje pravico, da v imenu podpisnika (delničarja) glasuje na letni skupščini delničarjev (Bešter, 1996, str. 37). To pomeni, da lahko nekdo, ki ni lastnik delnic, upravlja z le-temi in s tem na skupščini delničarjev uveljavlja svojo voljo. Takšnega načina pridobivanja pooblastil za glasovanje se poslužujejo predvsem managerji in razni drugi mali investitorji, ki želijo uveljaviti svojo voljo. Takšen način je zelo primeren za podjetja, ki imajo zelo razpršeno lastniško strukturo in v katerem ne prevladujejo veliki lastniki.

Za pridobitev pooblastil za odločanje potekajo med iskalci pooblastil prava tekmovanja, kdo bo prepričal lastnike. Neka oseba, ki je v očeh malih lastnikov vredna zaupanja, si od manjših lastnikov pridobi pooblastilo za glasovanje. Večina malih lastnikov se ne udeležuje skupščine, saj s svojim deležem nima vpliva na odločitve, ko pa nekdo zbere pooblastila, ima na skupščini veliko moč.

2.3.5. Odkup z zadolžitvijo (LBO)

Pri odkupu z zadolžitvijo gre za uporabo posojila za nakup delnic podjetja. Pogosto se s tem podjetje preoblikuje iz odprtega delniškega podjetja v zaprtega (Gaughan, 1999, str. 291), saj ne izpolnjuje pogojev za trgovanje na organiziranem trgu (Bešter, 1996, str. 38). Takšnega načina se poslužujejo različne skupine, med njimi tudi managerji (MBO), druge organizacije, partnerji, posamezniki in investicijske skupine. Posojilo najamejo z zastavitvijo premoženja, tako lastnega kot s sredstvi podjetja. Poleg poslovnih razlogov je motiv takšnega prevzema tudi obrambni, in sicer v primeru, če obstajajo možnosti prevzema s strani sovražnega podjetja, kar velja predvsem za MBO. Prevzem se financira z najetimi posojili ali z izdanimi obveznicami z visoko obrestno mero. Pogoj je dolžniški trg, ki omogoča pridobitev velikih dolžniških sredstev (Medvešek, 2002, str. 6).

2.4. Motivi za prevzeme in združitve

Obstajajo različne teorije in razlogi, pa tudi različne delitve motivov za združitve in prevzeme. Tajnikar (2000, str. 27) jih deli na:

- strateške in finančne, kjer so prvi povezani z uresničevanjem podjetniških strategij, medtem ko drugi vplivajo na vrednost podjetja in zgolj finančnih učinkov – podobno jih deli tudi Gaughan (1999, str. 295),
- zunanje in notranje, kjer notranji motivi izboljšujejo predvsem organizacijsko, plat, medtem ko zunanji vzpostavljajo boljše pogoje nasproti poslovnemu okolju (poslovni partnerji, država itd.),
- motive za generično ali diverzificirano rast,
- motive glede na posamezne poslovne funkcije v podjetju.

Skupna točka vseh teh motivov je rast podjetja in v končni fazi maksimiranje koristi, ki naj bi jih imela podjetja od združevanja in prevzemov. Zanimiv odgovor na vprašanje, zakaj združevanje, ponujata Fulmer in Gilkey (Križman, 2002, str. 22), ki pravita, da ravno tako kot lahko ljudje s poroko v desetih minutah zaslužijo toliko, kolikor sicer ne bi zaslužili vse življenje, lahko tudi podjetja ob pomoči združitve in prevzemov veliko hitreje dosežajo rast, prodajo, dobiček ali tržni delež, kot bi jim sicer uspelo samo z notranjo rastjo.

Za združitve in prevzeme obstaja množica motivov. Skozi razvoj tehnologije in podjetij, politične spremembe v zadnjih petnajstih letih so se skoraj vsi svetovni trgi povezali v globalni trg, kjer za sicer veliko potrošnikov vlada neizprosni konkurenčni boj, ki zahteva čedalje večjo učinkovitost

podjetij. Posledica globalizacije so tudi številne mega združitve in prevzemi, ki smo jim priča v zadnjih desetih letih.

Delitev motivov na eksplicitne in implicitne sta v svoji raziskavi uporabili Larssonova in Wallenbergova (2002, str. 24). Med eksplicitne sta vključili motive, ki so jih v anketah navedli managerji. Delita jih na motive, ki vključujejo sinergije, strategijo diverzifikacije, stagnacije ali internacionalizacije. Implicitne motive pa sta označili kot tiste, ki jih managerji v anketah sicer ne navajajo, lahko pa jih v ozadju slutimo. Delita jih na motive, ki so v skladu s Hubrisovo hipotezo (precenjevanje vrednosti ciljnih podjetij), in na hipoteze, ki vključujejo zamenjavo managementa.

Hipoteze, ki vsebujejo motive za prevzeme, bom v nadaljevanju obravnaval v skladu z naslednjo delitvijo (Lahovnik, 2003a, str. 8):

- hipoteze povečevanja učinkovitosti:
 - ❖ razlike v učinkovitosti,
 - ❖ hipoteza neučinkovitega menagementa,
 - ❖ strategija prestrukturiranja poslovanja,
 - ❖ operativne sinergije:
 - prenos poslovnih praks,
 - povezovanje aktivnosti.
 - ❖ finančne sinergije,
 - ❖ analiza portfeljev.
- informacije in signali:
 - ❖ hipoteza iskanja,
 - ❖ hipoteze sedenja na zlatem rudniku.
- hipoteze podcenjenosti:
 - ❖ kratkovidnost,
 - ❖ Q hipoteza investicij.
- problem agentov:
 - ❖ hipoteza problema agentov,
 - ❖ managerska hipoteza,
- strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju,
- hipoteza precenjenosti,
- hipoteze prerazdelitve:
 - ❖ hipoteza tržne moči – v breme potrošnikov,
 - ❖ davčni razlogi – v breme proračuna.
- hipoteza različnih pričakovanj.

2.4.1. Hipoteze povečanja učinkovitosti

Hipoteze povečevanja učinkovitosti predpostavljajo možnost ustvarjanja sinergij po načelu $2+2=5$. V splošnem obravnavajo prevzem kot možnost izboljšanja poslovanja glede na poslovanje posameznih podjetij pred prevzemom. Sinergija torej pomeni, da podjetje po prevzemu deluje bolj učinkovito kot prej, ko je bilo samostojno. Zato takšne hipoteze imenujemo hipoteze učinkovitosti.

Davidson (1985, str. 194) nakazuje na povezanost pojmov sinergije in strateške ustreznosti "Strategic fit". Avtor navaja, da bo med podjetjema več možnih sinergij, če podjetje strateško ustreza prevzemniku. To izhaja iz dejstva, da bo podjetje prevzemnik lažje povezal aktivnosti, če pozna proizvodni proces, distribucijo, kupce in druge poslovne funkcije. Velja tudi obratno; če obstaja več sinergij, je podjetje strateško bolj ustrezno.

Združitve ali prevzemi, ki povečajo učinkovitost pri združenih ali prevzetih podjetjih, vodijo v zvišanje prodaje in dobička novo nastalega podjetja, medtem ko tisti prevzemi ali združitve, ki povečajo tržno moč, vodijo v povišanje dobička in zmanjšanje prodaje podjetja (Gugler, 2003, str. 643).

2.4.1.1. Razlike v učinkovitosti

Razlika v učinkovitosti je najbolj splošna hipoteza in izvira iz predpostavke, da so podjetja med seboj različno učinkovita. Razlike lahko izhajajo na primer iz sposobnosti oz. iz učinkovitosti managementa. Načelo, ki iz hipoteze izhaja, je: če se manj učinkovito podjetje priključi k bolj učinkovitemu, bo postalo bolj učinkovito. V tem primeru se pojavljajo tako zasebne kot tudi družbene koristi prevzema, ker se dviguje učinkovitost celotnega gospodarstva.

Prevzem ima smisel, dokler se učinkovitost povečuje za več, kot znašajo stroški prevzema in upravljanja novo nastalih podjetij. Z rastjo se pojavljajo disekonomije, ki vzpostavljajo omejitve za nadaljnje prevzeme (Gugler, 2003, str. 648).

2.4.1.2. Hipoteza neučinkovitega managementa

Na podobni osnovi temelji hipoteza neučinkovitega managementa. Razlika je v tem, da je ta primerna tudi za razlago konglomeratnih povezav. Ker prejšnja hipoteza predvideva poznavanje panoge, je namenjena pojasnjevanju horizontalnih prevzemov. Hipoteza neučinkovitega

managementa pa predpostavlja, da manj učinkovito podjetje vodi neučinkovit management, ki ga lastniki niso sposobni zamenjati sami. V tem primeru lahko prevzem izvede podjetje z bolj učinkovitim managementom. Weston s soavtorji (1990, str. 495) opozarja, da je ta predpostavka sporna. Kot alternativo tej predpostavki pa zagovorniki hipoteze razlagajo, da so prevzemi potrebni, ker ne manjka sposobnih managerjev (Kralj, 2003, str. 22).

V skladu s hipotezo se po prevzemu v prevzetem podjetju pričakuje zamenjava managementa. V tem primeru gre lahko za sovražni prevzem, ki ga obstoječi management podjetja tarče ne podpira. S tega stališča so prevzemi koristni, saj silijo tako delničarje kot managerje v stalno razmišljanje o lastnem delu. Management lahko v primeru sovražnega prevzema uporabi tudi obrambne ukrepe, kot so (Kralj, 2003, str 23):

- strupene tabletki (poison pills):
 - ❖ možnost, da prvotni lastniki kupijo delnice novega podjetja mnogo ceneje,
 - ❖ omejitve glasovalnih pravic,
 - ❖ pravila o neistočasnem imenovanju vseh članov nadzornega sveta.
- prilagojeni ukrepi:
 - ❖ odkup lastnih delnic podjetja od prevzemnika po višji ceni od veljavne tržne cene (greenmail),
 - ❖ iskanje novega prevzemnika (white knight),
 - ❖ medijski oglasi,
 - ❖ politično lobiranje,
 - ❖ naročanje strokovnih raziskav,
 - ❖ prodaja posameznih blagovnih znamk ali delov podjetja.

V praksi se je pokazalo, da se v večini primerov po prevzemu management v prevzetem podjetju ni zamenjal in da je sovražnih prevzemov zelo malo (Brown, 1999, str. 15).

2.4.1.3. Strategija prestrukturiranja poslovanja

Hipoteza temelji na predpostavki, da bo po prevzemu v prevzetem podjetju poslovanje prestrukturirano. Na podlagi celovite strategije, ki sledi po prevzemu, podjetje prevzemnik prestrukturira poslovanje prevzetega podjetja, odproda določene dele podjetja, s čimer zniža stroške prevzema, hkrati pa prevzame nova podjetja. Tako je lahko cilj prevzema sprememba organizacije, strategije, tehnologije itd.

Pri takem pristopu je možen odpor managementa v prevzetem podjetju, saj ta ni pripravljen na odprodajo prestrukturiranih delov, ki poslujejo pozitivno (Lahovnik, 2000b, str. 11). Pristop pa omogoča prilagajanje hitrim tehnološkim in drugim spremembam v poslovnem okolju.

2.4.1.4. Operativne sinergije

Hipoteza predpostavlja obstoj ekonomij obsega, ki jih obstoječa podjetja ne izkoriščajo. Ekonomije se pojavljajo šele pri velikem obsegu proizvodnje. Lahko so posledica polno zaposlenih virov, ki so bili prej zaradi svoje nedeljivosti neizkoriščeni. Nastajajo lahko na vseh funkcijskih področjih – od vlaganj v raziskave in razvoj do marketinga, koordinacij med stopnjami proizvodnje itd. Hipoteza je primerna za vse vrste prevzemov: horizontalne, vertikalne, koncentrične in konglomeratne.

Po Davidsonu (1985, str. 193) so sinergije povezane s strateško ustreznostjo podjetja, po čemer lahko sklepamo, da so horizontalni prevzemi najbolj smiselni. Podjetja poznajo poslovne procese in proizvod, zato lažje povezujejo aktivnosti in izkoriščajo druge vire sinergij.

Pri *prenosu poslovnih praks* si poslovne enote med seboj lahko izmenjavajo informacije in prenašajo sposobnosti. Na ta način se izognejo dolgotrajnemu procesu na podlagi učenja. Prenos poslovnih praks med enotami je možen, če imajo enote podobne distribucijske kanale, nabavne poti, strategije itd.

Prenos poslovnih praks je lahko tudi razlog za diverzificirano strategijo rasti. S prevzemom si podjetje zagotovi izhodišče, ki ga s prenosom poslovnih praks preoblikuje. Tako si lahko zniža stroške in skrajša čas v primerjavi z investicijo od začetka.

Povezovanje aktivnosti med poslovnimi enotami omogoča zniževanje stroškov (ekonomije obsega, popolnejše izkoriščanje virov) ali večjo diferenciacijo (skupna mreža storitev). Smiselno je povezovanje tistih aktivnosti, ki so pomembne za pridobivanje konkurenčnih prednosti (Lahovnik, 2003a, str. 16).

Sinergije, ki izhajajo iz povezovanja aktivnosti, so možne tudi pri vertikalnih prevzemih, saj se z enotnim managementom lahko izboljša koordinacija in znižajo stroški komuniciranja in pogajanj (Kralj, 2003, str. 22). Razvoj informacijske in komunikacijske tehnologije je omogočil hiter pretok informacij in usklajevanje postopkov. Podjetja lahko to izkoristijo. Določene aktivnosti posameznih enot lahko opravlja skupna enota (npr. sklepanje pogodb in pogajanja). Povezovanje aktivnosti je možno na vseh funkcijskih področjih (razvoj, raziskave, financiranje, marketing itd.). Iz tega lahko zopet opredelimo, da je strateško prilagajanje pomemben dejavnik.

2.4.1.5. Finančne sinergije

Finančne sinergije so pogost razlog za prevzeme. Razlogi za to so lahko (Lahovnik, 2003a, str. 18):

- nekorelirani denarni tokovi med podjetjema,
- diverzifikacija podjetja zmanjšuje tveganje pri poslovanju (posledično je podjetje bolj zanimivo za institucionalne investitorje),
- ekonomije obsega zaradi stroškov izdaje vrednostnih papirjev in transakcijskih stroškov;
- davčna obremenitev dividend,
- presežni denarni tokovi in omejene investicijske možnosti v obstoječi panogi,
- ohranjanje P/E razmerja.

Davidson (1985, str. 209) poleg davčnih razlogov navaja dva glavna vira finančnih sinergij. Prvi je izkoriščanje nekoreliranih denarnih tokov s ciljem maksimiranja profitne rasti podjetja, drugi pa zmanjševanje stroškov kapitala (dolgov in obresti) s ciljem zmanjševanja tveganja.

V primeru, ko podjetje v strategiji prevzemov upošteva tradicionalni pristop, so finančne sinergije najpogostejši motiv. Naj tu ponovim stališče mnogih avtorjev, da je prevzem na podlagi značilnosti ciljnega podjetja, na katerih temelji tradicionalni pristop, vprašljiv. Ciljno podjetje bi v osnovi moralo strateško ustrezati podjetju prevzemniku, šele nato bi lahko podjetje iskalo ostale sinergije.

2.4.1.6. Analiza portfeljev

Diverzificirano podjetje lahko deluje v različnih panogah. V posamezne dejavnosti podjetje lahko vstopa ali iz njih izstopa. Takšne odločitve so plod strateških ciljev, ki si jih podjetje zada na podlagi analiz okolja in posameznih panog. Primer takšne analize, je matrika, ki so jo razvili v Boston Consulting Group (slika 2). Iz nje lahko razberemo ustrezne strategije, ki so primerne, ko podjetje posamezno dejavnost kvalificira glede na rast trga in glede na tržni delež podjetja. Podoben pristop ima matrika, ki so jo predstavili v General Electric in upošteva konkurenčni položaj ter tržno privlačnost (Potočnik, 2002, str. 531).

Osnovno načelo je, da podjetje vzpostavi uravnotežen portfelj poslovnih področij in si s tem zagotovi dolgoročen obstoj, uravnesi tveganja in zagotovi primeren donos delničarjem. Lahko govorimo o internem trgu kapitala.

Slika 2: Portfeljska matrika tržni delež/rast trga (BCG)

Stopnja rasti v dejavnosti	Velika	<p>ZVEZDE</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ohranitev in rast tržnega deleža • Širitev dejavnosti 	<p>VPRAŠANJA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Velika vlaganja in ustvarjanje dejavnosti ter tržnega deleža • Opustitev dejavnosti
	Majhna	<p>KRAVE MOLZNICE</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ohranitev tržnega deleža in vlaganje presežka v nove dejavnosti 	<p>PSI</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zmanjšanje vlaganj • Opustitev dejavnosti
		Velik	Majhen
		Tržni delež	

Vir: Potočnik, 2002, str. 531.

2.4.2 Informacije in signali

2.4.2.1. Hipoteza iskanja

Za konglomeratne tipe prevzemov je pridobivanje informacij lahko razlog za prevzem. Tovrstno povezovanje je bilo najmočnejše v tretjem valu prevzemov v ZDA. Asimetrija informacij kot vir potencialnih investicijskih možnosti je predstavljala zadosten motiv za prevzem.

Tako lahko večja podjetja prevzamejo manjša, bolj dobičkonosna podjetja. Po predpostavkah hipoteze bi prevzemnik ohranil management prevzetega podjetja kot osnovni vir informacij in avtonomnost teh podjetij. Tovrstne povezave naj bi bile pogostejše v fazah povečane aktivnosti v gospodarstvu (Lahovnik, 2003a, str 24). V panogah z nizko koncentracijo je reinvestiranje najenostavnejša priložnost, zato naj v njih ne bi bilo takšnih konglomeratnih prevzemov.

Hipoteza naj bi bila ustrezna razlaga za opisane reakcije cen delnic na prejete ponudbe za prevzem. Dejstvo, da pride do ponudbe za prevzem, še ne pomeni, da so delnice ciljnega podjetja nujno podcenjene ali da lahko obstoječa managerska ekipa sama izboljša poslovanje podjetja.

Hipoteza signalov le trdi, da je mogoče del informacij pridobiti z branjem signalov, med katere sodijo signali, ki razkrivajo pričakovanja managerjev o bodoči uspešnosti podjetja, odločitve o spremembah v strukturi kapitala in napovedi izplačil dividend (Kralj, 2003, str. 27).

2.4.2.2. Hipoteza sedenja na zlatem rudniku

Na podlagi hipoteze informacij se cena delnice podjetja tarče dvigne že ob najavi za prevzem. Avtorji navajajo dva razloga za dvig cene delnic. Prvi razlog je, da napoved prevzema ustvari pritisk na management ciljnega podjetja, zato le-ta poveča učinkovitost poslovanja v strahu pred izgubo zaposlitve. Po predpostavki hipoteze sedenja na zlatem rudniku pa že sama napoved prevzema signalizira na podcenjeno vrednost delnice. Po raziskavah se je v primeru, da do prevzema ni prišlo, cena delnice po petih letih vrnila na staro vrednost (Lahovnik, 2003a, str. 26). Hkrati se je pokazalo, da je podjetju, tudi če ni bilo prevzeto in je še naprej dobivalo signale po potencialnem prevzemu, cena delnice še naprej rasla. Ta ugotovitev sledi hipotezi sedenja na zlatem rudniku.

2.4.3. Hipoteza podcenjenosti

2.4.3.1. Kratkovidnost

Na razvitih kapitalskih trgih vse bolj prevladujejo institucionalni investitorji. Svoje vlagatelje pridobivajo in ohranjajo s pomočjo uspešnosti svojih naložb. To pomeni, da jih zanimajo naložbe, ki prinašajo donose v relativno kratkem času. Tako jih podjetja, ki imajo pripravljene dolgoročneje investicijske programe, ne zanimajo v tolikšni meri. Zaradi tega imajo ta podjetja nižjo vrednost in so lahko celo podcenjena. S tem postanejo tarča podjetij prevzemnikov, ki se zanimajo za dolgoročneje strateške povezave. Sundarsanam (1995, str. 213) navaja, da so raziskave iz prakse pokazale, da strokovnjaki za prevzeme med ciljne družbe postavljajo podcenjenost na prvo mesto med motivi za prevzeme. Dodaten razlog za prevzeme so lahko informacije, ki jih ima določen prevzemnik. Če teh informacij ostali nimajo, je podjetje v njihovih očeh podcenjeno.

2.4.3.2. Q hipoteza investicij

Kvocienit Q je definiran kot razmerje med tržno vrednostjo delnic podjetja in stroški zamenjave premoženja, nominiranega s temi delnicami (Lahovnik, 2003a, str. 27). Kadar so cene delnic

nizke in stroški zamenjave veliki, je kvocient Q nizek. To se lahko dogaja na primer v obdobjih povišane inflacije. V tem primeru je lahko ugodnejši prevzem. Čeprav so premije za prevzem visoke, bi bila lahko zamenjava delnic na trgu manj ugodna.

2.4.4. Problem agentov

Principal-agent problem je asimetrija informacij, izvirajoča iz dejstva, da lastniki brez stroškov ne morejo popolnoma nadzirati dela svojih zaposlenih (Prašnikar, 2002, str. 363). Agent (npr. manager) je oseba, ki deluje. Principal (npr. lastnik) je oseba, na katero delovanje agenta vpliva. Principal-agent problem nastopi, kadar agent deluje v svojo korist, čeprav njegovo delovanje ni v interesu principala oz. je celo v njegovo škodo.

2.4.4.1. Hipoteza problema agentov

V skladu s problemom principal agent je delovanje managementa lahko v nasprotju z interesi lastnikov. To se lahko odraža v slabših poslovnih rezultatih, nižjem dobičku, nepotrebnih investicijah itd. Razvit trg kapitala omogoča ublažitev tega problema, saj slabo vodena podjetja dosegajo nizko ceno delnic in so lahko tarča prevzema. Strah managementa pred izgubo zaposlitve je na ta način ublažitev problema principal agent. Davidson (1985, str. 304) navaja dve zelo pomembni funkciji prevzemov:

- omogočajo zamenjave neučinkovitih managerjev z učinkovitimi,
- predstavljajo grožnjo vsem managerjem, ki ne delujejo v interesu lastnikov.

Po njegovem mnenju je drugi razlog še posebej pomemben, ker na splošno vpliva na stanje v gospodarstvu. Prevzemi pa niso edina rešitev problema agenta. Ublažitev je možna tudi na druge načine: trg managerjev, lastniški delež managementa v podjetju, nagrade, vezane na profit itd.

2.4.4.2. Managerska hipoteza

Prejšnja hipoteza temelji na predpostavki, da prevzemi zmanjšujejo problem principal agent. Managerska hipoteza pa trdi prav nasprotno. Po tej hipotezi managerji delujejo tako, da dosegajo le potrebno donosnost in nič več. Usmerjeni so predvsem v rast podjetij, ker jim ta zagotavlja večje koristi (moč, ugled, varnost itd.).

Sundarsanam (1995, str. 270) navaja sledeče motive za prevzeme, ki jih zasledujejo managerji:

- rast podjetja, ker se z velikostjo podjetja povečujejo nagrade, postranski zaslužki, status in moč,
- izkoriščanje še neizkoriščenih managerskih sposobnosti in strokovnih znanj,
- razprševanje tveganja, zmanjševanje stroškov v primeru finančnih težav,
- obrambni ukrepi pred sovražnimi prevzemi.

Mnogokrat motivi, ki jih zasledujejo managerji, niso v skladu z interesi lastnikov. V tem primeru prevzemi omogočajo manifestacijo problema agentov. Problematiko sem že omenil, ko sem obravnaval Marrisov model, ki ponazarja odstopanja med interesi lastnikov in managerjev. Še posebej je ta problem prisoten v upadajočih panogah. Interes managementa je še vedno rast podjetja, medtem ko je interes lastnikov le konsolidacija poslovanja. Pri hitro rastočih panogah se razlike med interesi prične zmanjševati.

2.4.5. Strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju

V četrtem valu priključitev v ZDA je bilo v določenih panogah znatno več prevzemov kot v ostalih (zabavna industrija, prodaja blaga za široko potrošnjo, naftna industrija, oddajanja in oglaševanja, tekstilna, gumarska in jeklarska panoga). Te panoge so se iz leta v leto menjavale (Lahovnik, 2003a, str. 32). To dejstvo nakazuje strateško prilagajanje podjetij iz teh panog. Dejavniki, ki so sprožali prevzeme, so bili deregulacije posameznih panog, naftni šok, naraščajoča tuja konkurenca, demografske in tehnološke spremembe ter finančne inovacije.

V skladu s hipotezo je pozitivne učinke prevzemov podjetij pričakovati, kadar okolje zahteva izredno hitre prilagoditve in kadar prevzemi omogočajo dodatne investicije s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (Kralj, 2003, str. 24). Smisel strateških prevzemov je pravzaprav odgovor na potencialne spremembe v okolju.

2.4.6. Hipoteza precenjenosti

Pri prevzemu mora management prevzemnika upoštevati bodoče sinergijske učinke povezave. Mnogokrat se izpostavlja, da management te sinergije preceni in tako preplača ciljno podjetje. Hipoteza predpostavlja, da je trg kapitala popoln. Precenitev vrednosti je tako lahko posledica pretiranega samozaupanja managementa.

Hipoteza je manj verjetna, saj trg kapitala ni popolno učinkovit (Lahovnik, 2003a, str. 34). Tudi pridobivanje informacij na njem ni brezplačno. Hkrati obstajajo ekonomije obsega in razne

možnosti povečevanja učinkovitosti, kar lahko pripelje do zelenih sinergij, ki bi sledile iz prevzemov.

2.4.7. Hipoteza prerazdelitve

2.4.7.1. Hipoteza tržne moči – v breme potrošnikov

Tržno moč lahko merimo s tržno koncentracijo, z ovirami za vstop v panogo, z diferenciacijo produktov in diverzifikacijo podjetij. Prevzeme zaradi povečevanja tržne moči pričakujemo v primeru konsolidacije panoge. Ta pa običajno nastopa v upadajočih panogah, kjer podjetja s prevzemi izločajo konkurenta.

Visoka koncentracija je lahko posledica naravnih monopolov (zgodnja ali pozna faza v življenjskem ciklu panoge, zelo redki viri, ekonomije obsega) ali umetnih monopolov (prevzemi konkurentov, diferenciacija proizvodov, omejevanje poslovanj podjetij). Naravni monopoli s stališča družbene blaginje niso problematični. Na ta način so podjetja bolj učinkovita. Umetni monopoli pa omejujejo konkurenco in so običajno podvrženi protimonopolni zakonodaji.

Vpliv prevzemov na družbeno blaginjo lahko prikažemo s pomočjo modelov, kot so (Pušnik, 2000, str. 487):

- Williamsov model: Avtor ugotavlja, da horizontalni prevzemi povečujejo tržno moč podjetij. S tem višajo cene, hkrati pa nižajo stroške. Tako ima prevzem lahko pozitiven ali pa tudi negativen vpliv na blaginjo (odvisno, kateri vpliv je močnejši). V vsakem primeru pa je prerazporeditev v škodo potrošnikov.
- Farrellov in Shapirov model: Tudi v tem modelu, ki izhaja iz Cournotovega modela oligopola, ko podjetje izbira količino proizvodov, se prevzem (če vključuje sinergijske učinke) odraža s povečanjem družbene blaginje, vendar na račun potrošnikov. To predvsem velja za prevzeme podjetij, ki imajo manjši tržni delež.
- Polaskyjev in Mansonov model: Ta model je za razliko od prejšnjih dveh dinamičen. Prevzemi naj bi na kratki rok zmanjševali blaginjo. Na dolgi rok pa lahko blaginjo povečujejo. Ugotovitev velja v primeru, ko večje in stroškovno učinkovitejše podjetje prevzema manjše neučinkovito podjetje.

2.4.7.2. Davčni razlogi – v breme proračuna

Obstajata dva razloga, ki lahko sprožita tovrstni motiv za prevzem. Prvi je stopnja obdavčitve dobička v primerjavi s stopnjo davka na kapitalski dobiček. Če je davek na kapitalski dobiček nižji od davka na dobiček, se bodo lastniki raje odločili za rast podjetja – lahko v obliki prevzema. Drugi razlog predstavlja možnost, ki jo dopuščajo davčni sistemi. Podjetje lahko izgubo iz prejšnjih let v prihodnjih letih odbije od dobička. Na ta način lahko novi lastnik zniža bodoče dobičke in se tako izogne plačilu davka na dobiček. Seveda mora biti prevzemnik sposoben podjetje spremeniti v dobičkonosno.

V skladu s to hipotezo lahko obravnavamo tudi posledico prevzema v obliki povečevanja kreditnega potenciala podjetja. Podjetje na ta način ustvari davčne prihranke, vendar je to smiselno le, dokler se mejne koristi prihrankov ne izenačijo z mejnimi stroški, ki izhajajo iz tveganja zaradi dodatnega zadolževanja (Kralj, 2003, str. 31).

2.4.8. Hipoteza različnih pričakovanj

Hipoteza različnih pričakovanj “Disturbance Theory” pojasnjuje prevzeme tako v primeru bikovskega trenda (splošna rast cen delnic) kot tudi v obdobju medvedjega trenda (splošno padanje cen delnic). V osnovi temelji na asimetriji informacij in različnih stopnjah pesimizma med potencialnimi in sedanji delničarji ciljnega podjetja (Lahovnik, 2003a, str. 36). V obdobjih rasti hipoteza predvideva manjši optimizem sedanjih delničarjev, kot ga imajo potencialni delničarji. V obdobjih padanja cen delnic predvideva večji pesimizem sedanjih delničarjev.

V obeh primerih vrednotijo potencialni delničarji bodočo vrednost delnic višje kot sedanji delničarji, zato te razlike v pričakovanjih sprožijo prevzeme. Ključna so različna pričakovanja in odziv cene delnice na pričakovanja. Manjše ko so razlike v pričakovanjih o vrednosti delnic in hitreje kot se cena delnic na pričakovanja odzove, manjše bo število prevzemov.

Več prevzemov bi pričakovali v obdobjih padanja cen delnic. V praksi pa je moč zaznati večje število prevzemov v obdobjih rasti cen delnic. Takšen trend lahko pojasnimo z dejstvom, da sedanji delničarji vrednotijo delnice glede na bližnjo preteklost. Potencialni delničarji pa preteklosti ne upoštevajo. V obdobju rasti cen delnic sedanji delničarji podcenjujejo bodoče vrednosti. Ker potencialni delničarji pričakujejo večjo rast cen delnic, bodo pripravljeni za njih plačati višjo ceno. Zato je v tem obdobju več prevzemov. Obratno velja za obdobje padanja cen

delnic. Sedanji delničarji precenjujejo bodoče vrednosti glede na potencialne delničarje, zato je prevzemov manj, čeprav je to v nasprotju z obravnavano hipotezo.

2.4.9. Motivi delničarjev ciljnih podjetij

Cilji lastnikov mnogokrat niso enaki. Nekaterim je cilj dolgoročno uspešno poslovanje in rast podjetja, drugim le maksimiziranje vrednosti svojega premoženja. Slednji se odločajo za prodajo svojih deležev, ko dobijo dovolj dobro ponudbo. Govorimo lahko o žetveni strategiji (Tajnikar, 2000, str. 112).

Podjetnik, ki vstopa v posle zaradi uresničevanja svojih nagnjenosti do izzivov, tveganja, zadovoljstva in užitkov, bo ostal lastnik, dokler bo obvladoval upravljanje in poslovanje podjetja. Ker se z rastjo povečuje potreba po upravljaljskih sposobnostih lastnikov, se ti lahko odločijo za umik iz posla, ki ga v prihodnosti ne bi več obvladovali. Še posebej je ta pojav prisoten v hitro rastočih panogah. Lastniki se pri določeni stopnji rasti odločijo za izstop iz podjetja, ki prinaša velik donos in dosega visoko vrednost na trgu kapitala. Na ta način se izognejo težavam, ki jih prinaša nadaljnja rast, in žanjejo velike kapitalske dobičke.

Po drugi strani je to priložnost za večja podjetja, ki na tak način vstopijo v novo, donosnejšo panogo. Vir financiranja jim predstavljajo presežki, ki jih dosegajo v obstoječi dejavnosti z omejenimi možnostmi za nadaljnjo rast. Hkrati imajo sposoben management za upravljanje večjih podjetij.

Drug vir motivov za prevzeme s strani sedanjih lastnikov je lahko strateški. Zaradi konsolidacije panoge podjetje potrebuje strateške povezave, da si pridobi trajne konkurenčne prednosti. V tem primeru lahko lastniki svoje delnice zamenjajo z delnicami podjetja, ki želi podjetje pripojiti. Na ta način iz posla ne izstopijo in si zagotovijo nemoten nadaljnji razvoj podjetja. Lastniki obeh podjetij s tem dosegajo sinergijske učinke, ekonomije obsega in ostale koristi. Še posebej velja poudariti, da lastnikom podjetja, ki priključuje podjetje, v takem primeru ni potrebno iskati finančnih virov za povezavo.

Različne raziskave so pokazale, da so premije delničarjev prevzetih podjetij v večini primerov precej višje od premij delničarjev prevzemnika. Ugotovitev temelji na dejstvu, da trg kapitala ni popolno učinkovit. Na ta način so delničarji ciljnih podjetij dodatno motivirani, da pristanejo na ponudbo o prevzemih (Tajnikar, 2000, str. 113).

2.4.10. Motivi prevzemov v tujini

Z vse večjo globalizacijo in liberalizacijo mednarodnih tokov blaga, kapitala in delovne sile smo priča vse več mednarodnim prevzemom. Nekateri avtorji posebej obravnavajo motive v primeru prevzemov podjetja v tujini. Sundarsanam navaja sledeče motive (Sundarsanam, 1995, str. 269):

- strategija rasti zaradi majhnega domačega trga,
- dostop do specifičnih inputov, izkoriščanje edinstvenih prednosti (blagovne znamke, ugled itd.),
- obrambna strategija (konkuriranje s konkurenti na njihovem domačem trgu, premagovanje mednarodnih trgovinskih ovir itd.),
- prilagajanje potrebam poslovnih partnerjev (domače banke, računovodski standardi itd.),
- oportunistem (izkoriščanje menjalniškega tečaja itd.).

Za prevzeme v tujini je tudi značilno, da gre v večini primerov za plačilo z denarjem. Uporaba vrednostnih papirjev za tovrstne transakcije je zelo redka (Brown, 1999, str. 14). Hkrati velja, da sovražni prevzemi v tujini praktično ne obstajajo.

Posebej pa je potrebno izpostaviti, da je razvrstitev pomembnosti motivov za prevzeme v primeru držav v tranziciji drugačna, kot tista, ki velja v razvitih ekonomijah. Gre predvsem za dejstvo, da so podjetja velikokrat neučinkovita, mnogokrat s prevelikim številom zaposlenih delavcev, neprimerno organizacijsko strukturo itd. V teh državah so potekali (in še potekajo) privatizacijski procesi. Podjetja delujejo na nerazvitem trgu kapitala. Če so lastniki državne agencije, dajejo več poudarka na investicije in politiko zaposlovanja. Privatni lastniki pa na splošno bolj zasledujejo maksimiranje cene delnice (Lahovnik, 2000a, str. 15).

Management ciljnega podjetja se pri prevzemu v tranzicijskih državah zaradi specifičnosti lastnine še posebej pojavlja kot zelo pomemben dejavnik. Njegov motiv je vezan na dolgoročnejši obstoj podjetja in ohranitev dobre zaposlitve. Tako v tranzicijskih državah nismo priča mnogim sovražnim prevzemom. Večino prevzemov do leta 1999 lahko razložimo s hipotezo učinkovitosti (Lahovnik, 2000a, str. 4).

Kljub trendu prevzemov v tujini lahko naštejemo nekaj dejavnikov, ki omejujejo njihovo naraščanje (Brown, 1999, str. 16):

- nacionalni interesi in interesi različnih institucij znotraj posameznih držav,
- koncentracije lastništva,
- struktura kapitalskega trga,
- sistem vodenja in upravljanja podjetij,
- kulturna vprašanja.

2.5. Sovražni prevzemi in njihova obramba

Sovražni prevzem pomeni, da med managementom prevzemnega in ciljnega podjetja ni mogoč dogovor o pogojih in načinu prevzema oziroma ko želi prevzemno podjetje po prevzemu zamenjati management. V veliki večini prevzem ni škodljiv podjetju, temveč le managementu, zato je tudi obramba namenjena predvsem njim, saj lastnikom sovražni prevzemi v povprečju prinašajo realizacijo premij v višini 30% do 100%. Poleg premij so sovražni prevzemi alternativa notranjim mehanizmom nadzora nad ravnanjem managerjev. Kadar notranji mehanizmi odpovejo, sovražni prevzemi omogočajo učinkovito zamenjavo managementa, ki ne zadovoljuje pričakovanj delničarjev (Bešter, 1996, str. 102). Čeprav je večina prevzemov prijateljskih, v javnosti najbolj odmevajo prav sovražni prevzemi, kjer management ciljnega podjetja nasprotuje prevzemu in se proti prevzemu začne boriti.

Obrambne aktivnosti podjetij delimo na tiste, ki jih podjetja pripravijo in izvajajo že v času pred neposredno grožnjo prevzema in skupino aktivnosti, ki jih uporabljajo kot odgovor na konkretne poskuse prevzemov. Med preventivne aktivnosti štejemo tiste, ki predpostavljajo ravnanje managementa po načelu "dobrega gospodarja" in na neposredne ukrepe, katerih cilj je odvratanje nezaželenih prevzemnikov.

Med neposredne ukrepe spadajo: omejitve v statutu podjetja (različni časovni zamiki imenovanja članov nadzornega odbora, omejitve glasovalnih pravic), preventivno združevanje z drugimi podjetji, deleži managerjev in institucionalnih lastnikov, priprava strupenih tablet, strupenih opcij, zlatih padal itd.

Obrambne aktivnosti, ki jih izvajajo kot odgovor na neposredne poskuse prevzemov, pa vključujejo: tožbe proti prevzemniku, komuniciranje s širšo javnostjo in s svojimi delničarji, obrambni prevzemi (združevanja, iskanje primernih kandidatov za obrambne prevzeme, iskanje belih vitezov, ki bi prevzeli to "napadeno" podjetje), poskusi prevzema prevzemnika, izplačilo »napadalca« z odkupom njegovega deleža delnic po višji ceni od prevladujoče tržne, odkup lastnih delnic od določenega kroga lastnikov, oblikovanje novih mehanizmov zlatih padal, spremembe v strukturi premoženja podjetja, spremembe v strukturi lastniškega in dolžniškega kapitala, preoblikovanje odprtega delniškega podjetja v zaprto (LBO in MBO) in podobno (Bešter, 1996, str. 105-106).

2.5.1. Finančni ukrepi v vlogi obrambe pred prevzemi

Različne raziskave so pokazale, da je mogoče identificirati nekatere lastnosti, ki povečujejo verjetnost, da bo neko podjetje postalo predmet poskusa prevzema (Weston, 1990, str. 482):

- nizka cena delnic v primerjavi z nadomestnimi stroški – koeficient q ,
- visoka likvidnost, veliki denarni presežki, kakovostna struktura naložbe v vrednostne papirje, precejšnje neizkoriščene možnosti zadolževanja,
- ugodno razmerje med denarnimi tokovi in tržno ceno delnic,
- podružnice ali deli podjetja, ki jih je mogoče odprodati hitro in brez občutnih posledic za denarne tokove,
- razmeroma majhen delež delnic v lasti managementa podjetja.

Podjetje, ki ima zgoraj našteje lastnosti, je izredno privlačno za prevzem, saj prevzemnik z lahkoto prenese finančne obveznosti, ki jih je imel z nakupom podjetja na prevzeto podjetje. S pridobitvijo novih finančnih rezerv le-te lahko uporabi za financiranje novih prevzemov.

Izplačila z zadolžitvijo so posebna oblika prestrukturiranja kapitalne strukture podjetja, pri kateri zunanji delničarji prejmejo visoke enkratne dividende v denarju, notranji delničarji pa dobijo dividende, izplačane v obliki novih delnic. Denarno izplačilo dividend je pretežno financirano z na novo najetimi krediti, kar pomeni večji finančni vzvod. Ta finančni vzvod onemogoča prevzeme, ki bi bili financirani z zadolževanjem na račun premoženja ciljnega podjetja (Bešter, 1996, str. 110). Izplačila z zadolžitvijo torej pomeni način, kako narediti podjetje manj privlačno za prevzem.

Zlata padala so posebna določila v pogodbah o zaposlitvi, ki vodilnim managerjem v primeru spremembe lastništva zagotavljajo nadomestilo za izgubljeni zaposlitev (Weston, 1990, str. 490). Nadomestilo je običajno opredeljeno kot enkratno izplačilo določene vsote denarja oziroma izplačilo določenega števila plač. Zlato padalo manager lahko uveljavlja tudi v primeru spremembe v njegovih pooblastilih in pristojnostih ali zmanjšanju njegove plače.

Strupene prodajne opcije so sredstvo zaščite lastnikov obveznic podjetja, saj jim v primeru prevzema zagotavlja pravico do izplačila v višini 100 ali 101% nominalne vrednosti obveznic. Takšna zahteva lahko zviša stroške prevzema na nesprejemljivo raven (Jakič, 2001, str. 10).

2.5.2. Prevzemi z “izsiljevanjem” delničarjev

Do pritiskov na odločitve delničarjev ciljnega podjetja prihaja takrat, kadar se ponudbena cena razlikuje od cene preostalih neodkupljenih delnic. Delničarji so tako prisiljeni ponuditi svoje

delnice v odkup, da bi si zagotovili višjo odkupno ceno. Takšen pritisk na delničarje je mogoč vsaj v treh oblikah ponudbe za prevzem: dvotirnih, delnih in pogojnih ponudbah (Weston, 1990, str. 491).

Pri dvotirnih ponudbah gre za ponudbo v dveh delih. Ponudnik v prvem delu ponudi za določeno število delnic višjo ceno za odkup, hkrati pa napove namero o odkupu preostalih delnic po nižji ceni v drugem delu. Pri delni ponudbi prevzemnik objavi namero o nakupu določenega števila delnic po določeni ceni, ne pojasni pa njegovega namena s preostalimi delnicami. Pri pogojnih ponudbah ni določeno maksimalno število delnic, ki naj bi jih ponudnik odkupil, hkrati pa morajo biti za odkup izpolnjeni določeni pogoji, ki so podani v ponudbi (Weston, 1990, str. 492).

2.5.3. Spremembe statuta v vlogi obrambe pred prevzemi

Namen sprememb statuta je otežiti sovražni prevzem. Predloge za spremembo statuta posreduje management, pri tem pa zasleduje dva motiva. Prvi motiv je resnično povečati obrambno moč podjetja, kar prinaša delničarjem višje premije, ki jih dobijo ob potencialnem prevzemu. Drugi motiv temelji na zaščiti lastne vloge v podjetju, saj s spremembami v statutu ščitijo lastni položaj in koristi v podjetju.

Spremembe statutom lahko vključujejo zahteve po višjem odstotku potrebne večine glasov delničarjev pri glasovanju o vprašanjih v zvezi s prevzemi, določila o pošteni ceni za odkup delnic, omejitve pri imenovanju članov nadzornega sveta s časovnimi zamiki v mandatih, pooblastila za izdajo prednostnih delnic s posebnimi glasovalnimi pravicami, ukinitve kumulativnega glasovanja, sprememba države, v kateri ima podjetje svoj sedež, spremembe glede časovnih in vsebinskih zahtev pri sklicevanju skupščine delničarjev ter določila, ki prepovedujejo uporabo pravice managementa do odkupa lastnih delnic od potencialnega prevzemnika po ceni, ki je višja od tržne (Bešter, 1996, str. 124).

2.5.4. Strupene tabletk

Strupene tabletk so vrsta vrednostnih papirjev, ki lastnikom omogočajo posebne pravice nakupa vrednostnih papirjev po izvedenem prevzemu od združenega oziroma preostalega podjetja po bistveno nižji ceni od tržne. Namen strupenih tabletk je nezaželenemu prevzemniku otežiti pridobitev nadzornega deleža brez sodelovanja managementa podjetja. Njihova vloga je predvsem v izjemnem povečanju stroškov sovražnih prevzemov (Bešter, 1996, str. 126).

2.5.5. Premijski in navadni odkup lastnih delnic

Premijski odkup lastnih delnic pomeni, da se podjetje zaveže, da bo po neuspešnem sovražnem prevzemu od delničarja, s katerim je sklenila dogovor o njegovi neprodaji vrednostnih papirjev ponudniku, odkupila njegove delnice po višji ceni od tržne. Takšni dogovori so v statutih večine podjetij prepovedani, saj škodujejo preostalim delničarjem, ki takšnega dogovora s podjetjem niso sklenili.

Navadni odkup lastnih delnic pa ni omejen na enega ali skupino večjih investitorjev, temveč so potencialni prodajalci vsi delničarji. Sam odkup management lahko izvede bodisi na trgu vrednostnih papirjev ali s ponudbo za odkup lastnih delnic. Ta ponudba je avkcijske narave, kar pomeni, da management objavi število delnic, ki jih želi odkupiti in povabi zainteresirane delničarje, da pošljejo svoje ponudbe s količinami in cenami. Pri drugi možnosti pa gre za običajno ponudbo za odkup z vnaprej določeno odkupno ceno (Bešter, 1996, str. 133).

3. ZNAČILNOSTI FARMACEVTSKE PANOG

Danes se farmacevtska panoga po tehnološki, inovativni in tržni naravnosti uvršča med vodilne gospodarske panoge. S svojo močjo in vplivom na globalne, ekonomske in finančne tokove pomembno vpliva na razvitost gospodarstva v posameznih državah. Poleg tega je ena najbolj tehnološko visoko razvitih in dobičkonosnih panog. Ker visoka dobičkonosnost podjetij v panogi določa tudi stopnjo privlačnosti panoge in s tem konkurence v njej, se tržni deleži podjetij v panogi neprestano spreminjajo.

3.1. Predstavitev farmacevtske panoge

Farmacevtska panoga, kljub vse ostrejšemu nadzoru vlad nad izdatki za zdravstvo, ohranja visoko dobičkonosnost prihodkov. Razloge za to je mogoče najti v rasti razvitosti gospodarstva držav, rasti bruto domačih proizvodov in rasti porabe zdravil. Poraba zdravil raste zaradi staranja prebivalstva in velikega povpraševanja in ponudbe novih, boljših, četudi dražjih zdravil. Vsa zdravila, ki vzbujajo optimizem in bistveno pripomorejo k daljšemu in kakovostnejšemu življenju, imajo tudi ekonomske posledice, saj njihova prodaja v svetu iz leta v leto narašča. Zaradi majhne kupne moči in nizkih cen zdravil v nerazvitih državah so prav velike porabnice zdravil, kot so ZDA, Japonska in nekatere evropske države, prve, kamor velike farmacevtske

multinacionalke z novimi zdravili najprej prodirajo. Tako prodaja zdravil še vedno raste na račun prodaje na razvitih – vodilnih svetovnih trgih zdravil.

Svetovni farmacevtski trg lahko razdelimo na štiri prodajne regije:

- Severna Amerika (ZDA in Kanada),
- Evropa (EU in ostala Evropa),
- Azija, Afrika in Avstralija,
- Latinska Amerika (Srednja in Južna Amerika).

Rast svetovne prodaje zdravil je bila v letu 2003 9 % in svetovni prihodki od prodaje zdravil so znašali 466,3 mia USD (Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2003). IMSWorld Review spremlja prodajo približno 90 % zdravil na recept in zdravil v prosti prodaji v več kot 70. državah. Na podlagi zbranih podatkov se nato, s pomočjo raznih metod in tehnik napovedovanja, oceni celotna svetovna prodaja zdravil, ki je tako v letu 2003 znašala 491,8 mia USD (tabela 1).

Kljub ekonomskim spremembam na vodilnih svetovnih trgih in čedalje manjšemu številu novih proizvodov je svetovna prodaja zdravil v letu 2003 beležila stabilno rast. Prodaja generičnih zdravil se je okrepila v severni Ameriki in zahodni Evropi, predvsem na račun poteka patentne zaščite nekaterih zdravil, medtem ko je bila prodaja nekoliko nižja na Japonskem. Staranje prebivalstva in nenehne potrebe po novih inovativnih zdravilih sta dejavnika, ki sta vplivala na nadaljnjo rast v letu 2004. Zaradi izboljšanja gospodarstva v latinski Ameriki se je prodaja povečala za 6 %, severna Amerika, Evropa in Japonska pa so utrdile svoje pozicije: te tri regije so dosegle 88 % svetovne prodaje, od tega severna Amerika 49 % (11 % rast), EU 8 % rast, Japonska 3 % rast, ostala Azija, Afrika in Avstralija pa 12 % rast (tabela 1).

Rast porabe prodaje zdravil v svetu se zmanjšuje in je po podatkih za zadnjih 12 mesecev v letu 2004 padla na 7 %. To je posledica številnih varčevalnih ukrepov posameznih držav, ki ne zmorejo več slediti rasti stroškov zdravstvenega varstva in tudi posledica vse manj novih zdravil, ki bi imela izrazite prednosti pred že obstoječimi. Farmacevtska panoga se tako spopada z vse bolj zaostrenimi pogoji poslovanja, pri čemer pa zelo hitro pada tudi njen ugled, k čemer so največ pripomogli umiki nekaterih pomembnih zdravil s trga zaradi neželenih stranskih pojavov in ne najbolj posrečeno komuniciranje panoge z različnimi javnostmi. Manjša rast prodaje ob manjšem številu novosti iz razvojnih laboratorijev sili farmacevtsko panogo v različna prestrukturiranja, ki se kažejo v številnih prevzemih in združevanjih na eni strani in notranjimi ukrepi za optimizacijo procesov na drugi strani (Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2004).

Tabela 1: Svetovna prodaja zdravil po regijah v letu 2003

Svetovni trg	Prodaja 2003 (v mia USD)	Tržni delež (v %)	Stopnja rasti (v %)
Severna Amerika	229,5	49	+ 11
EU	115,4	25	+ 8
Ostala Evropa	14,3	3	+ 14
Japonska	52,4	11	+ 3
Azija, Afrika, Avstralija	37,3	8	+ 12
Latinska Amerika	17,4	4	+ 6
SKUPAJ	466,3	100	+ 9

Vir: Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2003.

V farmacevtski panogi je trenutno na prvem mestu ameriško podjetje Pfizer, ki je daleč pred ostalimi podjetji v prodaji zdravil in investiranju v raziskave in razvoj, sledi mu GlaxoSmithKline in Merck & Co. Najvišjo stopnjo rasti med prvimi desetimi podjetji ima prav Pfizer, ki je v letu 2003 prevzel podjetje Pharmacia in še dodatno utrdil mesto vodilnega med farmacevtskimi podjetji (tabela 2).

Tabela 2: Vrstni red vodilnih svetovnih farmacevtskih podjetij po prodaji zdravil v letu 2003

Rang	Podjetje	Prodaja (v mia USD)	Stopnja rasti (v %)	Stroški za R&D (v mio USD)
1.	Pfizer	39,4	40,1	6.632
2.	GlaxoSmithKline	29,8	11,0	4.410
3.	Merck & Co	22,5	4,8	3.178
4.	Johnson & Johnson	19,5	13,8	3.250
5.	Aventis	18,9	5,9	2.863
6.	Novartis	18,4	23,7	3.342
7.	AstraZeneca	18,3	5,6	3.416
8.	Bristol-Myers Squibb	14,9	16,5	2.119
9.	Hoffmann la Roche	14,7	32,2	2.644
10.	Eli Lilly and Company	11,9	14,2	2.278

Vir: Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2003.

Prodaja prvih deset zdravil v letu 2003 je predstavljala 14 % celotne prodaje zdravil v svetu. Med prvimi štirimi zdravili, ki so imela največjo prodajo, sta dve zdravili za zniževanje holesterola, eno zdravilo za zdravljenje zvišanega krvnega tlaka in zdravilo za zdravljenje nevroloških

motenj. Najhitrejšo rast med prvih deset zdravil je imelo zdravilo Nexium, ki ga izdeluje podjetje AstraZeneca (tabela 3).

Tabela 3: Vrstni red sedmih zdravil z največjo prodajo v letu 2003

Rang	Zdravila	Prodaja 2003 (v mia USD)	Stopnja rasti (v %)
1.	Lipitor	10,3	+ 14
2.	Zocor	6,1	- 4
3.	Zyprexa	4,8	+ 13
4.	Norvasc	4,5	+ 7
5.	Erypo (Eprex/Procrit)	4,0	+ 13
6.	Ogastro	4,0	0
7.	Nexium	3,7	+ 62

Vir: The Pharmaceutical Market World Review, 2003.

3.2. Delitev farmacevtske panoge

Farmacevtsko panogo delimo na inovativno in generično. To je precej poenostavljena in bolj ali manj teoretična razdelitev, ki izhaja iz narave izdelka, torej originalnega oziroma generičnega zdravila.

3.2.1. Inovativna zdravila

Inovativni farmacevtski proizvajalci "Research Based Industry" ali "Leaders" so zlasti tiste multinacionalke, ki so usmerjene predvsem v raziskave in razvoj novih aktivnih učinkovin (New Chemical Entity – NCE) in razvijanje originalnih zdravil (branded proprietary medicine), katerih bistveni sestavni del so nove aktivne učinkovine. Novo zdravilno učinkovino in zdravilo, ki vsebuje to aktivno učinkovino, inovativni proizvajalci patentirajo, s čimer pridobijo za določen čas izključno pravico do monopolne prodaje in trženja tega zdravila na trgu, za katerega je bil pridobljen patent. V tem času lahko, v pogojih monopolnega trženja, s prodajo krijejo visoke stroške njihovega razvoja in trženja, velika razlika med proizvodno in prodajno ceno pa sčasoma proizvajalcu prinaša velike dobičke. Originalna zdravila se praviloma tržijo le pod lastniškimi oziroma zaščitnimi imeni (Suhadolc, 1999, str. 7).

3.2.2. Generična zdravila

Generični farmacevtski proizvajalci "Followers" ne odkrivajo novih aktivnih učinkovin, ampak so usmerjeni predvsem v razvoj generičnih zdravil (generic non-proprietary medicine), to je zdravil z že odkrito aktivno učinkovino. Generično zdravilo lahko generični farmacevtski proizvajalci začnejo prodajati in tržiti na določenem trgu šele po prenehanju veljavnosti patentno-pravnega varstva originalnega zdravila na tem trgu. Generična zdravila so po kakovosti, učinkovitosti in varnosti enakovredna originalnim zdravilom, ki jim je patentna zaščita že potekla, kar v postopku registracije dokazujejo predvsem bioekvivalenčne raziskave. Vsebujejo iste aktivne učinkovine kot originalna zdravila, medtem ko se po neaktivnih, pomožnih snoveh, ter po kemijskem in tehnološkem postopku izdelave od njih razlikujejo. Generična zdravila se lahko tržijo bodisi pod (Suhadolc, 1999, str. 7):

- pravno nevarovanimi imeni za generična zdravila (unbranded generics),
- pravno varovanimi imeni za generična zdravila (branded generics),
- kombiniranimi imeni (generično ime in ime proizvajalca, branded-line generics).

3.2.3. Razlike med proizvajalci inovativnih in generičnih zdravil

Razlike med proizvajalci inovativnih in generičnih zdravil so predvsem v načinu raziskav in razvoja, registracijske in proizvodne dejavnosti ter prodaje in trženja. Ta meja se v praksi vse bolj izgublja. To velja predvsem za področje registracije, kjer so zahteve za kakovost podatkov in dokumentacijo na enako visoki ravni, in za področje trženja, kjer so meje med njima zaradi medsebojnega strateškega povezovanja, združevanj in prevzemov precej zabrisane. Opredelitev podjetja za inovativno ali generično usmeritev temelji predvsem na finančnih zmožnostih podjetja (Suhadolc, 1999, str. 7).

Raziskave in razvoj nove aktivne učinkovine ali novega zdravila je dolgotrajen in finančno zelo zahteven proces, ki traja tudi do 15 let, stane pa več sto mio USD (Suhadolc, 1999, str. 8-9). Časovno obdobje razvoja novega zdravila se v zadnjih desetletjih podaljšuje in danes porabi inovativno podjetje od odkritja do lansiranja novega izdelka na trg v povprečju 12 let. Za to so krive vse strožje zahteve in predpisi, ki pomenijo večje število predkliničnih in kliničnih testiranj zdravila. To pomeni, da podjetju od podeljene patentne zaščite za farmacevtski proizvod (traja 20 let) za dejansko učinkovito patentno zaščito in s tem pogoje monopolnega trženja ostaja vse manj časa, kar je za pokrivanje stroškov in ustvarjanje dobička (potrebni virov za nov razvojni krog) pogosto premalo. Proces razvoja generičnega zdravila traja praviloma krajši čas in je finančno manj zahteven (Suhadolc, 1999, str. 9), kar generičnim farmacevtskim proizvajalcem omogoča, da prodajajo zdravila po nižjih cenah od cen originalnih zdravil. Nižji stroški raziskav in razvoja

so posledica dejstva, da za registracijo generičnih zdravil ni potrebno pridobivati podatkov o predkliničnih in kliničnih testiranjih zdravila, ampak zadostuje dokaz o bioekvivalenci generičnega zdravila z originalnim zdravilom.

Z vidika registracije zdravila se vloga za registracijo generičnega zdravila od vloge za registracijo originalnega zdravila razlikuje predvsem v manj obsežnem predkliničnem in kliničnem delu, medtem ko se glede zahtevnosti dokumentacije o sami aktivni učinkovini ne razlikujeta. Za registracijo generičnega zdravila je potrebno predložiti podatke o bioekvivalenčni študiji¹. Sam postopek registracije generičnega zdravila je časovno in finančno manj zahteven kot registracija originalnega zdravila (Suhadolc, 1999, str. 9).

S trženjsko-prodajnega vidika je razlika med inovativnimi in generičnimi farmacevtskimi proizvajalci v tem, da imajo prvi v povprečju 25 do 100 zdravil, ki jih tržijo globalno, z intenzivno trženjsko dejavnostjo, drugi pa imajo večji asortiman, od 100 do 400 izdelkov, bistveno manj vlagajo v njihovo promocijo kot inovativna podjetja, zdravila pa so prisotna na trgu večinoma na lokalni in regionalni ravni (Suhadolc, 1999, str. 9).

Cenovna razmerja med originalnimi in generičnimi zdravili so odvisna od številnih dejavnikov (tudi števila generičnih paralel na trgu) in se med državami razlikujejo. Cene generičnih zdravil so na razvitih generičnih trgih (ZDA, Kanada in Velika Britanija) v povprečju za 50 do 60 % nižje od cen originalnih zdravil, v državah EU pa so generična zdravila v povprečju cenejša za 20 do 30 % (Suhadolc, 1999, str. 9).

3.2.4. Generična substitucija

Prodor generičnih zdravil na trg je v nasprotju z interesi politično in lobijsko močnih razvojno usmerjenih farmacevtskih podjetij. Ta problem je še posebej pereč v državah z zelo razvito domačo inovativno industrijo. Inovativna podjetja kljub temu, da so zaščitena s patentno zaščito, prodora generičnih zdravil po njenem poteku ne morejo zaustaviti. K rasti tržnih deležev generičnih zdravil dodatno prispeva politika državnih zdravstvenih institucij, ki zaradi reform zdravstvenih sistemov in teženj po zmanjševanju stroškov zdravil spodbujajo predpisovanje cenejših zdravil. Generična substitucija tako pomeni predpisovanje cenejšega generičnega zdravila na recept ali pa nadomestitev originalnega zdravila z recepta s cenejšo paralelo. Večina držav generično substitucijo v lekarnah dovoljuje, ob pogoju, da se z zamenjavo zdravila strinjata

¹ Bioekvivalenčna študija je raziskava, v kateri z merjenjem plazemskih koncentracij učinkovine pri zdravih prostovoljcih primerjajo farmakokinetične parametre generičnega in originalnega zdravila in dokazujejo njuno enako biološko uporabnost ter s tem enako učinkovitost (Suhadolc, 1999, str. 9).

zdravnik in bolnik. Lahko gre za dogovor med lekarnarjem in zdravnikom ali pa zdravnik možnost nadomestitve označi na receptu.

Stopnjo generične substitucije na posameznem trgu določajo v glavnem naslednji dejavniki (Raggett, 1994, str. 15-16):

1. Zakonodaja kot osnovni dejavnik: Med državami obstajajo razlike v metodi uvajanja generične substitucije. Vsako originalno zdravilo, ki ima generično substitucijo je mogoče nadomestiti z generičnim zdravilom.
2. Regulatorna dejavnost države: Na stopnjo generične substitucije vplivajo pogoji za doseganje bioekvivalenčnosti v posameznih tarapevtskih skupinah.
3. Cene originalov in njihovih generičnih kopij: Cene generičnih zdravil so nižje od cen originalnih zdravil; v Evropi do 30 %, v ZDA tudi do 80 %.
4. Število originalnih zdravil, ki jim je potekla patentna zaščita: v naslednjih nekaj letih bo potekla patentna zaščita številnim originalnim zdravilom in zato bo na trgu veliko novih generičnih zdravil.
5. Namen uporabe zdravila in problematičnost obvladovanja bolezni: pri zdravljenju akutnih ali kroničnih bolezni je možnost zapletov pri določenih terapijah velika in zato je pomembno, da bolnik v času zdravljenja uporablja enako zdravilo – generična substitucija je v tem primeru manjša.
6. Vrsta trga kupcev, kjer prevladuje prodaja zdravil (bolnišnice, lekarne): Pred generično substitucijo so najbolj varna zdravila, ki se pretežno ali v celoti uporabljajo v bolnišnicah, manj pa tista, ki se prodajajo v lekarnah.
7. Terapevtski razred, v katerega sodi zdravilo: Visoko specializirana zdravila nekaterih terapevtskih razredov (npr. za zdravljenje raka) so relativno imuna na generično konkurenco.

Iztekanje patentne zaščite najboljše prodajanih zdravil povzroči množičen vstop generičnih proizvajalcev, kar na trgu povzroči padec cen, zmanjševanje dobičkov in tržnih deležev inovativnih podjetij. Za generične proizvajalce je toliko bolj zanimivo tisto zdravilo, ki se dobro prodaja še v času veljavnosti patenta (v angleški terminologiji se za zdravilo z visokim prodajnim potencialom uporablja izraz "blockbuster"). S prodajo in trženjem generične verzije originalnih zdravil, ki jim je potekla patentna zaščita, si lahko obetajo največje zaslužke. Zaradi cenovne privlačnosti se trg generičnih zdravil zelo hitro razvija in raste. Inovativna podjetja so se na veliko rast generičnih podjetij pričela prilagajati s spremenjenimi poslovnimi in globalnimi strategijami. S kapitalskimi povezavami so si pričela ustvarjati lastna generična podjetja, zato postajata meja in razlikovanje med inovativnimi in generičnimi podjetji čedalje bolj zabrisana.

3.3. Patenti v farmacevtski panogi

Patent je izključna pravica fizične ali pravne osebe za izum, ki je nov, na inventivni ravni in industrijsko uporabljiv, pravi univerzalna opredelitev patenta, ki jo vsebuje tudi slovenski Zakon o industrijski lastnini. Patentno varstvo igra ključno vlogo zlasti v panogah, kjer je razvoj novih izdelkov povezan z izjemno visokimi stroški, stroški morebitnega kopiranja pa so izjemno nizki. In tak primer je farmacevtska panoga.

Patentna zaščita za zdravila traja 20 let od oddane prijave. Vendar pa od dne, ko je bila neka substanca za zdravilo patentirana, do registracije novega zdravila in prodaje na trgu – če se to sploh zgodi – v povprečju mine od 5 do 7 let. Medtem gre patentirana substanca v treh zaporednih stopnjah skozi številne klinične, podklinične, antitoksikološke in druge raziskave, kar stane najmanj 800 mio USD. Ker je razvijanje novih zdravil zelo tvegano, saj mnogokrat ne prinese zelenega rezultata, zmorejo to igro le velika farmacevtska podjetja, originatorji oziroma inovatorji. Če jim petkrat ne uspe, jim bo mogoče šestič, nato pa bodo s prodajo tega zdravila pokrili tudi stroške vseh neuspelih poskusov. Pri tem je nadvse pomembna patentna zaščita, to pa je tudi razlog, da patenti v farmaciji in kemiji pomenijo tudi do 40 % vseh patentov na svetu (Petrov, 2002, str. 22).

Patentiranje je najdražje v Evropi, kjer stane evropski patent v povprečju približno 100 tisoč EUR, vendar velja za vse države članice EU. V ZDA in na Japonskem je za patent treba odšteti okoli tretjino tega zneska, stroški patentiranja v Sloveniji pa so za domače osebe precej nižji. V tem primeru namreč ni treba najemati storitev patentnih zastopnikov, brez katerih v tujini patentiranje ni mogoče. Po prijavi izuma pri patentnem uradu traja postopek patentiranja od enega leta in pol do pet in več let. V tem času patentni preizkuševalci izum preverjajo in ugotavljajo, ali gre resnično za izum, ki je nov v svetovnem merilu, na zahtevani inventivni ravni in industrijsko uporabljiv (Petrov, 2002, str. 22).

Patentno varstvo je nujno, da se podjetjem povrnejo visoka vlaganja v razvoj novih zdravil, sporna pa je pogosta praksa inovatorskih farmacevtskih proizvajalcev, da z zlorabljanjem patentnih pravic ovirajo konkurenčne generične proizvajalce tudi potem, ko so patenti potekli. Znani sta dve klasični obliki takšnega oviranja. Tako z raznimi triki podaljšujejo patentno varstvo ali uveljavljajo druge oblike varstva, t.i. dokumentacijsko zaščito (podatkovno ekskluzivnost). Originatorji takšno zdravilo patentirajo v kombinaciji z drugimi snovmi in potem generične proizvajalce, ki takoj po izteku patentne zaščite na trg pošljejo svojo različico zdravila, ki je praviloma znatno cenejša, tožijo zaradi kratenja patentnih pravic. Če originatorji dosežejo, da sodišče generikom začasno prepove prodajo zdravila, lahko sami nadaljujejo s prodajo svojih

zdravil po višjih cenah. Vsak dodatni dan prodaje njihovega zdravila originatorjem navadno prinese milijonske dolarske zneske.

S trenutno zakonsko ureditvijo EU ne dopušča razvoja in registracije zdravila v času, ko traja patentna zaščita originalnega zdravila. Zato se generiki pojavijo na trgu bistveno pozneje kot v državah, ki to dopuščajo. Pravno sporno dokumentacijsko zaščito (ekskluzivnost podatkov), ki poleg pravno nesporne patentne zaščite dodatno ovira prihod generičnih paralel, naj bi v državah članicah EU podaljšali s pretežno 6 na enotnih 10 let. V EU se zavedajo, da brezpogojno popuščanje multinacionalkam vodi v slepo ulico, zato proučujejo možnost uvedbe akta, kot je Bolar Roche v ZDA. Medtem, ko je v EU dovoljena le "eksperimentalna" uporaba generične verzije v času veljavnosti zaščite originalnega zdravila, sta v ZDA možna celosten razvoj in proizvodnja nekomercialnih količin, kar omogoči vstop generikom kmalu po poteku patenta (Kenda, 2002, str. 9).

3.4. Koncentracija v farmacevtski panogi

Ključni dejavniki uspeha in nadaljnje rasti postajajo: kapital, znanje, razvojni portfelj, blagovne znamke in prisotnost na trgu. Organska rast inovativnih farmacevtskih podjetij postaja premalo za uvrstitev v svetovni vrh. Združitve in prevzemi tako postajajo priljubljena oblika hitre rasti, saj lahko večja podjetja več vlagajo v raziskave in razvoj. Sinergijski učinki takih povezav omogočajo, da se trud in denar, ki so ga podjetja prej vlagala v konkuriranje, zdaj združita v sodelovanje. Hkrati kapitalske povezave omogočijo dostop do razvojnotrženjskih resursov za raziskovalno delo in trženje novih zdravil ter pridobitev novih zdravil ali farmacevtskih podjetij, ki so jih sposobna razviti. Tako ostaja v farmacevtski panogi omejeno število podjetij, ki se strateško in kapitalsko povezujejo, to pa pomeni zmanjševanje njihovega števila in povečevanje tržne koncentracije v panogi.

V zadnjih 10 letih smo bili priča hitri konsolidaciji v farmacevtski panogi. 10 največjih podjetij v panogi je v začetku 90 let obvladovalo manj kot 28 % trga, ob prelomu tisočletja je ta delež presegel 45 % (Cunder, 2002, str. 17). Konsolidacija poteka na dveh ravneh:

- med proizvajalci originalnih zdravil (originatorji), katerih dobički so pod pritiskom izteka patentnih pravic; večji koncerni prevzemajo manjša inovativna podjetja, katerih glavna dejavnost je razvoj novih zdravil,
- med proizvajalci generičnih zdravil (generiki), ki prevzemajo manjše, predvsem na svojem področju.

Med originatorji in generiki so povezave manj verjetne – generiki so premajhni, da bi prevzeli originatorja, ti pa generikov ne prevzemajo, ker bi prišlo do ponotranjenja nenehnega boja med njimi, ki poteka v svetu. Razlogi za konsolidacijo med generiki so:

1. pomen velikosti podjetja – večje podjetje se lažje spopade s pritiski na cene in ima večjo pogajalsko moč,
2. bolj politične narave – če ima zdravstvena blagajna na voljo enaki zdravili po isti ceni, bo raje izbrala tisto, ki ga izdeluje domač proizvajalec,
3. vedno večji pritisk originatorjev, da bi dosegli močnejšo zakonsko zaščito svojih zdravil na domačih trgih generičnih proizvajalcev, pri čemer jih podpirajo njihove vlade; za generike je pomembno, da so prisotni na trgih, kjer te omejitve še ne veljajo.

Originatorji in generiki se bodo tudi v prihodnje povezovali, vendar ločeno. Farmacevtska panoga se v svetu šele začneja koncentrirati. Največje farmacevtsko podjetje na svetu je ameriški Pfizer, ki nadzira dobrih 8 % svetovnega trga. Koncentracija se je začela v ZDA, nadaljevala pa v Evropi. V Švici sta se Sandoz in Ciba-Geigy uspešno povezala v Novartis. Koncentracija se bo nadaljevala in v posamezni dejavnosti bo 5 do 6 velikih igralcev, kjer bo vsak obvladoval 10 do 15 % svetovnega trga. Njihov delež se lahko poveča z notranjo rastjo, prek nakupov in združevanj ali s kombinacijo obeh. Med podjetji, ki bodo v prihodnosti krojila svetovni farmacevtski trg, so predvsem Pfizer, GSK, Aventis, Merck in Novartis. Finančna moč bo konkurenčna prednost. Največje svetovne multinacionalke pokrivajo svetovni trg, ponujajo niz zdravil, ki jim prinašajo mla USD na leto, kar jim daje naložbeno moč, s katero si širijo trg in razvijajo nove izdelke. Farmacevtska panoga je še vedno med najbolj donosnimi. Originatorjem zdravila s patentno zaščito prinašajo zelo velike donose, hkrati pa izboljšujejo svoje poslovanje z operativnimi novostmi. Prihranke vlagajo v razvoj in trgovsko mrežo (Kranjec, 2000, str. 11).

V državah v razvoju prevladujejo generiki, boj za trg poteka tudi med njimi. Trenutno najuspešnejša je izraelska Teva, ki kupuje podjetja v Evropi in ZDA, med vidnejšimi srednjeevropskimi generiki pa so nekdanji samostojni Lek, Krka, hrvaška Pliva in madžarski Gedeon Richter.

Velika svetovna podjetja se za generično proizvodnjo še ne zanimajo ali pa imajo za ta zdravila ločene oddelke, saj z generiki zaslužijo manj kot z originalnimi zdravili. Če se bo farmacevtski trg krčil in se bodo velika svetovna farmacevtska podjetja širila tudi na vzhodnoevropski trg, bodo dejavno vstopila na trg generičnih zdravil in hkrati skušala ohraniti visoko donosnost originalnih zdravil z vsiljevanjem zakonodaje, ki ščiti ta zdravila. Igra med generiki in originatorji poteka po naslednjem scenariju: ko se izteče patent originalnega zdravila, pošljejo generiki na trg generično zdravilo, kar praviloma povzroči padec cene originalnega zdravila in tudi izgubo tržnega deleža. Generičnim zdravilom pomaga dejstvo, da se prispevki za zdravstveno varstvo povsod po svetu zmanjšujejo, kar povečuje trg cenejšim generičnim

različicam. Trg srednje in vzhodne Evrope bo še dolgo generičen in srednjeevropski generiki bi se lahko povezali v največje generično podjetje na svetu. Ni nujno, da se v celoti združijo, organizirajo se lahko v mrežo, v okviru katere bi sodelovali v razvoju, proizvodnji in prodaji (Kranjec, 2002, str. 19).

3.5. Perspektive generikov in originatorjev

Farmacevtska panoga, zlasti njen generični del, je sredi burnega spreminjanja. Velik prelom je nastal v zadnjem času, ko so se ob močnih lokalnih igralcih, ki so obvladovali raznolike nacionalne trge generičnih zdravil, pojavila prva mednarodna in globalna podjetja, na primer Teva, Hexal, Ratiopharm, Merck Generics in Novartis Generics. Dogodek verjetno pomeni začetek globalne konsolidacije, ki se bo v prihodnjih letih okrepila. Kdor bo hotel v prihodnjih petih do desetih letih uspeti na trgu, bo moral postati resnični globalni igralec. Vrednost bo moral ustvarjati v različnih delih sveta. Če bo želel zmagovati, bo moral dosegati čim nižje proizvodne stroške, se navpično združevati in izrabljati možnosti globalnega razvoja, inovativno razširjati ponudbo ter nenehno izboljševati prodajne in trženjske poti na lokalne trge. Veliki igralci, ki bodo imeli vodilne vloge na več kot treh ali štirih trgih in katerih število se bo povečevalo v prihodnjih petih letih, se bodo morali naučiti nastopa na lokalnih trgih, na katerih odločajo prodajalci in zdravniki, izkoristiti ekonomije obsega in sinergijo delovanja na več trgih hkrati. Ob tem jih bodo morale odlikovati močne korporacijske blagovne znamke, ki bodo v očeh kupcev izboljšale ugled in sprejemljivost generikov v primerjavi z originatorji.

Vzhodna Evropa, predvsem Rusija, je relativno nerazvit trg z majhno kupno močjo, kjer imajo generiki največje možnosti za rast. Vendar pa so ti trgi tudi vse bolj zasičeni ter konkurenčni in če želijo generiki tudi v prihodnje rasti, se morajo obrniti drugam. Amerika je največji farmacevtski trg na svetu, hkrati pa zelo konkurenčen in tvegan. Na trgih znotraj EU imajo generiki relativno visok tržni delež v Veliki Britaniji, Nemčiji ter na danskem in nizozemskem trgu. Tu dosegajo od 13 do 35 % vrednostne prodaje oziroma 40 do 60 % količinske prodaje vseh zdravil. V drugih državah, kot so Italija, Francija, Španija in Belgija, sta oba deleža pod 10 % (gre za manj zrele trge). Če bodo zaradi zdajšnjih primanjkljajev v zdravstvenih blagajnah teh držav povečali delež generičnih zdravil na nemško ali ameriško raven, bo to pomenilo veliko priložnost za generike v prihodnosti (Cunder, 2002, str. 17).

Po podatkih podjetij za tržne analize Datamonitor (Urbanija, 2002, str. 96) naj bi:

1. Svetovni trg z generičnimi zdravili v prihodnjih 5 letih prekosil trg zdravil z zaščiteno blagovno znamko. Krepko bodo rasli proizvajalci, ki bodo na tem trgu sposobni izkoristiti potencial, ki se ponuja. Leta 2001 je bil trg z generičnimi zdravili vreden 27 mia USD in

je rasel po 11,3 % stopnji, kar je za 8 % več, kot je bila ocena rasti za svetovni trg zdravil nasploh, leta 2007 naj bi bil trg z generičnimi zdravili vreden 57 mia USD.

2. 42 od 52 najbolje prodajanim zdravilom naj bi se do leta 2007 iztekla patentna zaščita – njihova skupna prodaja je leta 2003 znašala 98 mia USD.
3. Zaradi naraščajočih stroškov v zdravstvu se bo v številnih državah povečevala zakonska podpora generičnim zdravilom, ki so tudi do 80 % cenejša od originalov.
4. Zdravniki v ZDA že zdaj več kot polovico receptov napišejo za cenejša, generična zdravila. Po podatkih raziskovalne podjetije Decision Resources naj bi se vrednost ameriškega trga z generičnimi zdravili s sedanjih 14 mia USD v prihodnjih 5 letih povečala na 36 mia USD.
5. Najhitreje naj bi rasel evropski trg; med leti 2002 in 2007 po povprečni 15 % letni stopnji (večja kot v ZDA). Največ možnosti za prodajo je na trgih vzhodne in južne Evrope, kjer so šele začeli vzpodbujati uporabo zdravil brez patentne zaščite.

Napovedi pod 2. in 3. točko sta dva glavna dejavnika, na katerih temelji dinamika trga generikov. V obdobju 2001-2007 se pričakuje obdobje zelo visokih stopenj rasti v generični industriji. Recesije na trgu generičnih zdravil po letu 2005 ne bo, bo pa po letu 2007 sledilo obdobje nižje, okoli 10 % stopnje rasti. Na nižje stopnje rasti trga z generičnimi zdravili se večina zahodnih generikov pripravlja že zdaj: razvijajo lastna, patentno zaščitena zdravila (primer je Teva, ki je svoje prvo inovativno zdravilo copaxone na ameriškem trgu registrirala aprila leta 1997), razvijajo lastne proizvodne postopke in namesto ampul (neprodušno zaprta steklenička, navadno z zdravilom za vbrizganje) na trgu ponudijo zdravila v tabletah. Po letu 2007 bo ena ključnih razvojnih smeri biogenerična proizvodnja (generične različice biotehnoloških proizvodov). Biogeneričnih proizvodov trenutno v ZDA in EU ni mogoče prodajati, lahko pa se prodajajo na številnih drugih trgih. Prva registracija teh proizvodov se pričakuje nekako leta 2007. Gre za enega najhitreje rastočih trgov, od katerega bo vsaj polovica odprta za generične tekmece (Kenda, 2002, str. 3).

Kaj pa originatorji? V zadnjem času sta jih že prizadela pešanje inovacijskih zmogljivosti in erozija prodaje inovativnih zdravil. V svojih razvojnih laboratorijih imajo pripravljenih malo nadomestil za svoje iztekajoče se uspešnice (velik primanjkljaj inovacij). Kljub eksploziji izdatkov za raziskave, ki so se v zadnjem desetletju potrojile na skoraj 50 mia USD, pride na trg malo novih izdelkov. Nove pripravke na trgu ovirajo tudi daljši postopki registracije (povprečen čas preverjanja se je pri ameriški Agenciji za hrano in zdravila – FDA s 13 mesecev leta 1998 podaljšal na 18,5 mesecev leta 2001) (Urbanija, 2002, str. 95). Tako bodo originatorji prisiljeni znova določiti strategijo v odnosu do generične konkurence. Upravljanje življenjskega cikla originatorskega zdravila bo bolj sofisticirano, obsegalo bo nove možnosti, na primer sporazum z generičnim podjetjem o tem, kako sodelovati pri nadzorovani eroziji izdelka ob koncu patentnega obdobja, različne nove taktike podaljševanja patentnih pravic s spremenjenimi indikacijami

zdravil ali ekspanzijo na nove trge, čeprav tam že obstaja generična konkurenca. Originatorji bodo prevzemali podjetja, ki imajo dobro razvito raziskovalno dejavnost. S prevzemom bodo prišli do njihovih raziskav in patentiranih zdravil ter si zagotovili nadaljnje dobičke, s tem pa zadovoljili zahteve lastnikov.

4. STRATEŠKA OCENA PODJETIJ AVENTIS IN SANOFI-SYNTHELABO PRED PREVZEMOM

4.1. Ocena podjetja Aventis

4.1.1. Nastanek in predstavitev podjetja

Podjetje Aventis je nastalo v decembru leta 1999 z združitvijo nemškega podjetja Hoechst Marion Roussel in francoskega podjetja Rhone-Polenc. Delniško podjetje Hoechst je bilo ustanovljeno leta 1880 v mestu Hoechst blizu Frankfurta v Nemčiji in v letu 1883 je začelo z izdelavo prvih farmacevtskih zdravil ter doseglo velike uspehe z analgetikom Antipyrin. V letu 1974 postane Hoechst vodilno farmacevtsko podjetje in leta 1995 prevzame podjetje Marion laboratories, ki je zaslovelo z zdravilom Cartizem ter tako nastane novo podjetje Hoechst Marion Roussel. Podjetje je izdelovalo poleg zdravil za humano medicino tudi živalsko prehrano in insekticide v kmetijstvu (Zgodovina podjetja Aventis).

Začetki podjetja Rhone-Polenc segajo v leto 1895, ko je podjetje Rhone postalo delniško podjetje Societe Chimique des usines du Rhone (S.C.U.R.). Leta 1928 je prišlo do združitve podjetja Rhone in Poulenc v skupno podjetje Rhone-Polenc, ki v letu 1943 začne s proizvodnjo penicilina. Podjetje Rhone-Polenc leta 1986 ustanovi kmetijski oddelek, ki zaslovi s pesticidom Temik. Leta 1994 podjetje Rhone-Polenc prevzame podjetje Connaught Laboratories in tako postane vodilno podjetje v svetu za cepiva.

Dejavnost podjetja Aventis je v letu 2000 obsegalo poleg oddelka za humano medicino še oddelek za kmetijstvo in oddelek za živalsko prehrano. V podjetju so se odločili, da se bodo v prihodnosti osredotočili predvsem v humano medicino. Tako so leta 2002 prodali živalsko prehrano ameriškemu podjetju CVC Capital Partners in kmetijstvo nemškemu podjetju Bayer AG (Zgodovina podjetja Aventis).

Oddelek za humano medicino je v letu 2002 obsegal: Aventis Pharma – zdravila za humano medicino, Aventis Pasteur – cepiva in Aventis Behring – plazemski proteini. Ob koncu leta 2003 se je podjetje odločilo, da bo prodalo še Aventis Behring ter tako postala ena vodilnih podjetij v farmacevtski panogi za zdravila na recept (Letna poročila za podjetje Aventis za leta 2002, 2003).

4.1.2. Strateške povezave

Podjetja iz leta v leto vse več uporabljajajo strateške povezave z drugimi podjetji za razvoj novih, zapletenih zdravil na številnih nivojih razvoja. Združen razvoj novih zdravil je s strani usklajevanja, stroškovno izredno drag. Pri tem ima usklajevanje velik vpliv na uspeh ali neuspeh strateške povezave med podjetjema. Podjetji si morata prizadevati, da je čim manjši razkorak v usklajevanju pri samem projektu razvoja novega zdravila. Določiti je potrebno izvedbo samega projekta in odpraviti vse dvome o tem, ali bo strateška povezava ostala trdna ali pa se bo razvezala (Donald, 2004, str. 241).

Podjetje Aventis je v letu 2000 podpisal strateški dogovor s podjetjem Millennium Pharmaceuticals o razvoju in trženju zdravil s protivnetnim delovanjem. V letu 2001 se je podjetje dogovorilo s podjetjem Altana Pharma AG, da bo sodelovalo pri razvoju in trženju inhalacijskega kortikosteroida za astmo. Leta 2002 sta se podjetji Aventis in Pfizer dogovorili o razširitvi samega kliničnega programa glede zdravila Exubera, ki bo edini inhalacijski insulin na svetu. Istega leta sta podjetji Aventis in Genta sklenili dogovor o skupnem razvoju in trženju onkološkega zdravila Genasense. V letu 2003 je podjetje Aventis podpisalo pogodbo s podjetjem ImmunoGen o raziskavah, razvoju in trženju novih zdravil proti raku (Letna poročila podjetja Aventis za leti 2003, 2004).

4.1.3. Lastniška struktura in promet z delnicami

V sodni register vpisan in vplačan osnovni kapital podjetja je ob koncu leta 2003 znašal 3.064.758.522,74 EUR. Razdeljen je bil na 802.292.807 navadnih imenskih delnic, ki so bile predmet organiziranega trgovanja na prostem trgu Pariške in New Yorške borze vrednostih papirjev (Letno poročilo podjetja Aventis za leto 2003).

Lastniška struktura podjetja Aventis je bila mednarodna, kar je razvidno iz tabele 4 in kaže na globalno usmeritev podjetja. Največji delež Aventisovih delnic je pripadal Severni Ameriki in Franciji, sledili pa so jim Velika Britanija in Nemčija. Največji posamezni lastnik podjetja Aventis pa je bil Group Kuwait Petroleum z 13,5 % deležem. Celotni Evropi je pripadalo 53,6 % delnic, medtem ko so zaposleni v podjetju imeli 3,5 % delnic Aventisa.

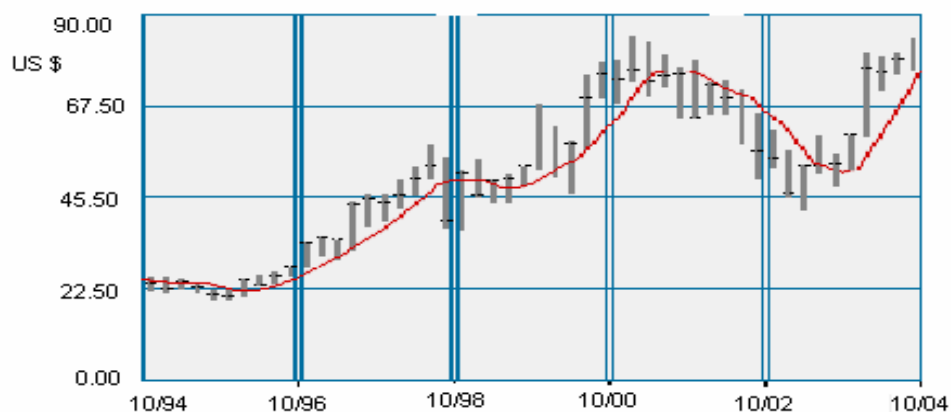
Tabela 4: Lastniška struktura podjetja Aventis na dan 31. 12. 2003

Lastniki	Število delnic	Delež lastništva (v %)
Severna Amerika	198.163.853	24,7
Evropa	430.028.945	53,6
- Francija	178.911.296	22,3
- Velika Britanija in Irska	92.263.673	11,5
- Nemčija	62.578.839	7,8
- Ostala Evropa	96.275.137	12,0
Azija	108.309.529	13,5
- Group Kuwait Petroleum	108.309.529	13,5
Ostali del sveta	15.243.563	1,9
Mešano mednarodno lastništvo	50.544.447	6,3
- zaposleni	28.080.248	3,5
- uprava Aventisa	22.464.199	2,8

Vir: Letno poročilo podjetja Aventis za leto 2003.

Trgovanje z delnicami podjetja Aventis je zaživelo v različnih obdobjih. Iz slike 3 je razvidno, da od konca leta 1995, ko je nastalo podjetje Hoechst Marion Roussel s prevzemom podjetja Marion Laboratories s strani podjetja Hoechst do konca leta 1998 se je tečaj delnice močno povišal – za 100 %. Nato pa je ob koncu leta 1999, ko je nastalo podjetje Aventis z združitvijo Hoechst in Rhone-Polenc tečaj delnice do začetka 2001 ponovno močno narastel – za približno 84 %. Sledilo je obdobje močnega padca tečaja delnic – za 80 % med leti 2001 in 2003 zaradi prodaje dela Aventisa, kot so živalska prehrana in kmetijstvo ter prevelikih pričakovanj podjetja od zdravil – za humano medicino.

Slika 3: Prikaz gibanja enotnega tečaja delnice podjetja Aventis



Vir: Podatki o tečaju in prometu delnic podjetja Aventis, 2004.

4.1.4. Terapevtske skupine zdravil

V podjetju Aventis izdelujejo številna zdravila, ki so pomembna za zdravljenje najrazličnejših bolezni. Terapevtske skupine, v katere podjetje največ vlaga so: respiratorni sistem in alergije, kardiologija in tromboza, onkologija, diabetes, artritis in osteoporoza, anti-infektivni, centralni živčni sistem ter humana cepiva (tabela 5). Podjetje ima številna zdravila, ki presegajo letno prodajo več kot 1 mia EUR (t.i. blockbusters, kot so: Telfast, Taxotere, Tritace) in so še vedno v velikem porastu na svetovnem trgu. Nekatera zdravila imajo velik potencial za rast in eden med njimi je zagotovo Lantus – insulin, ki bo v prihodnjih letih imel pomembno mesto v zdravljenju diabetesa.

Iz tabele 5 je razvidno, da se prodaja v terapevtskih skupinah iz leta v leto povečuje. Največje preskoke v prodaji je videti v kardiologiji, diabetesu in osteoporozi, medtem ko je zaslediti v letu 2003 nagli padec prodaje v terapevtski skupini alergije, kjer je predstavnik Telfast. Zmanjšana prodaja zdravila Telfast je nastala zaradi močne konkurence in prisotnosti generičnega zdravila v severni Ameriki.

Tabela 5: Prikaz prodaje pomembnih terapevtskih skupin od leta 2000 do leta 2003 (v mio EUR)

Terapevtske skupine zdravil	2000	2001	2002	2003
Respiratorni sistem in alergije	1.370	2.028	2.359	2.014
Kardiologija in tromboze	1.572	2.162	2.486	2.725
Onkologija	895	1.205	1.502	1.626
Diabetes	543	742	1.049	1.259
Artritis in osteoporoza	192	567	810	1.066
Anti-infektivni	371	394	531	538
Centralni živčni sistem	352	383	554	617
Humana cepiva	1226	895	953	1.006

Vir: Letna poročila podjetja Aventis za leto 2000, 2001, 2002, 2003.

4.1.5. Prodaja, raziskave in razvoj zdravil

Prodaja podjetja Aventis je bila največja v letu 2000, ker je obsegala prodajo humanih zdravil, živalske prehrane in kmetijstva. Del kmetijstva in živalske prehrane je podjetje prodalo v letu 2001 in preostali del v letu 2002, zato je tudi prodaja manjša. V letu 2003 je dejansko prodaja humanih zdravil in cepiv podjetja Aventis dosegla vrednost 16.791 mio EUR, ki je bila za 6 % manjša v primerjavi z letom 2002, zaradi prodaje živalske prehrane in kmetijstva (tabela 6). Strategija podjetja je bila, da se v prihodnosti osredotoči le na zdravila za humano medicino in

tako igra pomembno vlogo med farmacevtskimi podjetji. V letu 2003 je bil Aventis na petem mestu po prodaji zdravil v farmacevtski panogi.

V podjetju Aventis so bila vlaganja v raziskave in razvoj zdravil izredno velika. Iz tabele 6 je razvidno, da so to mia EUR, ki so omogočale podjetju nemoten inovativni napredek. Vsa večja farmacevtska podjetja vlagajo v raziskave in razvoj do 20 % od prodaje zdravil, kajti izkazalo se je, da brez novih, inovativnih zdravil ni dolgoročne rasti podjetja.

Tabela 6: Celotna prodaja in vlaganja podjetja Aventis v raziskave in razvoj (v mio EUR)

Postavka	2000	2001	2002	2003
Celotna prodaja	22.304	16.576	17.591	16.791
Raziskave in razvoj	3.291	2.891	3.141	2.863

Vir: Letna poročila podjetja Aventis za leta 2000, 2001, 2002, 2003.

V letu 2003 je podjetje Aventis premaknilo štiri učinkovine iz zgodnje faze razvoja v pozno fazo razvoja. V predkliničnih raziskavah je podjetje imelo več kot 30 učinkovin, ki so kazale velik potencial za nadaljne raziskave, blizu 40 učinkovin v zgodnji fazi in 14 v pozni fazi razvoja. V tem času je podjetje predložilo pet zdravil za regulatorno odobritev in povečalo število indikacij pri strateških zdravilih (tabela 7).

Tabela 7: Prikaz učinkovin in zdravil, ki so v pozni fazi razvoja

Zdravila in učinkovine	Bolezen	Status
Alvesco (Altana)	astma	predloženo za regulatorno odobritev
Apidra	diabete tipa 1 in 2	predloženo za regulatorno odobritev
Genasense (Genta)	kožni rak	predloženo za regulatorno odobritev
Menactra	meningitic (cepivo)	predloženo za regulatorno odobritev
Sculptra	facialna lipoatrofija	predloženo za regulatorno odobritev
Exubera (Pfizer)	diabetes tipa 1 in 2	faza III
Teriflunomide	multipla skleroza	faza III
109,881	rak	faza III
0673	akutni koronarni sindrom	faza II
100,907	nespečnost	faza II

Vir: Letno poročilo podjetja Aventis za leto 2003.

Podjetje Aventis je imelo namen še izboljšati svoj položaj v diabetesu, humanih cepivih, onkologiji, trombozah in drugih pomembnih terapevtskih skupinah. Pri vsem tem razvoju novih zdravil podjetje sodeluje s podjetji, kot so: Pfizer, Altana Pharmacy, Genta in ostali, s čimer si zmanjša stroške, ki jih zahteva razvoj samega zdravila.

4.2. Ocena podjetja Sanofi-Synthelabo

4.2.1. Nastanek in predstavitev podjetja

Leta 1973 je podjetje Elf Aquitaine-Total ustanovilo farmacevtsko podjetje Sanofi s prevzemom podjetja Labaz Pharmaceutical in leta 1978 prišlo s prvim zdravilom Ticlid na trg. V začetku leta 1994 je podjetje Sanofi vstopilo na ameriški trg s prevzemom podjetja Sterling Winthrop, ki je bil del podjetja Eastman Kodak. Leta 1997 je Sanofi začel s prodajo zdravila Avapro in leto kasneje zdravila Plavix na ameriškem trgu.

V začetku leta 1970 je z združitvijo dveh farmacevtskih podjetij Dausse in Robert & Carriere nastalo podjetje Synthelabo, v katerem je bil L'Oreal 100 % lastnik. V letu 1988 je podjetje Synthelabo dalo na francoski trg dve zdravili Stilnox in Xatral in v letu 1993 zdravilo Ambien na ameriški trg, ki je postalo vodilno zdravilo za zdravljenje insomnije.

Ob koncu leta 1998 sta se združili podjetji Sanofi in Synthelabo v skupno podjetje Sanofi-Synthelabo. V naslednjem letu se je podjetje odločilo, da bo opustilo področje kozmetike, veterine in diagnostiko ter se osredotočila na zdravila za humano medicino. Najpomembnejša delničarja novega podjetja sta postala L'Oreal in Total. Do leta 2002 je podjetje močno povečalo prodajo treh najpomembnejših zdravil Stilnox, Plavix in Aprovel ter tako postalo drugo farmacevtsko podjetje v Franciji, sedmo podjetje v Evropi in dvajseto v svetu. Leta 2003 je podjetje praznovalo trideseto obletnico in dalo na trg zdravilo za zdravljenje raka Eloxatin in Arixtra za zdravljenje venske tromboze (Zgodovina podjetja Sanofi-Synthelabo).

4.2.2. Strateške povezave

Leta 1998 je podjetje Sanofi-Synthelabo podpisalo pogodbo s podjetjem Mitsubishi Pharma Corp s ciljem, da bi odkrili nove nevroprotektivne učinkovine. V letu 1999 je Sanofi-Synthelabo skupaj s podjetjem Genfit začelo raziskovati zdravljenje ateroskleroze. V letu 2001 je Sanofi-Synthelabo podpisal dogovor s podjetjem Immuno Design Molecule o skupnem razvoju in trženju zdravila za zdravljenje raka. Ob koncu 2001 je podjetje začelo raziskave skupaj s podjetjem Cephalon in razvilo novo učinkovino za zdravljenje raka. S podjetjem Bristol-Myers Squibb trži zdravila Plavix in Aprovel po vsem svetu. Podjetje Sanofi-Synthelabo ima pogodbo o skupnem trženju za zdravilo Stilnox s podjetjem Fujisawa ter zdravilo Ambien s podjetjem Pharmacia (Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leta 2001, 2002, 2003).

4.2.3. Lastniška struktura in promet z delnicami

V sodni register vpisan in vplačan osnovni kapital podjetja Sanofi-Synthelabo je znašal 1.465.696.144 EUR. Razdeljen je bil na 732.848.072 navadnih imenskih delnic, ki so bile predmet organiziranega trgovanja na prostem trgu Pariške in New Yorške borze vrednostih papirjev (Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leto 2003).

Lastniška struktura je bila ob koncu leta 2003 dokaj koncentrirana (tabela 8), saj so prvi trije lastniki obvladali 50,6 % vseh delnic. Podjetje Total je kot največji lastnik v obdobju štirih let zmanjšalo delež svojih delnic v podjetju Sanofi-Synthelabo za 11 %, pri tem pa se je povečal delež delnic v lasti države za 6 % in malih delničarjev za 5 %.

Tabela 8: Lastniška struktura podjetja Sanofi-Synthelabo na dan 31. 12. 2003

Lastniki	Število delnic	Delež lastništva (v %)
Total	178.448.506	24,35
L'Oreal	143.051.944	19,52
Državna	49.980.239	6,82
Zaposleni	8.134.614	1,11
Mali delničarji	353.232.771	48,20

Vir: Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leto 2003.

Trgovanje z delnicami podjetja Sanofi-Synthelabo je zaživelo v zadnjih štirih letih. Od leta 1999, ko je podjetje Sanofi-Synthelabo nastalo, do konca leta 2003 se je tečaj delnice povečal za 44 %. Rezultat tečaja delnice je napredovanje podjetja Sanofi-Synthelabo v tržnem kapitaliziranju s petnajstega mesta na šesto mesto po CAC 40 indeksu (slika 4).

Slika 4: Prikaz gibanja enotnega tečaja delnice podjetja Sanofi-Synthelabo



Vir: Podatki o tečajih in prometu delnic podjetja Sanofi-Synthelabo, 2004.

4.2.4. Terapevtske skupine zdravil

Podjetje Sanofi-Synthelabo izdeluje zdravila štirih pomembnih terapevtskih skupin: kardiologija in tromboza, onkologija in interna medicina (tabela 9). Znotraj teh terapevtskih skupin ima podjetje pet globalnih zdravil: Plavix, Aprovel, Stilnox, Eloxatin in Xatral. Teh pet zdravil je v letu 2003 predstavljalo približno 50 % celotne prodaje podjetja, kar kaže na visoko koncentracijo teh zdravil in visoko rizičnost za samo podjetje.

Iz tabele 9 je razvidno, da se je prodaja v vseh terapevtskih skupinah iz leta v leto povečevala. Največje preskoke v prodaji je videti v kardiologiji in onkologiji. Največjo rast v terapevtski skupini kardiologija in tromboza je imelo zdravilo Plavix, v skupini onkologija pa zdravilo Eloxatin.

Tabela 9: Prikaz prodaje pomembnih terapevtskih skupin od leta 2000 do leta 2003 (v mio EUR)

Terapevtske skupine zdravil	2000	2001	2002	2003
Kardiologija in tromboze	1.794	2.263	2.176	2.604
Centralni živčni sistem	1.120	1369	1.609	1.770
Interna medicina	120	148	182	222
Onkologija	141	196	389	824

Vir: Letna poročila podjetja Sanofi-Synthelabo za leta 2000, 2001, 2002, 2003.

4.2.5. Prodaja, raziskave in razvoj zdravil

Prodaja podjetja Sanofi-Synthelabo se je povečevala iz leta v leto ter dosegla največjo prodajo v letu 2003. Glede na leto 2002 se je v letu 2003 povečala za 8,1 % (tabela 10). Celotna prodaja bi bila višja, vendar pa je dejansko nižja zaradi skupnega trženja nekaterih zdravil z drugimi podjetji, kot so: zdravilo Plavix in Aprovel s podjetjem Bristol Myers-Squibb, zdravilo Stilnox s podjetjem Fujisawa ter zdravilo Ambien s podjetjem Pharmacia. V letu 2003 je Sanofi-Synthelabo bil na trinajstem mestu po prodaji zdravil v farmacevtski panogi. V podjetju Sanofi-Synthelabo so se vlaganja v raziskave in razvoj v letu 2003 povečala za 8 %, kar predstavlja 16,4 % prodaje zdravil.

V letu 2003 je imelo podjetje Sanofi-Synthelabo 56 učinkovin v razvoju, od tega 25 učinkovin v pozni fazi razvoja. Podjetje je veliko raziskovalo na področju centralnega živčnega sistema za različne bolezni: shizofrenija, Alzheimer, Parkinson in depresija. Velike izzive je imelo podjetje tudi v kardiologiji in onkologiji. V ZDA in Evropi je Sanofi-Synthelabo registriral šest novih oblik zdravil in indikacij, devet novih zdravil je bilo v zadnji fazi razvoja, od tega tri zdravila z

visokim potencialom rasti in sedem novih učinkovin je vstopilo v predklinično stopnjo razvoja (Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leto 2003).

Tabela 10: Celotna prodaja in vlaganja podjetja Sanofi-Synthelabo v raziskave in razvoj (v mio EUR)

Postavka	2000	2001	2002	2003
Celotna prodaja	5.963	6.488	7.448	8.048
Raziskave in razvoj	945	1.031	1.218	1.316

Vir: Letna poročila podjetja Sanofi-Synthelabo za leta 2000, 2001, 2002, 2003.

5. ANALIZA PREVZEMA PODJETJA AVENTIS S STRANI SANOFI-SYNTHELABO

5.1. Pravna regulativa in uskladitev v EU

V Evropi še ni splošnega zakona, ki bi v celoti urejal prevzeme. Trinajsta direktiva EU o prevzemih, ki naj bi zagotavljala primerno zaščito delničarjev s postavitvijo minimalnih pravil in zahtev za vodenje javnih ponudb za prevzeme ter tako pomagala realizirati cilje postavljene na vrhunskem zasedanju v Lizboni leta 2000, in sicer formiranje skupnega kapitalskega trga v EU do leta 2005 ter najbolj konkurenčnega gospodarstva na svetu do leta 2010, še ni sprejeta. Evropski parlament je 4. julija 2001 zavrnil peti predlog direktive o prevzemih družb. Glavni kamen spotike pred končnim sprejetjem direktive so bila različna stališča organov EU glede možnosti uporabe obrambnih mehanizmov managementa ciljne družbe v primeru sovražnega prevzema, in sicer Sveta ministrov in Komisije na eni strani ter Evropskega parlamenta na drugi (Samec, 2004, str. 425).

Na podlagi strokovnih priporočil poročila ekspertne skupine je Komisija EU 2. oktobra 2002 pripravila povsem nov šesti predlog trinajste direktive o ponudbah za prevzem, ki sledi načelu minimalne harmonizacije. Posamezne članice so takoj izrazile nezadovoljstvo z besedilom predloga direktive, pri čemer so zatrjevale, da predlog direktive ne zagotavlja enakopravnosti pri prevzemih znotraj EU. Tudi v Evropskem parlamentu so poudarili, da je potrebno razjasniti vprašanje, kako ob vstopu tako različnih obrambnih mehanizmov in različni korporacijski strukturi v pravu družb v posameznih članicah omogočiti uspešne ponudbe za prevzem in dati delničarjem enakopravno možnost prodati njihove delnice v različnih državah članicah (Samec, 2004, str. 426).

5.1.1. Pravna ureditev področja združitve in prevzemov podjetij

Na območju EU veljajo združitvena pravila "Merger Control Law in the European Union", ki urejajo področje prevzemov. Prepovedujejo vse prevzeme, ki ustvarjajo prevladujočo tržno pozicijo. V ta namen je bila ustanovljena posebna komisija EU, s ciljem zaščititi učinkovito konkurenco na trgu, kar postavlja sistem prepovedi za vse prevzeme, ki izpolnjujejo kriterije evropske dimenzije. Identičen sistem je postavljen v državah članicah za prepoved prevzemov, ki imajo nacionalno dimenzijo.

Po združitvenih pravilih "Merger Regulation", EEC št. 4064/89, ki so prišla v veljavo leta 1990, se morajo prevzemi obravnavati na ravni EU. Izpolnjevati morajo naslednje kriterije evropske dimenzije:

- agregatni prihodek vseh podjetij ustvarjen na svetovnem trgu, ki znaša 5 mia EUR,
- prihodek vsakega posameznega podjetja, ustvarjen na trgu EU, znaša najmanj 250 mio EUR, razen,
- če vsako od obravnavanih podjetij ne ustvarja več kot dve tretjini prihodka, ustvarjenega na trgu EU, v isti državi članici.

Prevzeme in združitve, ki ne ustrezajo tem kriterijem, obravnavajo ustrezne nacionalne oblasti. Evropska komisija ima ekskluzivno pravico za raziskovanje združitve z evropsko dimenzijo, ker s tem pospešuje administrativne postopke ter zagotavlja enako obravnavanje. Vse združitve z evropsko dimenzijo morajo biti notificirane komisiji. Preden pridejo v veljavo, jih komisija pregleda (Zabel, 2000, str. 336).

Komisija se po začetnem enomesečnem obdobju natančnega pregledovanja odloči ali bo priznala združitve ali pa podaljšala postopek raziskovanja na štiri mesece. Komisija po zaključenem postopku lahko združitve prizna brezpogojno ali jo prepove. Podjetja imajo pogojno še možnost predlagati ustrežne rešitve, da izpolnijo zahteve komisije. Posledično sledi pogosto prodaja delnic v mesecu temeljitega raziskovanja, primeri, ki obsegajo štirimesečno obdobje, pa so navadno rešeni s pogojno odobritvijo (Merger Control, 2000, str. 19-20).

Sčasoma se je pokazalo, da so bili postavljeni kriteriji evropske dimenzije previsoki. To je pomenilo, da je zaradi previsoko postavljenjega praga večina mednarodnih združitve prišla v pregled in kontrolo nacionalnim oblastem. Te so porabile veliko denarja in časa, vse to pa je povzročilo stroške poslovanja združujočih podjetij, kar je slabo vplivalo na konkurenčnost evropskega trga kapitala. Zato je komisija predlagala znižanje evropskih kriterijev na 2 mia EUR globalnega in 100 mio EUR evropskega prometa.

Svet ministrov EU je junija 1997 dopolnil in razširil obstoječa združitvena pravila, ki so postala veljavna marca 1998. Regulativa 1310/97 je dodala novosti na področju kontrole združevanja, ki združitvene kriterije razširjajo oziroma obstoječi zakonodaji dodajo nove kriterije. Prezvemi se morajo obravnavati na ravni EU, če je:

- skupni letni svetovni promet vključenih podjetij večji od 2,5 mia EUR in je v najmanj treh državah članicah EU promet večji od 100 mio EUR,
- skupni evropski promet dveh vključenih podjetij večji od 25 mio EUR (razen, če imajo vključena podjetja več kot dve tretjini evropskega prometa v državi članici EU).

Komisija je dodatno uvedla nižje kriterije, po katerih je več primerov združitve prešlo v obravnavanje komisije EU. Podjetja so bila tako obravnavana v dveh fazah. Komisija je najprej presodila ali koncentracija združenih podjetij ustreza starim kriterijem. Če jim ni ustrezala, so v drugi fazi preverili ustreznost dodatnih kriterijev po novih pravilih. Nova pravila so tako za veliko podjetij povečala število čezmejnih notifikacij in znižala zakonske nejasnosti.

V primeru evropskega komisijanskega združenja CEFIC, ki ni doseglo kriterijev evropske dimenzije, so samo stroški odvetnikov in raznih odobritev presegle 300.000 EUR. V postopku združitve je moralo podjetje izpolniti številne pogoje, da bi ustrezalo notifikaciji v sedmih različnih državah članicah. Če bi te naloge opravila komisija EU, bi bili stroški izvedbe bistveno nižji (Merger Reform, 1998, str. 1-4).

5.1.2. Pristojnosti pri izvajanju zakonodaje

Dva spleta okoliščin določata vpliv nacionalnih oblasti, ki imajo evropsko dimenzijo. Prvi splet je razviden iz 9. člena pravilnika in pravi, da lahko pride do omejevanja, če država članica nakaže, da koncentracija teži k oblikovanju ali ojačanju dominantnega položaja na določenem trgu znotraj te države članice. Če se komisija EU prepriča, da tak trg dejansko obstaja in da je njegova konkurenca ogrožena posebej zaradi predlagane združitve, lahko bodisi sama obravnava ta primer z namenom vzpostavitve učinkovite konkurence na konkretnem trgu bodisi napoti zadevo k nacionalnim oblastem države članice.

Drugi splet kriterijev je zbran v 21. členu in predstavlja edino točko pravilnika, kjer lahko država članica spremeni odločitev komisije EU. S tem si države članice pridržijo pravico do določenih ukrepov in lahko zaščitijo svoje interese. Po pravilniku sodijo mednje: družbena varnost, svoboda medijev in pravila za zaščito posamezne države v primeru ogrožanja varnosti (Samec, 2004, str. 438).

5.1.3. Vloga Evropske komisije za preprečevanje monopolov

Glavni organ, ki skrbi za ohranjanje konkurence ter spoštovanje protimonopolne politike, je Komisija EU. Znotraj Komisije deluje več direktij. Direkciji za konkurenco Komisije EU (Directorates General IV – DG IV) je zaupana problematika konkurence. DG IV nudijo strokovno pomoč Posvetovalni odbor za področje omejevanja konkurence in zlorabo prevladujočega položaja podjetja na trgu, Posvetovalni odbor za koncentracije ter poseben Oddelek za prevzeme, ki deluje znotraj DG IV. Komisija šteje sedemnajst članov, ki so izvoljeni glede na svoje sposobnosti in zagotavljajo neodvisno izvajanje nalog. Največjim državam članicam pripada pravica dveh članov, ostalim enega. Za delovanje Komisije veljajo štiri osnovni principi (Samec, 2004, str. 439):

- komisija ima izključno pravico obravnave koncentracij razsežnosti skupnosti,
- obveznost priglasitve koncentracij razsežnosti skupnosti,
- uvedba kriterijev osnovanih na principih tržnih zakonov in zakonitosti konkurence,
- zagotavljanje pravne varnosti preko hitrega odločanja.

Sklepe Komisija sprejema z večino glasov ter deluje kot izvršilni organ, ki skrbi za izvajanje sprejetih pogodb in pravnih aktov. Komisija je ključni in odgovorni organ na področju protimonopolne politike in delovanja trga na področju EU.

5.1.4. Obvezna ponudba za odkup vseh delnic

Koncepcija pravnih ureditev prevzemov temelji na izhodišču, da mora prevzemnik, ki pridobiva kontrolo, podati obvezno javno ponudbo vsem delničarjem tega podjetja za odkup vseh delnic "Mandatory Takeover Bid".

Dolžnost izstaviti obvezno ponudbo nastopi, kadar določena oseba posredno ali neposredno, na podlagi deleža glasovnih pravic v ciljnem podjetju, pridobi kontrolo v ciljnem podjetju. Delež glasovnih pravic, ki vzpostavlja domnevo kontrole nad ciljnim podjetjem in način njegovega izračuna, pa predlog prepušča ureditvi prava države sedeža ciljnega podjetja.

V zakonu o prevzemih je prag za obvezno javno ponudbo določen s posestjo delnic in drugih vrednostnih papirjev, ki zagotavljajo več kot 25 % vseh glasovnih pravic. Po zakonu o prevzemih je bodoči prevzemnik zavezan, da odkupi preostale delnice, ki jih še nima v posesti ter hibridne vrednostne papirje, konvertibilne obveznice ter obveznice z delniško nakupno opcijo. Na ta način se vsem delničarjem zagotovi možnost, da se odločijo, ali bodo ostali delničarji še naprej ali pa

bodo prodali svoje delnice prevzemniku. Takšna je ureditev npr. v Veliki Britaniji, Španiji, Franciji, Švici in Avstriji.

Primerjalne zakonodaje v obvezno ponudbo vključujejo tudi neglasovalne delnice. Pri nas so prednostni delničarji brez glasovne pravice izključeni iz ponudbe. Takšna ureditev je problematična za tista podjetja, ki imajo v kapitalu do polovico neglasovalnih prednostnih delnic.

Primerjalne zakonodaje običajno ločijo še drugo vrsto obvezne ponudbe, in sicer za primer utrjevanja kontrolnega deleža. Institut utrjevanja kontrole je npr. urejen v Italiji, Avstriji in Veliki Britaniji. V Veliki Britaniji je določeno, da je v primeru, če se udeležba posameznega delničarja, ki poseduje med 30 in 50 % delnic ciljnega podjetja, v 12 mesecih poveča za eno delnico, treba dati obvezno ponudbo. To pravilo je zastarelo od leta 1998. Prej je šele pridobitev 2 % imela za posledico obvezno ponudbo (Samec, 2004, str. 427-429).

5.1.5. Obrambni mehanizmi pred prevzemi

Eno najboljčutljivejših vprašanj v prevzemnih postopkih predstavlja institut obveznosti ravnanja upravljaljskega organa v postopku prevzema oziroma zahteva po dolžnosti nevtralnosti. O obrambnih mehanizmih pred prevzemi se govori v povezavi s sovražnimi prevzemi oziroma sovražno ponudbo za prevzem. V nobeni pravni ureditvi pojem obrambnega mehanizma ni definiran – predvsem zaradi različnih dejanskih in pravnih ravnanj, ki imajo lahko takšne učinke. Namen vseh obrambnih mehanizmov je skupen – preprečiti pridobitev kontrole nad ciljnim podjetjem tretjim ali ga vsaj otežiti. Sklop vseh obrambnih taktik je zelo širok: od informacij delničarjem o negativnih posledicah prevzema do korporacijskih konstrukcij, ki naj naredijo pridobitev kontrole neatraktivno.

Glede na časovni trenutek sprejema obrambnega mehanizma, bodisi pred prevzemom ali v samem prevzemnem postopku, ločimo preventivne in kurativne obrambne mehanizme. Ta definicija je objavljena v direktivi EU (Samec, 2004. str 436).

5.1.5.1. Preventivni obrambni mehanizmi

Ali bo ciljna družba posamezne obrambne mehanizme uporabila preventivno ali šele ob izpostavitvi konkretne ponudbe, je odvisno od tega, do kakšne mere se lahko pravno in dejansko, po izstavitvi konkretne ponudbe, kakšen ukrep udejanji. Možnost uporabe preventivnih

obrambnih mehanizmov se presoja po določenih podjetniške zakonodaje, tako da veljajo zanje splošne omejitve prava družb iz zakona o gospodarskih družbah.

Anglo-ameriški sistem odbora direktorjev, od koder izvira večina obrambnih taktik, ima mnogo manj prisilnih določb kot naš slovenski oz. nemški, kar omogoča direktorjem več individualnosti in samostojnosti pri uporabi posameznih obrambnih mehanizmov. Bistveno težo pri obrambnih mehanizmih ima tudi upravljavski sistem.

Za smotrnost preventivnih obrambnih mehanizmov je potrebna tudi določena časovna povezava in izkristaliziranost potencialnega ponudnika, ne da bi bila seveda uprava uradno obveščena o nameri za prevzem. Za te obrambne mehanizme je značilno, da so dokaj ambivalentni. Podjetje bo zaradi njih na kapitalskem trgu manj atraktivno, kar lahko vpliva na ceno njegovih delnic (podcenjenost na borzi) in stroške financiranja. Po drugi strani pa lahko obrambni mehanizmi pozitivno vplivajo na ceno delnic, saj utegnejo biti signali za morebitne prevzeme, kar lahko pritegne investitorje. Preventivni obrambni mehanizmi so ukrepi, s katerimi se spreminja struktura organizacije, kapitala ali premoženja ciljnega podjetja (Samec, 2004, str. 437).

5.1.5.2. Kurativni obrambni mehanizmi

Možnost uporabe kurativnih obrambnih mehanizmov je najpomembnejša in najbolj sporna tema pri pravni ureditvi prevzemov, kar se je pokazalo tudi na ravni EU – od taksativnega naštevanja prepovedanih dejanj v prvih dveh predlogih 13. direktive o prevzemih, do splošne omejitve v vseh ravnanjih, ki imajo za cilj frustracijo ponudbe.

Tudi najnovejši, šesti, predlog onemogoča, da bi o uspehu prevzemne ponudbe odločalo vodstvo ciljnega podjetja. Od trenutka objave odločitve za javno ponudbo pa do objave rezultatov javne ponudbe mora vodstveni organ oz. uprava ciljnega podjetja za obrambne ukrepe pridobiti soglasje skupščine delničarjev. Edini izjemi predstavljata iskanje konkurenčnega ponudnika in opravljanje poslov rednega poslovanja, ki ne preprečujejo ponudbe za prevzem. Za razliko od prejšnjih predlogov nov predlog kot obrambnega mehanizma ne vključuje več odobrenega kapitala, saj v obdobju od objave odločitve za javno ponudbo pa do objave rezultatov ne dovoljuje izdaje novih delnic brez soglasja skupščine, s čimer bi otežili pridobivanje nadzora ponudniku.

Med državami članicami obstajajo pravne, ekonomske in strukturne razlike glede obrambnih mehanizmov pred sovražnimi prevzemi, tako da so podjetja v nekaterih državah bolje varovana kot v drugih članicah. Ob prizadevanju, da bi na območju celotne EU zagotovili enaka izhodišča za ponudbe za prevzem, nov predlog predvideva razveljavitev nekaterih omejitev, ki ovirajo

ponudbe za prevzem (razveljavitev obrambnih mehanizmov). Z razveljavitvijo naj bi odpravili razlike v kapitalski strukturi in kontrolnih upravičenjih glede na obstoječe razlike med državami članicami EU in spodbudili uspešne ponudbe za prevzem (Samec, 2004, str. 438-439).

5.2. Potek prevzema podjetja Aventis s strani Sanofi-Synthelabo

5.2.1. Ideja o prevzemu

Odločitev o prevzemu podjetja Aventis s strani Sanofi-Synthelabo je dozorela v okviru uprave in nadzornega sveta podjetja Sanofi-Synthelabo. Ideja za prevzem je bila utemeljena na naslednjih dejstvih:

- največja delničarja francoskega podjetja Total in L'Oreal, ki jima decembra 2004 poteče lastniška opcija razpolaganja s skupaj 44 % delnic, sta dala vedeti, da želita svoj delež prodati,
- želeli so obvarovati svoj hitro rastoči položaj, če noče samo podjetje postati žrtev kakšnega anglosaškega konkurenta (npr. Pfizerja ali GlaxoSmithKlina),
- majhna prisotnost na trgih Japonske in ZDA ter slab položaj v Evropi zunaj Francije,
- zdravilo Plavix, ki je vodilno zdravilo podjetja, je v ZDA tarča tožbe in predstavlja visoko tveganje za podjetje,
- prodajne aktivnosti obeh podjetij so se na trgu zdravil za zdravljenje tromboz prekrivale in je prihajalo do konkuriranja.

Glede na navedeno so uprava in nadzorni svet podjetja Sanofi-Synthelabo ter posredno tudi francoska vlada ocenili, da je prevzem podjetja Aventis nujen za nadaljnjo rast podjetja, boljše raziskave in razvoj zdravil, veliko število inovativnih zdravil in razpršitev poslovnega tveganja. Novo podjetje naj bi predstavljalo prvo farmacevtsko podjetje v Evropi in tretje v svetu (Poročilo uprave podjetja Sanofi-Synthelabo, 2004).

5.2.2. Poslovni cilji prevzema

Prevzem podjetja Aventis s strani Sanofi-Synthelabo bi vodil do nastanka enega vodilnih farmacevtskih podjetij v svetu. Prevzem je bil v interesu tako lastnikov kot zaposlenih podjetja Sanofi-Synthelabo, pa tudi francoske vlade. Pričakovana korist lastnikov je bila višja dobičkonosnost njihove naložbe, zaposlenim pa naj bi se zaradi manjše občutljivosti podjetja na tržna in druga nihanja, povečala stopnja socialne varnosti. V skladu z navedenim so bili

opredeljeni naslednji strateški poslovni cilji prevzema (Polletno poročilo Sanofi-Aventis, 2004, str. 4-5):

- povečanje finančne in pogajalske moči novega podjetja v farmacevtski panogi,
- povečanje velikosti in obsega novega podjetja,
- komplementarni vidik obstoječih tržnih moči podjetja Sanofi-Synthelabo in Aventisa bi ustvaril veliko priložnosti novega podjetja v ZDA in ostalih hitro rastočih trgih,
- kvaliteta in komplementarnost narave obstoječega portfelja zdravil.

Z vidika uspešnosti poslovanja se je načrtovalo:

- povečanje zmožnosti raziskav in razvoja novih inovativnih zdravil, ki bi prinesla velike koristi novemu podjetju,
- zniževanje stroškov razvoja zdravil in drugih sinergij,
- finančne sinergijske učinke na področju ustreznega financiranja naložb in tekočega poslovanja,
- boljša izraba kadrovskega potenciala na področju raziskav in razvoja zdravil, proizvodnje in trženja zdravil.

5.2.3. Pismo o nameri

Uprava podjetja Sanofi-Synthelabo je 26. januarja 2004 objavila ponudbo za nakup delnic podjetja Aventis v Parizu, kasneje tudi v Ameriki in Nemčiji, ki naj bi bila vredna 47,8 mia EUR. V sami ponudbi je bilo zapisano, da podjetje Sanofi-Synthelabo ponuja za 6 delnic Aventisa 5 delnic Sanofi-Synthelabo plus 69 EUR v denarju s pravico do dividend, kar naj bi pomenilo, da se 81 % delnic Aventisa zamenja z delnicami Sanofi-Synthelabo, 19 % delnic Aventisa pa se izplača v denarju. Uprava in nadzorni svet podjetja Aventis sta ocenila, da gre za sovražni prevzem in sta začela prepričevati svoje delničarje in zaposlene o prenizki vrednosti ponudbe prevzema in visokem tveganju podjetja Sanofi-Synthelabo za podjetje Aventis. Pri upiranju proti prevzemu sta podjetju Aventis pomagali poslovni banki Goldman Sachs in Morgan Stanley.

Francoska agencija za trg vrednostnih papirjev je konec januarja 2004 prižgala zeleno luč Sanofijevi ponudbi za sovražni prevzem. S pritožbo si je Aventis nato kupil slabe tri mesece časa. Sanofiju v prid se je odločil tudi francoski urad za varstvo konkurence. Aventis se je na drugi strani odločil braniti z nakupom oglasov v več evropskih časopisih, v katerih je objavil podatke o svoji rasti in razvojnih potencialih. Francoski farmacevtski velikan Sanofi je v celostranskih oglasih objavljaval slike obolelega otroka s spremljajočim besedilom, v katerem je pozival k združitvi naporov znanstvenikov, ki bodo le tako hitreje našli zdravilo za otroka na sliki. Aventis

se je na drugi strani hvalil z 11,1 % povečanjem prodaje na ameriškem trgu in med drugim napovedal tudi skorajšnje lansiranje štirih novih zdravil.

Tudi Sanofi ni miroval in je v časopisih predstavil prodajni potencial zdravila Rimonabanta, domnevno revolucionarnega zdravila, ki naj bi zmanjševal občutek lakote med kajenjem canabisa, prav tako pa naj bi bilo z njim mnogo lažje tudi odvajanje od kajenja. Sanofijev paradni konj med zdravili je sicer še vedno razredčevalec krvi Plavix, ki je samo lani s prodajo prinesel 1,3 mia EUR. Aventisovi delničarji so Sanofiju večkrat očitali, da so številke podjetja preveč odvisne prav od prodaje Plavixa, zato bi jih lahko uspešen razvoj rimonabanta hitro utišal.

Vodstvo podjetja Sanofi-Synthelabo je v februarju navezalo nekaj spodbudnih stikov s Kuvajtskim naftnim podjetjem, ki je bil s 13,5 % deležem največji delničar Aventisa. Arabci naj bi po istih virih sprejeli Sanofijevo ponudbo takoj, ko jo bodo Francozi povečali za vsaj 10 %. Sanofijeva ponudba je bila sicer zaradi padca delnic Aventisa vredna 46,4 mia EUR.

Največja neznanka farmacevtske vojne je bilo še vedno, kdo izmed farmacevtskih velikanov bo kot beli vitez pomagal Aventisu v boju proti Sanofiju. V marcu se je pojavilo švicarsko podjetje Novartis, ki je razmišljalo o združitvi z nemško-francoskim tekmeccem Aventis ali njegovim nasprotnikom Sanofi-Synthelabo. Premislek o združitvi naj bi bil nujen za upravo podjetja Novartis, zaradi nizke dobičkonosnosti velikega števila izdelkov in rastočih stroškov za raziskave. Sicer pa bi bilo po mnenju uprave Novartisa v primeru združitve težko znižati število odvečnih delovnih mest. Kar 30.000 delovnih mest v 19. obratih podjetij Sanofi in Aventis v Franciji je namreč preveč, da bi bilo za rešitev težave dovolj, če bi vse delavce, starejše od 55 let, predčasno upokojili. Francoska vlada je namreč švicarskemu Novartisu jasno sporočila, naj ostane doma, ker si bo v Franciji opekeli prste in podprla prevzem Aventisa s strani za polovico manjšega Sanofi-Synthelaba. Po premisleku se je podjetje Novartis umaknilo iz farmacevtske vojne med Aventisom in Sanofijem. Pomembnejši francoski bankirji so Aventisu očitali šibko obrambo, saj mu po predstavitvi poslovnih rezultatov in obrambne strategije ni uspelo povečati vrednosti delnic.

Podjetje Sanofi-Synthelabo je 26. aprila 2004 objavilo izboljšano prijateljsko ponudbo za prevzem podjetja Aventis, ki je znašala 55 mia EUR. Podjetje Aventis je dalo zeleno luč svojim delničarjem, da zamenjajo svoje delnice in dobijo za 6 delnic Aventisa 5 delnic Sanofi-Synthelabo plus 120 EUR v denarju, kar naj bi pomenilo da se 71 % delnic Aventisa zamenja z delnicami Sanofi-Synthelabo, 29 % delnic Aventisa pa se izplača v denarju.

Rok ponudbe za prevzem je začel veljati 26. maja 2004 in se je končal 23. junija 2004. Francosko farmacevtsko podjetje Sanofi-Synthelabo je do izteka javne ponudbe za prevzem pridobil 95,5 % kapitala nemško-francoskega podjetja Aventis in hkrati pridobil 95,5 % glasovalnih pravic v Aventisu. Da bi lahko prevzeli po prihodku dvakrat večjo konkurenčno podjetje, so v Sanofiju najeli 16 mia EUR posojil. S 55 mia EUR vrednim prevzemom je nastalo iz Aventisa in Sanofija tretje največje farmacevtsko podjetje na svetu in prvo v Evropi. Podjetje bo v prihodnje poslovalo pod imenom Sanofi-Aventis in bo zaposlovalo več kot 100.000 delavcev. Prvič v zgodovini farmacevtske panoge se je zgodilo, da je dvakrat manjše podjetje Sanofi-Synthelabo prevzelo večje podjetje Aventisa (Prevzem podjetja Aventis, 2004).

5.2.4. Strateška dilema uprave Aventisa in možne alternative

Uprava Aventisa se je na začetku tisočletja znašla pred strateško dilemo: kakšno naj bo podjetje čez 10 in več let, kakšna je njegova vizija. Temu so v veliki meri botrovale razmere v farmacevtski panogi na globalnem trgu, notranje sposobnosti in potenciali za njihovo uresničevanje. V bistvu so bile mogoče 3 alternative (Letno poročilo podjetja Aventis, 2003, str. 5):

1. nadaljnji samostojen razvoj s pospešeno internacionalizacijo,
2. strateško povezovanje s primerljivim podjetjem, torej zaveznitvo med enakimi,
3. kapitalsko povezovanje kot sestavni del strateškega sodelovanja z vodilnimi v panogi.

Kar zadeva prvo alternativo, velja, da imajo velika farmacevtska podjetja pri vse večji koncentraciji farmacevtske panoge, izjemno visokih sredstvih, potrebnih za izdelavo novih zdravil in visokih potencialnih odškodninskih zahtevkih, velike možnosti. Vse to kaže, da danes ni več časa za postopno organsko rast. Konkurenca je tako huda, da so prevzemi in združitve skoraj edina pot rasti. Z njimi se pridobi čas, ki je postal bistveni dejavnik konkurenčnosti. Zaradi takšnega okolja ni bistveno vprašanje privoliti v združitev ali ne, ampak ali je mogoč samostojen razvoj v multinacionalko oziroma na drugi strani, ali je podjetje sposobno konkurirati na lokalni ravni in zadovoljevati tržne niše.

Aventis bi za preobrazbo v vodilno podjetje potreboval ogromno časa, ki ga ni, ali pa bi rasel s prevzemi, za kar bi potreboval veliko denarja. Temeljno je, da podjetje Aventis proizvaja originalna zdravila, za katera je potrebno ogromno denarja. Gre za velika tveganja, ki so povezana z nepredvidljivimi raziskavami, hkrati pa se ogromno sredstev porabi za oglaševanje in stroške pravne zaščite.

Hkrati je predsednik uprave Aventisa, Igor Landau, napovedoval, da želi v prihodnosti videti podjetje Aventis združeno z drugim podjetjem in tako postati vodilno podjetje v farmacevtski

panogi. V Aventisu so se želeli izogniti temu, da bi prišlo do slabitve ali stagnacije Aventisa in so zato že iskali primerno podjetje za povezavo. Po mnenju nekaterih bi Aventis lahko ostal samostojen in uspešen tudi v prihodnje, kar bi mu zagotovila dobra strategija in odličnost na vseh področjih poslovanja.

Tudi druga alternativa, torej zavezništvo med velikimi podjetji, dileme kako postati vodilno podjetje ne more rešiti, saj gre le za manjšo količinsko rast s skromnimi sinergijami. Pri iskanju strateškega partnerja so v Aventisu proučili več farmacevtskih podjetij in med njimi je bilo nekaj takšnih, s katerimi bi lahko sodelovali. Najbolj so se ujeli s Pfizerjem, s katerim razvijajo inhalacijski insulin Excubera, s podjetjem Altana razvijajo zdravilo Alvesko za astmo, medtem ko s podjetjem Genta sodelujejo pri zdravilu za kožnega raka Genasense.

Upravi Aventisa se je kot stvarna alternativa ponujalo kapitalsko povezovanje z vodilnimi podjetji. Ta je bila glede na razmere na globalnem trgu tudi najbolj verjetna. Igor Landau je očitno spoznal, da se Aventis v prihodnosti ne bo mogel ubraniti združitvi ali celo prevzemu. V Aventisu so obdelali možnost povezave z ameriškim podjetjem, kot je Pfizer, Merck ali Eli Lilly, ker je podjetje imelo strategijo povečanja prisotnosti svojega portfelja zdravil na ameriškem trgu, kjer je v letu 2003 Aventis dosegel že 40 % celotne prodaje. Vendar se je izkazalo, da bi bila povezava z ameriškim podjetjem nerealna zaradi sporov med Francijo in Nemčijo na eni ter Ameriko na drugi strani glede političnih in gospodarskih vprašanj. Povezavo, ki temelji na krčenju različnih funkcij in odpuščanju, bi bilo mnogo težje opravičiti kot partnerstvo, ki obljublja ekspanzijo.

5.2.5. Ozadje Aventisovega prevzema

V ozadju prevzema Aventisa je bila bojazen podjetja Sanofi-Synthelabo, da bi v prihodnjih letih postalo podjetje lahka tarča za prevzem, ker so glavni delničarji Total in L'Oreal dali jasno vedeti, da se v letu 2005 umikajo iz podjetja. Za prevzem Sanofija-Synthelabo so se zanimali Pfizer in tudi GlaxoSmithKline, zato se je podjetje Sanofi-Synthelabo odločilo za napad kot najboljšo obrambo in pri samem prevzemu podjetja Aventis, ki je bil v začetku sovražni nato pa prijateljski, imelo močno podporo francoske vlade, ki je dejansko izpeljala celotni prevzem.

Francoska vlada in francoska agencija za trg vrednostnih papirjev sta dali ob koncu januarja zeleno luč podjetju Sanofi-Synthelabu za prevzem Aventisa. Po številnih obrambah Aventisa in iskanju farmacevtskega podjetja, ki bi prišlo na pomoč Aventisu, sama obramba ni obrodila sadov. Francoska vlada je posvarila tuja farmacevtska podjetja, naj se ne vmešavajo v sam prevzem, s čimer je odkrito priznala gospodarski nacionalizem in nesramežljivo vmešavanje politike v strateške poslovne odločitve podjetij (Pharma, 2004a, str. 5-14).

Francosko gospodarstvo je v letu 2003 praktično stagniralo (0,2 % rast), stopnja brezposelnosti je bila nad povprečjem evroobmočja 9,8 %, proračunski primanjkljaj pa je dosegel 4,1 %. Napovedi za leti 2004 in 2005 so na ravni povprečja evroobmočja in precej slabše od tistih za Veliko Britanijo. Visoki davki, tog trg delovne sile in tradicionalna državna regulacija so glavni dejavniki, ki dušijo konkurenco in s tem gospodarsko rast. Po navedbi tujega poslovnega dnevnika Francija med starimi državami EU najbolj zaostaja z deregulacijo, ki jo predpisuje EU. Ukrepi vlade nakazujejo celo na omejevanje konkurence, ki jih opravičujejo z ustvarjanjem nacionalnih šampionov, kot je prav "prepoved" prodaje Aventisa nefrancoskim podjetjem (Pharma, 2004, str. 2-3).

5.2.6. Strateški razlogi za prevzem v Sanofi-Synthelabo

Predsednik uprave Sanofi-Synthelabo Jean-Francois Dehecq je od samega začetka poudarjal, da se prevzem Aventisa sklada s strategijo podjetja o močni, trajni in dobičkonosni rasti, ki si jo Sanofi-Synthelabo prizadeva uresničiti že od začetka svojega obstoja. Med razlogi, ki jih je uprava Sanofi-Synthelabo navedla, so bili naslednji (Le filbleu, 2004, str. 4):

1. Sanofi-Synthelabo je želel prevzeti Aventis, ker se je želel širiti in tako povečati svojo moč na svetovnem trgu.
2. Aventis je bil za Sanofi-Synthelabo zanimiv predvsem zaradi dostopa na ameriški in japonski trg, kjer podjetje Sanofi posluje bolj malo.
3. Pri prevzemu Aventisa je bilo pozitivno, da se paleti izdelkov ne prekrivata. Obstajajo sicer izdelki, ki so si podobni ali celo enaki, a jih je zelo malo.
4. S prevzemom bi Sanofi pridobil velike proizvodne zmogljivosti, s katerimi razpolaga Aventis.
5. Sanofi bo manj ranljiv, če bi uspelo kateremu izmed konkurenčnih podjetij dobiti na sodišču odškodninsko tožbo oziroma bo bolj pravno zavarovan. Takšne tožbe so v farmacevtski panogi nekaj povsem običajnega. Originatorji jih sprožijo že ob sumu kršitve patentne zaščite zdravila in hitro dosežejo vrednost 50 mio USD ali celo več, kar lahko ogrozi nadaljnji razvoj poslovanja. Veliko podjetje bi se temu lažje ubranilo, saj bi morebitna odškodnina tvorila le manjši del njegove prodaje. Prav v času prevzemanja Aventisa so na površje prihajale tožbe, sprožene proti Sanofiju. Ena najbolj odmevnih tožb proti Sanofiju glede samega patenta za zdravilo Plavix poteka v ZDA. Plavix predstavlja 30,5 % prodaje zdravil, ki jih je podjetje razvilo skupaj s svojimi partnerji, Bristol-Myers Squibb, Fujisawa in Organon.
6. Manjši padec v celotni prodaji zdravil s prihodom generičnih zdravil v letu 2006 za zdravili Ambien in Eloxatin.

5.2.7. Pomisleki proti prevzemu

Samostojno francosko-nemško podjetje Aventis je bilo eno najuspešnejših in največjih podjetij v Evropi ter tako eden izmed temeljnih razvojnih stebrov farmacevtske panoge. Prav v zadnjem letu je povečalo svoje prihodke in dobiček in glede na kazalce poslovanja ni kazalo, da bi bil prevzem, ki bi ga opravilo francosko farmacevtsko podjetje Sanofi-Synthelabo, zanj edina alternativa. Tako so se v začetku pojavljali nekateri pomisleki proti sovražnem prevzemu in sicer (Pharma, 2004a, str. 2-3):

1. Na splošno velja, da domača podjetja veliko več vlagajo v lokalno okolje v obliki sponzorstva, donacije ali v razvoj infrastrukture. Lahko bi rekli, da je socialna občutljivost domačih podjetij za probleme lokalnega okolja večja, kar je razumljivo.
2. Ne gre zanemariti govorjenja o strateškem partnerstvu, ki naj bi ga vzpostavili s prodajo Aventisa. Prodaja oziroma prevzem že po definiciji ne more biti nič drugega kot konec partnerstva.
3. Uprava in nadzorni svet Aventisa sta bila v začetku proti prevzemu, ker sta trdila, da je zadaj sovražni prevzem. Ko pa je podjetje Sanofi-Synthelabo dvignilo ponudbo za nakup iz tedanjih 47,8 na 55 mia EUR sta uprava in nadzorni svet Aventisa pod pritiskom francoske vlade prepričali svoje delničarje v zamenjavo in prodajo delnic ter v avgustu razglasili uspešen prevzem Aventisa s strani podjetja Sanofi-Synthelabo. Če sam kupec ni bil sporen, je bila nedvomno sporna prva prevzemna cena za delnico Aventisa, ki je bila precej nizka.
4. Sanofijeva namera o prevzemu Aventisa ni ostala neopažena v tujem časopisju. O prevzemu so pisali po vseh državah in trdili, da gre za prvi primer prevzema te vrste v farmacevtski zgodovini.
5. Negativne posledice prevzema bi lahko bile, da bi drugi Aventisovi poslovni partnerji razveljavili pogodbe o sodelovanju z Aventisom, vendar so jih želeli tako v Aventisu kot tudi v Sanofiju ohraniti.
6. Posledice prevzema bi lahko čutili tudi delavci v Franciji in Nemčiji, kjer je zaposlenih skupaj kar 30.000 ljudi in bo potrebno odpuščanje.

5.2.8. Določitev menjalnega razmerja

Z menjalnim razmerjem se določi število delnic prevzemnega oziroma novega podjetja, ki jih je treba zagotoviti posameznemu delničarju podjetij, ki se spajajo. Izid uporabe menjalnega razmerja mora biti takšen, da je ekonomska vrednost števila novih delnic enaka ekonomski vrednosti števila starih delnic, ki jih je imel posamezni delničar pred prevzemom. Izhodišče za

določitev menjalnega razmerja je ekonomska vrednost podjetij, ki mora biti določena z uporabo istovrstnih metod (Bohinc et al., 2002, str 730-732).

Podjetje Sanofi Synthelabo je izplačalo 29 % v denarju in 71 % v menjavi delnic podjetja Sanofi-Synthelabo z delnicami Aventisa. Na podlagi cenitve obeh podjetij je bilo določeno menjalno razmerje 1,2 novo izdane delnice Sanofi-Synthelabo za vsako delnico Aventisa. Iz tega razmerja je bilo določeno, da se za 6 delnic Aventisa dobi 5 novo izdanih delnic Sanofi-Synthelabo plus 120 EUR v denarju s pripadajočimi pravicami za izplačilo dividend. Ponujena cena za vsako delnico Aventisa pa je bila 69 EUR. Tako je bila vrednost prevzema podjetja Aventis 55 mia EUR (Pharma, 2004a, str. 2).

6. OCENA USPEŠNOSTI PREVZEMA

Uspešnost prevzema podjetja Aventis s strani podjetja Sanofi-Synthelabo bom v prvem delu ocenil na podlagi investicij v razvoj zdravil in strateških povezav ter dezinvesticij proizvodnje različnih zdravil. V drugem delu bom pregledal učinke prevzema na organizacijsko strukturo, učinke prevzema na ključne deležnike Aventisa, tako na delničarje, management, zaposlene kot tudi na kupce zdravil, na koncu pa bom podal še finančno oceno novega podjetja.

6.1. Investicije v razvoj zdravil in strateške povezave

Podjetje Sanofi-Synthelabo je ob odločitvi za prevzem kot strateški poslovni cilj opredelilo povečanje finančne in pogajalske moči novega podjetja v farmacevtski panogi in pa povečanje velikosti in obsega novega podjetja. Med drugim bi komplementarni vidik obstoječih tržnih moči podjetja Sanofi-Synthelabo in Aventis ustvaril veliko priložnosti novega podjetja v ZDA in na ostalih hitro rastočih trgih ter večjo kvaliteto in komplementarnost narave obstoječega portfelja zdravil. Z vidika uspešnosti poslovanja bi bilo pričakovati povečanje zmožnosti raziskav in razvoja novih inovativnih zdravil, ki bi prinesla velike koristi novemu podjetju, zniževanje stroškov razvoja zdravil, finančne sinergijske učinke na področju ustreznega financiranja naložb in tekočega poslovanja ter boljšo izrabo kadrovskega potenciala na področju raziskav, razvoja, proizvodnje in trženja zdravil (Le filbleu, 2004, str. 5).

Že v letu 2004 so se odvijale v novem podjetju Sanofi-Aventis živahne investicije za raziskave in razvoj novih zdravil, ki so znašale 4,8 mia EUR. V farmacevtski panogi je imelo podjetje Sanofi-Aventis 217 aktivnih projektov v raziskavah in razvoju zdravil in tako prevzelo prvo mesto med

farmacevtskimi podjetji, pred GlaxoSmithKline, Hoffmann la Roche in Pfizerjem (Le filbleu, 2004e, str. 2).

Iz tabele 11 je razvidno, da podjetje Sanofi-Aventis zavzema najvišja mesta med farmacevtskimi podjetji v terapevtskih skupinah zdravil kardiovaskularnega sistema, respiratornega sistema in onkologije, saj zaseda drugo mesto v farmacevtski panogi. Veliko si podjetje obeta na področju zdravljenja diabetesa z inhalacijskim insulinom Exubera, ki ga je razvijalo skupaj s podjetjem Pfizer. V vse te terapevtske skupine podjetje vlaga milijarde EUR, da bi lahko držalo korak z vodilnimi farmacevtskimi podjetji.

Podjetje Sanofi-Aventis je obdržalo večino prejšnjih strateških partnerjev, s katerimi razvija in trži zdravila. Glavne strateške povezave so (Le filbleu, 2004e, str. 6):

- s podjetjem Pfizer še naprej razvija zdravilo Exubera, ki je trenutno v III. fazi razvoja,
- s podjetjem Altana Pharma AG razvija inhalacijski kortikosteroid za astmo,
- s podjetjem Immuno Design Molecule raziskuje nova zdravila proti raku,
- trženje zdravil Plavix in Aprovel s podjetjem Bristol-Myers Squibb,
- trženje zdravila Stilnox s podjetjem Fujisawa,
- trženje zdravila Ambien s podjetjem Pharmacia.

Tabela 11: Pregled tržnih deležev terapevtskih skupin zdravil za podjetje Sanofi-Aventis v letu 2004

Terapevtske skupine zdravil	Tržni delež v svetu (v %)	Rang med podjetji v svetu
Kardiovaskularni sistem	11,2	2
Centralno živčni sistem	7,8	5
Onkologija	10,4	2
Respiratorni sistem	8,8	2

Vir: Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2004.

6.2. Dezinvestiranje proizvodnje različnih zdravil

Obsežno dezinvestiranje je običajno eden izmed pokazateljev, ki kaže na neuspešnost kapitalske povezave (Lahovnik, 2003, str.3). Podjetje Sanofi-Aventis je marca 2004 prodalo proizvodnjo in trženje celotnega dela podjetja Aventis Behring, ki se je ukvarjalo s plazemskimi proteini, ameriškemu podjetju CSL Limited za 925 mio USD. V aprilu 2004 je podjetje Sanofi-Aventis podpisalo pogodbo s podjetjem GlaxoSmithKline o prodaji zdravil Arixtra in Fraxiparine s

proizvodnjo in ostalimi sredstvi za 453 mio EUR. V juniju 2004 se je podjetje dogovorilo s podjetjem Pfizer o prodaji zdravila Camppto za 620 mio EUR (Le filbleu, 2004d, str. 4).

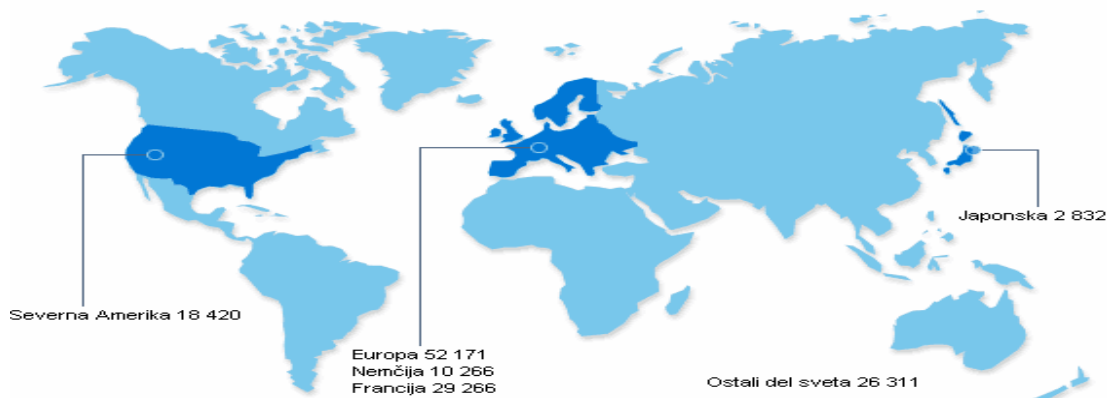
V primeru prodaje navedenih zdravil in dela podjetja Aventis Behring, bi težko zaključili, da je razlog za dezinvestiranje neuspešen prevzem. Prej nasprotno. Podjetje Sanofi-Aventis je izvedlo številne investicije na področju raziskav in razvoja ter v posodobitev in širjenje proizvodnje. Dezinvesticije so tako zajemale predvsem zdravila, ki bi lahko konkurirala zdravilom, ki so že ali pa še prihajajo na trg (Polletno poročilo podjetij Sanofi-Synthelabo in Aventis za leto 2004).

6.3. Učinki prevzema na organizacijsko strukturo

Pred prevzemom je bilo v podjetju Aventis zaposlenih 75.567 ljudi. Od tega v prodaji 34.105 ljudi, v proizvodnji 24.180, v raziskavah in razvoju zdravil 6.956 ter v ostalih delih 10.326 ljudi. Podjetje Sanofi-Synthelabo je bilo mnogo manjše podjetje s 33.086 zaposlenimi. V prodaji je bilo zaposlenih 11.601 ljudi, v raziskavah in razvoju zdravil 6.877, v proizvodnji 7.901 ter v ostalih delih podjetja 6.707 ljudi (Letna poročila za podjetji Aventis in Sanofi-Synthelabo za leto 2003).

V novem podjetju Sanofi-Aventis je približno 100.000 zaposlenih, od tega več kot polovica v Evropi in petina v Severni Ameriki (slika 5). Do velike reorganizacije bo prišlo v Evropi, kjer se pričakuje največ odpuščanj zaposlenih predvsem v Franciji in Nemčiji, in sicer na področju prodaje, proizvodnje ter raziskav in razvoja zdravil. V podjetju Sanofi-Aventis je trenutno v prodaji zaposlenih 33.150 ljudi, v proizvodnji 32.081 ljudi, v raziskavah in razvoju 11.718 ter v ostalih delih podjetja še 23.331 ljudi (Le filbleu, 2004b, str. 2).

Slika 5: Število zaposlenih v podjetju Sanofi-Aventis v letu 2004



Vir: Le filbleu, 2004b, str. 3.

Podjetje Sanofi-Aventis je v letu 2004 prodalo proizvodnjo in trženje treh zdravil: Fraxiparine, Campto in Arixtra ter celotni del podjetja Aventis Behring, s čimer se je zmanjšalo število zaposlenih za približno 7.000 (Le filbleu, 2004c, str. 3).

Glede na to, da je v novem podjetju Sanofi-Aventis veliko zaposlenih na različnih funkcijah, bo potrebno v prihodnje izvesti več ukrepov predvsem v Franciji in Nemčiji, ki bodo prispevali k večji socialni varnosti zaposlenih. Eden od pomembnih ukrepov bo zagotovo prezaposlovanje iz področij dela, kjer so presežki, na področja dela, kjer je primanjkljaj zaposlenih. Potrebno bo razmišljati tudi o spodbujanju naravnega osipa zaposlenih (upokojevanje, prostovoljna prekinitev dela, odkup let, prekinitev zaposlitev delavcem za določen čas). Zadnji najbolj nepriljubljen ukrep bo zagotovo ugotovitev trajnih presežnih delavcev, vendar bo ta ukrep težko izvesti, zaradi močnih sindikatov v Evropi.

6.4. Posledice prevzema za ključne deležnike Aventisa

Prevzemi podjetij vplivajo na vse interesne skupine podjetja, ki so vpete v proces prevzema: delničarje, managerje, zaposlene in nenazadnje tudi na potrošnike in širše okolje podjetja. Pri tem ima vsaka skupina različna pričakovanja, cilje in interese v zvezi s samim prevzemom, ki povzroči tudi različne učinke na vsako od skupin.

6.4.1. Posledice za lastnike – delničarje

Prevzem Aventisa je imel na delničarje dva učinka. Prvi je bil, da so se morali pogajati o prevzemni ceni, s čimer so imeli opravka veliki delničarji, med njimi zlasti kuvajtsko naftno podjetje. Drugi učinek je bil ves postopek, ki so ga morali opraviti delničarji, ko so sprejeli Sanofi-Synthelabovo ponudbo.

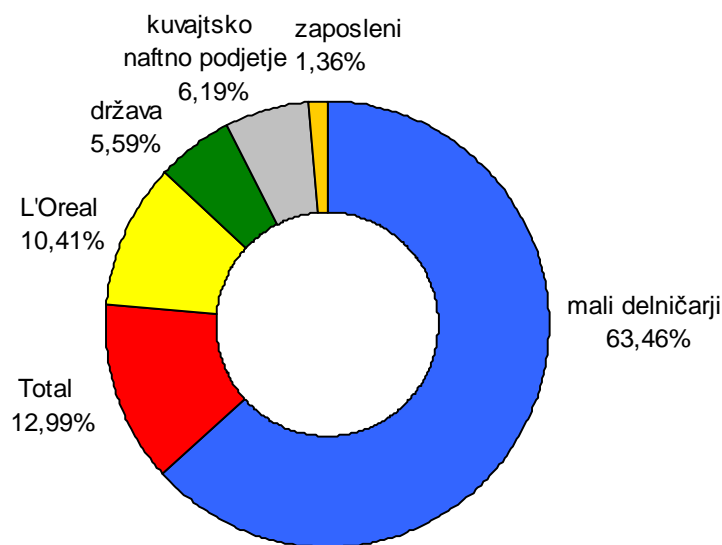
Cena Aventisovih delnic je bila ves čas sovražnega prevzema zelo pomembno vprašanje. Uprava Aventisa se o njej ni pogajala. Razmišljali so o smiselnosti povezave in o tem, ali bodo s prodajo zagotovljeni pogoji za izvajanje sprejete strategije. O ceni so se morali pogajati delničarji. Uprava je sicer izrazila svoje mnenje in v njem na začetku priporočila delničarjem, naj ne sprejmejo ponudbe podjetja Sanofi-Synthelabo, ki jo je ocenila kot sovražno in visoko tvegano za podjetje Aventis. Dne 26. januarja 2004 je uprava Aventisa prejela obvestilo o Sanofijevi nameri ponudbe za delno menjavo in delni odkup delnic, ki naj bi ji sledila javna ponudba. V ponudbi je bilo zapisano, da za 6 delnic Aventisa delničar dobi 5 delnic Sanofi-Synthelaba in 69 EUR v denarju.

Čez slabe tri mesece je podjetje Sanofi-Synthelabo ponudilo višjo ceno, pri kateri je za 6 delnic Aventisa ponudilo 5 delnic Sanofi-Synthelaba in 120 EUR v denarju. Ob tej ponudbi je uprava Aventisa razglasila prevzem za prijateljski in sledila je menjava delnic ter delno plačilo delnic Aventisa. Dne 26. aprila 2004 je bila objavljena spremenjena ponudba za delno menjavo in delni odkup delnic podjetja Aventis in vrednost Aventisa je poskočila na 55 mia EUR, to je za 7,2 mia EUR več, kot je bila prvotna vrednost podjetja.

Francosko farmacevtsko podjetje Sanofi-Synthelabo je do izteka javne ponudbe za prevzem pridobilo 95,5 % kapitala nemško-francoskega podjetja Aventis in hkrati 95,5 % glasovalnih pravic v Aventisu. Da bi lahko prevzeli po prihodku še enkrat večjo konkurenčno družbo, so v Sanofi-Synthelabo najeli 16 mia EUR posojila.

Največja delničarja novega podjetja Sanofi-Aventis sta še naprej Total in L'Oreal, vendar z mnogo manjšim deležem, kot v podjetju Sanofi-Synthelabo, pridružilo pa se jima je kuvajtsko naftno podjetje, ki je bilo največji posamični delničar podjetja Aventis. Iz slike 6 je razvidno, da so mali delničarji močno pridobili v samem tržnem deležu podjetja, kar je še dokaz več, da se delničarja Total in L'Orela umikata.

Slika 6: Lastniška struktura podjetja Sanofi-Aventis na dan 31. 8. 2004



Vir: Le filbleu, 2004, str. 3.

Vrednost delnice podjetja Aventis se je ob prevzemu povečala za 13% glede na začetno ponudbo podjetja Sanofi-Synthelabo, tako da so pri tem veliko pridobili delničarji Aventisa in tudi glavna delničarja podjetja Sanofi-Synthelaba Total in L'Orela. Pri delnem odkupu in menjavi delnic se je tako velikim delničarjem podjetja Aventis in Sanofi-Synthelaba povečala vrednost premoženja.

6.4.2. Posledice za zaposlene

Po neuradnih podatkih (zaposleni v Sanofi-Aventisu, ki niso želeli biti imenovani) je bilo slišati, da na prodajnem, razvojnem in proizvodnem oddelku ne bodo zaposlovali, kvečjemu odpuščali. To je seveda podatek, ki je precej v nasprotju z obljubami o prihodnji rasti in razvoju Sanofi-Aventisa. Z nadaljnjo rastjo bi se potrebe po zaposlenih morale povečevati, nikakor pa zmanjševati. Zaposleni so novinarje potihoma opozarjali, da se razmere v podjetju zaostrejejo. Poleg negotovosti zaradi zamenjav v upravi je bilo največ ugibanj povezanih predvsem z domnevnim zmanjševanjem števila zaposlenih v razvojnem in prodajnem oddelku. Jasno je, da bo uprava podjetja Sanofi-Aventis poskrbela za racionalizacijo poslovanja, da bo tudi odpuščala, vendar pa bo presenetljivo, če bi se to zgodilo že v roku enega do dveh let.

6.4.3. Posledice za upravo – management

Sedež uprave novega podjetja Sanofi-Aventis je v Parizu, kjer je bil predhodno tudi sedež uprave podjetja Sanofi-Synthelabo, medtem ko je bila uprava Aventisa v Strasbourgu. Sedanja upravo sestavlja 17 članov:

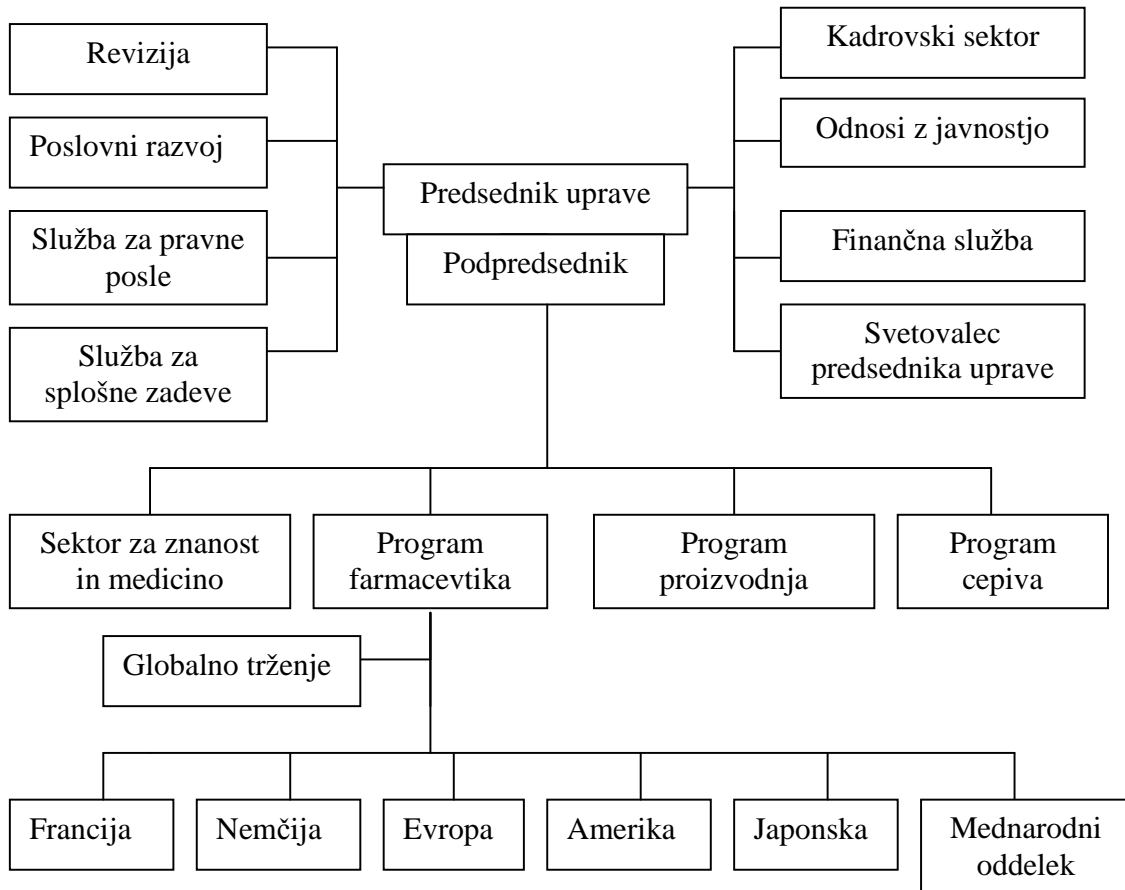
- direktor podjetja je Jean-François Dehecq,
- 8 članov iz vrst podjetja Aventis,
- 8 članov iz vrst podjetja Sanofi-Synthelabo.

Upravo novega podjetja, poleg omenjenih 17-ih članov, sestavljajo tudi vodje enajstih področij, ki pomagajo pri oblikovanju strategije in pripravi letnih planov. Vodje področij neposredno sodelujejo pri pripravi teh dokumentov, ki so osnova za vsakodnevno operativno odločanje. Večino operativnih odločitev sprejemajo vodje posameznih področij, ki so pri svojem odločanju samostojni. S tem je uprava pospešila hitrost odločanja in te hitre odločitve so ena Sanofi-Aventisovih pomembnih prednosti (slika 7). Najkompleksnejše odločitve se sprejemajo na najvišji ravni. Ko kompleksnost in tveganost padata, se odločitve sprejemajo na srednjih in nižjih ravneh.

Sedaj čaka upravo podjetja Sanofi-Aventis dvoje nalog. Prva naloga je zagotoviti, da bo položaj Aventisa v novem podjetju enakovreden. Vodjem področij iz Aventisa je treba zagotoviti ustrezen položaj v skupini Sanofi-Aventis. Druga naloga je boj za prevlado v podjetju, zato bo imela uprava še veliko dela, ko se bo postavila nasproti managerjem, s katerimi se je sprva prijazno dogovorjala. Morda je zdaj še nekoliko prezgodaj govoriti o učinkih prevzema na Aventisov del uprave. Do zamenjav v upravi bo prišlo, če se bo management izkazal za

neučinkovit oz. če podjetje ne bo dosegalo zastavljenih ciljev. Torej je vse odvisno od uprave same.

Slika 7: Struktura managementa podjetja Sanofi-Aventis



Vir: Le filbleu, 2004f, str. 2.

6.4.4. Posledice za kupce

Kupec zdravil je nekoliko širši pojem. Kdo je dejanski kupec zdravil, je odvisno od tega, v katero skupino zdravilo sodi. Pri zdravilih v prosti prodaji (zdravila za samozdravljenje) je končni uporabnik in plačnik ista oseba, ki tudi odloča o nakupu. Pri zdravilih na recept je stvar nekoliko kompleksnejša. Končni uporabnik je bolnik, plačnik zdravila je v večini primerov zavarovalnica in/ali bolnik (odvisno od zavarovanja in liste zdravil), zdravnik pa je tisti, ki odloča o "nakupu" (predpiše zdravilo). Ker je pri zdravilih na recept zdravnik tisti, ki določi zdravilo, je prav on tisti, na katerega je usmerjenih največ promocijskih aktivnosti proizvajalcev zdravil.

Učinek, ki ga je prevzem Aventisa prinesel na kupce zdravil, je pestrejša paleta inovativnih zdravil. S sinergijami, ki jih na področju raziskav in razvoja lahko doseže podjetje Sanofi-Aventis, se kupcem zdravil obetajo na novo razvita zdravila. Dolgoročno gledano bo prevzem imel posredno vpliv tudi na znižanje cen zdravil, saj je cilj novega podjetja zniževanje stroškov tako v poslovanju kot tudi v razvoju zdravil.

6.5. Finančna ocena novega podjetja

Neposredna primerjava računovodskih izkazov podjetij Aventis in Sanofi-Synthelabo z izkazi novega podjetja Sanofi-Aventis ni smiselna iz naslednjih razlogov:

- podjetje Sanofi-Aventis je nastalo šele avgusta 2004, tako da je možno primerjati računovodske izkaze samo med podjetjema Aventis in Sanofi-Synthelabo,
- podjetji sta po spojitvi začeli s poenotenjem prej različnih računovodskih usmeritev, tako da bo prvi računovodski izkaz podjetja objavljen v letu 2005,
- kapitalske povezave so v veliki meri vplivale na strukturo prihodkov in poslovanje, zato novega podjetja ni moč obravnavati kot seštevek poslovanja prej samostojnih podjetij.

Glede na zgoraj navedeno je v nadaljevanju podrobneje predstavljena primerjava računovodskih izkazov poslovanja obeh podjetij Aventis in Sanofi-Synthelabo za prvo polovico leta 2004. Podatki, ki so na voljo, so večinoma objavljeni v polletnih ali letnih poročilih, ki so pripravljene v skladu z zakonodajo in predpisi. Ker se z delnicami podjetja Sanofi-Aventis organizirano trguje na prostem trgu Pariške in New Yorške borze, je potrebno še posebej strogo spoštovanje zakonskih določil. Le-ta zahtevajo enakomerno obveščenost vlagateljev v izogib zlorabe notranjih informacij, tako podrobnejših razlag in komentarjev poslovanja ni bilo mogoče zahtevati.

V podjetju Sanofi-Synthelabo so v prvi polovici leta 2004 dosegli zvišanje čistega dobička za 20 % glede na enako obdobje v letu 2003, kar je posledica rasti prihodkov iz prodaje zdravil in drugih poslovnih prihodkov. Podjetje Aventis je imelo čisti dobiček višji za 7,2 %. Sanofi-Synthelabo je v prvi polovici leta 2004 ustvaril 4,5 mia EUR čistih prihodkov iz prodaje, kar glede na enako obdobje leta poprej pomeni nominalno rast v višini 14,3 %. Aventis je ustvaril 8,2 mia EUR čistih prihodkov iz prodaje, vendar pa z majhno nominalno rastjo 0,3 % (tabela 12).

Pri odhodkih se je podjetje Sanofi-Synthelabo soočilo s povečanjem stroškov za raziskave in razvoj zdravil v višini 13,4 %, medtem ko so se stroški za raziskave in razvoj zdravil v Aventisu zmanjšali za 9 % glede na enako obdobje v preteklem letu. V Sanofi-Synthelabu so se stroški nabave, prodaje in poslovanja povečali v višini 12,6 %, v Aventisu pa so se ti stroški znižali za

6,7 %. Finančni odhodki so se v podjetju Aventis znižali za 21,7 %, v Sanofi-Synthelabu pa povečali za kar 33,1 % (tabela 12).

Tabela 12: Izkaz poslovnega izida za podjetji Aventis in Sanofi-Synthelabo

Postavke	Aventis		Sanofi-Synthelabo	
	30. junij 2004 (v mio EUR)	2004/03 (v %)	30. junij 2004 (v mio EUR)	2004/03 (v %)
Čisti prihodki iz prodaje	8.166	+ 0,3	4.460	+ 14,3
Proizvajalni stroški prodanih količin	2.185	- 9,6	800	+ 6,7
Kosmati dobiček iz poslovanja	5.981	- 3,6	3.660	+ 16,1
Stroški R&D	1.268	- 9,0	704	+ 13,4
Stroški nabave, prodaje in uprave	2.972	- 6,7	1.356	+ 12,6
Drugi prihodki iz poslovanja	228	- 6,2	133	+ 111,2
Dobiček iz poslovanja	1.969	+ 7,1	1.733	+ 24,6
Finančni odhodki	803	- 21,7	595	+ 33,1
Čisti dobiček	1.166	+ 7,2	1.138	+ 20,0

Vir: Polletno poročilo za podjetji Aventis in Sanofi-Synthelabo za leto 2004.

V podjetju Sanofi-Synthelabo je bila uspešna prodaja predvsem zdravila Plavix, ki je doseglo 33,7 % rast, zdravila Eloxatin s 40,9 % rasti, Xatral s 34,4 % rasti in Solian s 36,6 % rasti. Vsa ta zdravila predstavljajo velik potencial na farmacevtskem trgu severne Amerike, kjer dosegajo visoko rast. V Aventisu se je prodaja zdravila Telfast zmanjšala za 9,7 % na račun prihoda generičnega zdravila v severni Ameriki, medtem ko se je prodaja zdravila Clexane povečala za 22,7 %, zdravilo Actonel je doseglo 74,6 % rast, Amaryl 21,8 % rast in Lantus celo 102,1 % rast (Polletno poročilo za podjetji Aventis in Sanofi-Synthelabo za leto 2004).

7. SKLEP

Zdravje je ena temeljnih vrednot človeštva. Biti zdrav in ostati zdrav je želja slehernega posameznika. Za zdravje lahko vedno naredimo nekaj več in nekaj boljše. Dogajanja na svetovnem farmacevtskem trgu v zadnjem desetletju zaznamujejo hitre, presenetljive in kompleksne spremembe, ki močno vplivajo na poslovanje farmacevtske panoge. Živimo v obdobju, ko se mora tudi farmacevtska panoga celoviteje prilagoditi zahtevam in potrebam trga. Farmacevtska panoga se je znašla na prelomnici, kjer nekdanji razvoj in notranja rast brez korenitih sprememb nista več mogoča. Proizvajalci zdravil tako iščejo odgovore na vprašanje, kako izkoristiti dejavnike okolja, ki omogočajo večjo prodajo zdravil in pri tem povečati dobičkonosnost, kljub številnim dejavnikom okolja, ki rast prodaje zdravil zavirajo.

Uspešnost združitve in prevzemov je vsekakor treba presojati v povezavi s cilji, ki jih je podjetje poskušalo s tem doseči. Ko gre za kapitalske povezave v farmacevtski panogi, je treba upoštevati dejstvo, da bodo učinki znani šele čez deset ali več let. Farmacevtska panoga je panoga znanja. Brez inovativnega raziskovalno-razvojnega dela v njej ni napredka, nova zdravila in inovativne tehnologije pa so edino zanesljivo zagotovilo za njeno nadaljno rast. Inovativna farmacevtska podjetja že iz izkušenj vedo, da bo dolgoročna rast omogočena le tistim, ki bodo v svojem portfelju imeli nova, boljše zdravila. Pridobiti in uspešno tržiti perspektivno zdravilo tako še vedno ostaja glavni cilj vseh inovativnih podjetij. Zavedajo se namreč, da bodo le z načrtnim vlaganjem v razvoj novih zdravil vplivali na večjo dobičkonosnost in obratno.

Pri projektu prevzema podjetja Aventis s strani Sanofi-Synthelabo je najti več značilnosti, ki so bile predstavljene v teoretičnih poglavjih. V tem primeru je šlo za uporabo posojila za nakup delnic podjetja Aventis, ki se ga je poslužila uprava podjetja Sanofi-Synthelabo. Te vrste prevzema se vse pogosteje pojavljajo v farmacevtski panogi. Poleg poslovnih razlogov in strateškega prilagajanja spremembam v poslovnem okolju je bil motiv takšnega prevzema tudi obrambni, saj je obstajala možnost prevzema podjetja Sanofi-Synthelabo s strani podjetja Pfizer ali GlaxoSmithCline in možnost odhoda velikih delničarjev Total in L'Oreal.

Management podjetja Aventis v začetku svoje obrambe ni uporabilo ukrepe strupene tabletko, kot je to predstavljeno v drugem poglavju, temveč je uporabilo prilagojene ukrepe. Ob tem se strinjam s Kraljem (2003, str 23), da so ukrepi odkupa lastnih delnic podjetja, medijski oglasi, politično lobiranje in iskanje novega prevzemnika pomembni za obrambo pred prevzemom. Vse te ukrepe je uporabilo tudi podjetje Aventis. Pri vseh teh ukrepih pa literatura po mojem mnenju premalo izpostavlja ukrep političnega lobiranja, ki je močno pomagal podjetju Sanofi-Synthelabo pri prevzemu podjetja Aventis. Potrebno je izpostaviti, da je francoska vlada odigrala pomembno

vlogo pri samem prevzemu in dosegla, da je Francija dobila močno farmacevtsko podjetje Sanofi-Aventis, ki bo krojilo prihodnost v farmacevtski panogi.

Podjetje Sanofi-Aventis je v fazi integracije, tako da se bodo učinki prevzema pokazali šele čez deset ali več let, vendar pa že sedaj prevzem udejanja celo vrsto sinergij. Med operativnimi sinergijami, ki povečujejo prihodke, je bila v drugem poglavju omenjena možnost skupnega trženja izdelkov po prodajnih poteh prevzetega podjetja. V primeru podjetja Sanofi-Aventis prihaja na ta način do večje prodaje zdravil na ameriškem trgu. Aventis, ki je imel na tem trgu zelo močne distribucijske kanale, je prodal približno 40 % svojih zdravil. Veliko je sinergij, ki prinašajo znižanje stroškov. Med te lahko uvrstimo povečanje ekonomije obsega in združitve funkcij na področju raziskav in razvoja, proizvodnje zdravil, informatike, logistike in administracije. Združitev nekaterih poslovnih funkcij ima za posledico njihovo večjo izkoriščenost. K zniževanju stroškov prispeva tudi prihranek zaradi poslovanja enega delniškega podjetja namesto dveh. Prihranek je povezan tudi z nižjimi stroški nadzornega sveta, revizije in organizacije skupščine delničarjev.

Med finančnimi sinergijami velja izpostaviti učinek povečanja bilance, ki ga tako uprava kot nadzorni svet navajata kot zelo pomemben učinek prevzema. Kljub temu da je bilo podjetje Sanofi-Synthelabo visoko likvidno podjetje, ne bi bilo sposobno izvesti tako obsežne koncentracije na farmacevtskem trgu brez pomoči francoske vlade. Pri učinku povečanja bilance je odločilno vlogo odigrala izbira pravega načina kapitalske povezave. Podjetje Sanofi-Synthelabo se je odločilo za prevzem, ki je predstavljal bistveno večji finančni zalogaj, kot na primer združitev. Odločitvi za prevzem je deloma botrovala lastniška struktura v podjetju Sanofi-Synthelabo, v kateri je bila tudi država.

Sodelovanje managerjev v novem podjetju Sanofi-Aventis je izjemnega pomena zaradi fenomena pogostega odhoda managerjev ciljnega podjetja. Zanj se odločajo iz različnih razlogov, vendar bi se moral prevzemnik po prevzemu truditi zadržati vse tiste kadre, ki jih po pričakovanjih potrebuje, posebej še, kadar prevzema podjetja v nepovezani dejavnosti in sam nima dovolj ustreznih ljudi oziroma so stroški nadomestitve visoki.

Prevzemnik ve, da management pripada podjetju in če ga želi rešiti, bo moral le-ta za to prevzeti vrednote prevzemnika in se mu tudi drugače prilagajati. Ko pa management ciljnega podjetja nasprotuje prevzemu, je naloga prevzemnika bistveno težja. Poleg tega, da med samim postopkom prevzema nima zaveznika v ciljnem podjetju, bo tudi po končanem postopku prevzema imel težave zaradi omejenosti svojih človekovih virov, ki jih bo zdaj zaradi odhoda starega managementa prisiljen deliti s prevzetim podjetjem. Poleg človekovih, je pri sovražnem prevzemu potrebno bistveno večje angažiranje tudi vseh drugih resursov prevzemnika.

Po izvedenem prevzemu se seveda postavlja vprašanje o smiselnosti in uspešnosti tako zahtevnega projekta. Pri ocenjevanju je glavna omejitev relativno kratek čas, saj bo podjetje Sanofi-Aventis začelo poslovati v letu 2005. Eden izmed vidikov ocene uspešnosti prevzema so zgoraj naštetе sinergije, ki prevzem postavljajo v pozitivno luč.

Drugi vidik, ki je neposredno vezan na uresničevanje in doseganje navedenih sinergičnih učinkov, je finančna uspešnost poslovanja obeh podjetij Aventisa in Sanofi-Synthelaba v letu 2004. Finančni kazalniki poslovanja so se v letu 2004 izboljšali. Ključni problemi, s katerim se sooča podjetje Sanofi-Aventis so zniževanje cen zdravil na ključnih trgih, obstoj in prihod novih generičnih zdravil v letu 2005 ter velika konkurenca med farmacevtskimi podjetji. V tem trenutku je najbolj pomembno, da sta obe podjetji, kljub zaostrenim razmeram na trgu, uspeli povečati prihodke.

Potrebno je upoštevati tudi obsežno raziskovalno-razvojno dejavnost zdravil podjetja Sanofi-Aventis, ki ima 270 učinkovin v različnih stopnjah razvoja. Številnim zdravilom, ki so že na trgu, so dodali številne nove indikacije za zdravljenje različnih bolezni.

Uspešnost prevzema je moč ocenjevati tudi po kriteriju stopnje dezinvestiranja. Podjetje Sanofi-Aventis je v leta 2004 prodalo proizvodnjo in trženje zdravil Fraxiparine, Arixtra in Campto podjetjema Pfizer in GlaxoSmithKline. Istega leta je podjetje prodalo tudi proizvodnjo in trženje plazemskih proteinov Aventis Behring podjetju CSL Limited. S prodajo plazemskih proteinov je podjetje dalo vedeti, da se bo v prihodnje osredotočilo izključno na področje zdravil za humano medicino.

Glede na navedeno lahko ocenim, da je bil prevzem podjetja Aventis s strani podjetja Sanofi-Synthelabo smiseln in uspešen, vendar pa je za konkretnejše ugotovitve o učinkih prevzema še prezgodaj. V teku je uresničevanje nekaterih ključnih strateških usmeritev, ki sta si jih zastavili upravi in nadzorna sveta prej samostojnih podjetij. Novo podjetje Sanofi-Aventis je okrepilo tržne deleže v vseh ključnih terapevtskih skupinah zdravil, izvedlo registracijo novih zdravil in novih indikacij za nekatera obstoječa zdravila na trgu Amerike, Evrope, Azije, Afrike in Avstralije. S tem je bil izkoriščen povečan finančni potencial. Rezultati so že vidni v rasti poslovnih prihodkov, ki kljub zmanjšani rasti porabe zdravil v svetu postavljajo trden temelj za bodoče, še bolj dobičkonosno poslovanje. Podjetje Sanofi-Aventis že razmišlja tudi o vstopu na generični trg, ki ima svetlo prihodnost v farmacevtski panogi.

Kapitalske povezave v farmacevtski panogi so utemeljene, dokler bodo ekonomski rezultati povezav ugodni in dokler bodo obljube vodstev novo nastalih podjetij tudi dejansko vodile v optimizacijo stroškov, večjo prodajo, večje dobičke in večjo rast. Oblikovanje velikih farmacevtskih podjetij pa ne pomeni konca za manjša inovativna podjetja in generike. Prva lahko

konkurirajo največjim z osredotočenjem na zadovoljevanje strank na lokalni ravni, generiki pa lahko svoje strategije usmerjajo v tržne niše in konkurenčne prednosti s širjenjem asortimana z novimi oblikami, z nižanjem stroškov in cen zdravil in z večjo fleksibilnostjo.

V prihodnje lahko pričakujemo še kakšen odmeven prevzem v svetu in prav gotovo še nismo videli največjega prevzema v farmacevtski panogi, ki se bo še naprej koncentrirala. Zagotovo je, da se bodo napovedi o le nekaj igralcih na tem trgu uresničile. Tu je še samo vprašanje časa, ki je potreben za doseg te napovedi. Vsekakor je tu podjetje Novartis, ki ni zaključilo s priključitvami, saj ima na voljo dovolj sredstev. Prva tarča je Roche, ki je že v 32,7 % lasti Novartisa, vendar dokončnega prevzema še ni videti, saj imata dva večinska lastnika 50,1 %. Nekateri napovedujejo, da je prevzem Roche-a (skupaj bi imela 6,4 % tržni delež) le predstopnja velikega koraka združitve s kakšnim od velikih ameriških gigantov, med katerimi bi bil najprimernejši Merck, ki ima zelo podobno strategijo kot Novartis.

8. LITERATURA

1. Art-Pieter de Man, Geert Duysters: Collaboration and Innovation. *Technovation*, 20(2004), 13, str. 1-11.
2. Bešter Janez: Prezvemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. *Gospodarski vestnik*, 23(1995), 17, str. 10-14.
3. Bešter Janez: Prezvemi podjetij. *Gospodarski vestnik*, 24(1996), 22, str. 110-135.
4. Boškovič Dragiša: Poblaznelo združevanje velikih. *Delo*, Ljubljana, 23. 6. 2000. 18 str.
5. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: *Intermediate Financial Management – Sixth edition*. Boston: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
6. Brigham Eugene F.: *Fundamentals of Financial Management*. Forth Worth: The Dryden Press, 1994. 843 str.
7. Brown Meredith M.: *International Mergers and Acquisitions*. The Hague, London, Boston: Kluwer Law International, 1999. 224 str.
8. Cunder Sašo: Lek in Krka morata prevzemati. *Finance*, Ljubljana, 15. 7. 2002, str. 17.
9. Čerin Aleš: Praktične izkušnje pri združitvah, prevzemih in kapitalskih povezavah. Zbornik: *Združitve in prevzemi gospodarskih družb*. Ljubljana: Društvo ekonomistov, 2000. 67 str.
10. Davidson Kenneth M.: *Megamergers: Understanding Corporate Acquisitions*. Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1985, str. 193-304.
11. Donald Gerwin: Coordinating New Product Development in Strategic Alliances. *Academy of Management Review*, 29(2004), 2, str. 241-257.
12. Gaughan, A. Patrick: *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Second Edition. New York: John Wiley and Sons, 1999, str. 291-295.
13. Gugler Klaus, Mueller Dennis C., Yurtoglu Bercin B., Zuleher Christine: The Effects of Mergers: An International Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(2003), 15, str. 625-653.
14. Hunger David J., Wheelen Thomas L.: *Strategic Management – Fifth Edition*. Addison: Wesley publishing, 1996. 441 str.
15. Jakič Urša: *Prevzem podjetja v Sloveniji: Union in Fructal*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 52 str.
16. Kay John: *Foundations of Corporate Success: How Business Strategies Add Value*. Oxford: University Press, 1993. 145 str.
17. Kenda Albina: V EU je ureditev farmacevtskega trga razdrobljena. *Finance*, Ljubljana, 3. 4. 2002, str. 9.
18. Kenda Albina: Dragonja in Kovačič: Kdo ima prav? *Finance*, Ljubljana, 17. 9. 2002, str. 3.
19. Kocbek Marijan: Novi predlogi direktive EU o prevzemih. *Pravna praksa*, Ljubljana, 13. 2. 2002, str. 240.

20. Kovač Bogomir: Protislovja poslovnih prevzemov in združevanja in primer združitve v slovenski trgovini. Zbornik Združitve in prevzemi gospodarskih družb. Ljubljana: Društvo ekonomistov, 2000, str. 67–72.
21. Kralj Jure: Možnost rasti podjetja GPG Kipkop s povezovanjem. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 83 str.
22. Kranjec Samo: Pomehkužene in razvajene družbe vstopa v EU ne bodo preživele. Finance, Ljubljana, 14. 5. 2000, str. 10-11.
23. Kranjec Samo: Koncentracije industrije se šele začneta. Finance, Ljubljana, 15. 7. 2002, str. 19-20.
24. Krishnan Hema A., Daewoo Park: The Impact of Work Force Reduction on Performance in Major Mergers and Acquisitions. Journal of Business Research, 55(2002), 32, str. 285-292.
25. Lahovnik Matej: Characteristic of Acquisition in the Central and Eastern European Economy in Transition. Management, 1(2000), 2, str. 1-17.
26. Lahovnik Matej: Proučevanje strategije priključitve podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 89 str.
27. Lahovnik Matej: Prevzemi gospodarskih družb. Ljubljana: Manager, 2003. 79 str.
28. Lahovnik Matej: Združitve in prevzemi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003a. 303 str.
29. Larsson Sylvia, Wallenberg Charlotte: Motives for and Evaluation Criteria of Mergers and Acquisitions. Linköping: Ekonomiska Institutionen, 2002. 24 str.
30. Macur Sabina: Prevzemi podjetij: Strateški vidik. Gospodarski vestnik, 24(1996), 26, str. 71-81.
31. Medvešček Maja: analiza prevzema podjetja Fructal. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 49 str.
32. Megginson William L., Morgan Angela: The Determination of Positive Long-Term Performance in Strategic Mergers. Journal of Banking & Finance, 28(2004), 17, str. 523-552.
33. Petrov Sabina: Patentna zaščita je velikokrat kamen spotika v industriji zdravil. Finance, Ljubljana, 15. 7. 2002, str. 22.
34. Potočnik Vekoslav: Temelji trženja s primeri iz prakse. Gospodarski vestnik, 30(2002), 52, str. 583.
35. Prašnikar Janez: Upravljalna ekonomika. Ljubljana, 2002. 363 str.
36. Pučko Danijel: Strateško poslovanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 394 str.
37. Pušnik Ksenja: Market Power Versus Efficiency: The Theoretical Concepts of Welfare Effects of Mergers. Naše gospodarstvo, 5(2000), 8, str. 487-504.
38. Ragett Tom: Generic Pharmaceuticals: Implications for the global pharmaceutical industry. Financial Times Business Information, 19(1994), 5, str. 15-16.
39. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jeffe Jeffrey F.: Corporate Finance. Homewood, Boston: Irwin, 1993. 912 str.
40. Samec Nataša: Kapitalski prevzemi gospodarskih družb v EU in nakupi večinskih deležev delnic na trgih kapitala. Evropsko pravo. Ljubljana: Primath, 2004. 891 str.

41. Scharf Charles A., Shea Edward E., Beck George C.: Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers. New Jersey: Pentice Hall, 1998. 526 str.
42. Sudarsanam Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. New Jersey: Prentice Hall, 1995. 303 str.
43. Suhadolc Elizabeta: Generična farmacevtska panoga. Krka v medicini in farmaciji (Novo mesto), 1999, 30, str. 5-12.
44. Tajnikar Maks: Pripojitev, spojitve in prevzemi. Zbornik združitve in prevzemi gospodarskih družb. Ljubljana: Društvo ekonomistov Slovenije, 2000, str. 25-38.
45. Urbanija Anamarija: Novartis generike požira. Gospodarski vestnik, 30(2002), 50, str. 254.
46. Weston Fred J., Copeland Thomas E.: Managerial Finance. London: Casell Education Limited, 1989. 894 str.
47. Weston Fred J., Kwang S. Chung, Susan E. Hoag: Mergers, Restructuring and Corporate Control. New Jersey: Prentice Hall, 1990. 762 str.
48. Zabel Bojan: Tržno pravo. Gospodarski vestnik, 26(2000), 35, str. 263.
49. Zupančič Aleš: Kultura podjetja pri prevzemih in združitvah. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 53 str.
50. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kako kupiti podjetje. Gospodarski vestnik, 18(1991), 11, str. 16-18.

9. VIRI

1. Company Rankings by Total Ethical drug Sales 2003, Wood Mackenzie. [URL: <http://www.p-d-r.com/ranking>], 16. 11. 2004.
2. Company Rankings by Total Ethical Drug Sales Forecast 2004, Wood Mackenzie. [URL: <http://www.p-d-r.com/ranking>], 16. 11. 2004.
3. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 1, 2004, 10 str.
4. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 2, 2004a. 7 str.
5. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 3, 2004b, 8 str.
6. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 4, 2004c, 6 str.
7. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 5, 2004d. 7 str.
8. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 6, 2004e, 10 str.
9. Le filbleu (Interna revija podjetja Sanofi-Aventis), 7, 2004f, 12 str.
10. Letno poročilo podjetja Aventis za leto 2001. Strasbourg: Aventis d.d., 2002. 143 str.
11. Letno poročilo podjetja Aventis za leto 2002. Strasbourg: Aventis d.d., 2003. 180 str.
12. Letno poročilo podjetja Aventis za leto 2003. Strasbourg: Aventis d.d., 2004. 165 str.
13. Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leto 2001. Pariz: Sanofi-Synthelabo d.d., 2002. 174 str.

14. Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leto 2002. Pariz: Sanofi-Synthelabo d.d., 2003. 154 str.
15. Letno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo za leto 2003. Pariz: Sanofi-Synthelabo d.d., 2004. 167 str.
16. Managing the Innovation Gap with M&As. Scrip Magazine, Richmond, 2004, 235 str.
17. Merger Control: Competition Policy in Europe and the Citizen. Luxemburg: Office for Official Publication of the European Communities, 2000, 135 str.
18. Merger Reform: One Step Forward. The Economist Intelligence Unit, London, 1998, str. 1-2.
19. Pharma, (interna revija podjetja Aventis), 1, 2004, 45 str.
20. Pharma, (interna revija podjetja Aventis), 2, 2004a, 50 str.
21. Pismo o nameri. Pariz: Interno gradivo, 2004. 5 str.
22. Podatki o tečaju in prometu delnic podjetja Aventis, 2004. [URL: http://www.aventis.com/main/share_details], 14. 11. 2004.
23. Podatki o tečaju in prometu delnic podjetja Sanofi-Synthelabo, 2004. [URL: http://www.sanofi-aventis.com/main/share_details], 14. 11. 2004.
24. Polletno poročilo podjetja Aventis za leto 2004. Strasbourg: Aventis d.d., 2004. 170 str.
25. Polletno poročilo podjetja Sanofi-Synthelabo v letu 2004. Pariz: Sanofi-Synthelabo d.d., 2004. 152 str.
26. Prezem podjetja Aventis, 2004. [URL: http://www.aventis.com/acquisition_of_aventis], 5. 11. 2004.
27. Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2001. [URL: <http://www.ims-global.com/insight/>], 10. 11. 2004.
28. Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2002. [URL: <http://www.ims-global.com/insight/>], 10. 11. 2004.
29. Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2003. [URL: <http://www.ims-global.com/insight/>], 8. 12. 2004.
30. Rast svetovne prodaje zdravil in svetovni prihodki od prodaje zdravil v letu 2004. [URL: <http://www.ims-global.com/insight/>], 5. 1. 2005.
31. The Pharmaceutical Market World Review. London, 2001. 521 str.
32. The Pharmaceutical Market World Review. London, 2002. 435 str.
33. The Pharmaceutical Market World Review. London, 2003. 368 str.
34. Zgodovina podjetja Aventis, 2004. [URL: <http://www.aventis.com/history>], 16. 11. 2004.
35. Zgodovina podjetja Sanofi-Synthelabo, 2004. [URL: <http://www.sanofi-aventis.com/history>], 16. 11. 2004.

KAZALO:

1. UVOD	1
1.1 Opredelitev problematike	1
1.2. Namen	2
1.3. Cilji.....	3
1.4. Temeljna hipoteza	3
1.5. Uporabljene znanstvene metode in zasnova magistrskega dela.....	3
2. PREVZEMANJE IN ZDRUŽEVANJE PODJETIJ	4
2.1. Opredelitev osnovnih pojmov	4
2.1.1. Združitve.....	5
2.1.2. Prevzemi	5
2.2. Možne oblike rasti podjetja	7
2.2.1. Interna rast podjetja	9
2.2.2. Eksterna rast podjetja.....	10
2.3. Oblike prevzemov	11
2.3.1. Združitve.....	11
2.3.2. Prevzem z odkupom delnic.....	12
2.3.3. Prevzem z odkupom premoženja.....	13
2.3.4. Pooblastilo za zastopanje (proxy rights).....	13
2.3.5. Odkup z zadolžitvijo (LBO)	14
2.4. Motivi za prevzeme in združitve	14
2.4.1. Hipoteze povečanja učinkovitosti.....	16
2.4.1.1. Razlike v učinkovitosti	16
2.4.1.2. Hipoteza neučinkovitega managementa	16
2.4.1.3. Strategija prestrukturiranja poslovanja	17
2.4.1.4. Operativne sinergije	18
2.4.1.5. Finančne sinergije	19
2.4.1.6. Analiza portfeljev.....	19
2.4.2 Informacije in signali.....	20
2.4.2.1. Hipoteza iskanja	20
2.4.2.2. Hipoteza sedenja na zlatem rudniku.....	21
2.4.3. Hipoteza podcenjenosti.....	21
2.4.3.1. Kratkovidnost	21
2.4.3.2. <i>Q</i> hipoteza investicij	21
2.4.4. Problem agentov	22
2.4.4.1. Hipoteza problema agentov.....	22
2.4.4.2. Managerska hipoteza.....	22
2.4.5. Strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju	23
2.4.6. Hipoteza precenjenosti	23
2.4.7. Hipoteza prerazdelitve.....	24

2.4.7.1. Hipoteza tržne moči – v breme potrošnikov	24
2.4.7.2. Davčni razlogi – v breme proračuna.....	25
2.4.8. Hipoteza različnih pričakovanj	25
2.4.9. Motivi delničarjev ciljnih podjetij	26
2.4.10. Motivi prevzemov v tujini	27
2.5. Sovražni prevzemi in njihova obramba	28
2.5.1. Finančni ukrepi v vlogi obrambe pred prevzemi.....	29
2.5.2. Prevzemi z “izsiljevanjem” delničarjev.....	29
2.5.3. Spremembe statuta v vlogi obrambe pred prevzemi	30
2.5.4. Strupene tabletko	30
2.5.5. Premijski in navadni odkup lastnih delnic.....	31
3. ZNAČILNOSTI FARMACEVTSKE PANOGE	31
3.1. Predstavitev farmacevtske panoge.....	31
3.2. Delitev farmacevtske panoge	34
3.2.1. Inovativna zdravila	34
3.2.2. Generična zdravila.....	35
3.2.3. Razlike med proizvajalci inovativnih in generičnih zdravil.....	35
3.2.4. Generična substitucija.....	36
3.3. Patenti v farmacevtski panogi	38
3.4. Koncentracija v farmacevtski panogi.....	39
3.5. Perspektive generikov in originatorjev.....	41
4. STRATEŠKA OCENA PODJETIJ AVENTIS IN SANOFI-SYNTHELABO PRED	
PREVZEMOM	43
4.1. Ocena podjetja Aventis	43
4.1.1. Nastanek in predstavitev podjetja.....	43
4.1.2. Strateške povezave	44
4.1.3. Lastniška struktura in promet z delnicami.....	44
4.1.4. Terapevtske skupine zdravil	46
4.1.5. Prodaja, raziskave in razvoj zdravil.....	46
4.2. Ocena podjetja Sanofi-Synthelabo.....	48
4.2.1. Nastanek in predstavitev podjetja.....	48
4.2.2. Strateške povezave	48
4.2.3. Lastniška struktura in promet z delnicami.....	49
4.2.4. Terapevtske skupine zdravil	50
4.2.5. Prodaja, raziskave in razvoj zdravil.....	50
5. ANALIZA PREVZEMA PODJETJA AVENTIS S STRANI SANOFI-	
SYNTHELABO	51
5.1. Pravna regulativa in uskladitev v EU	51
5.1.1. Pravna ureditev področja združitvev in prevzemov podjetij	52
5.1.2. Pristojnosti pri izvajanju zakonodaje.....	53
5.1.3. Vloga Evropske komisije za preprečevanje monopolov	54
5.1.4. Obvezna ponudba za odkup vseh delnic.....	54

5.1.5. Obrambni mehanizmi pred prevzemi	55
5.1.5.1. Preventivni obrambni mehanizmi	55
5.1.5.2. Kurativni obrambni mehanizmi	56
5.2. Potek prevzema podjetja Aventis s strani Sanofi-Synthelabo.....	57
5.2.1. Ideja o prevzemu	57
5.2.2. Poslovni cilji prevzema	57
5.2.3. Pismo o nameri	58
5.2.4. Strateška dilema uprave Aventisa in možne alternative.....	60
5.2.5. Ozadje Aventisovega prevzema	61
5.2.6. Strateški razlogi za prevzem v Sanofi-Synthelabo	62
5.2.7. Pomisleki proti prevzemu	63
5.2.8. Določitev menjalnega razmerja	63
6. OCENA USPEŠNOSTI PREVZEMA	64
6.1. Investicije v razvoj zdravil in strateške povezave.....	64
6.2. Dezinvestiranje proizvodnje različnih zdravil.....	65
6.3. Učinki prevzema na organizacijsko strukturo.....	66
6.4. Posledice prevzema za ključne deležnike Aventisa	67
6.4.1. Posledice za lastnike – delničarje	67
6.4.2. Posledice za zaposlene	69
6.4.3. Posledice za upravo – management.....	69
6.4.4. Posledice za kupce.....	70
6.5. Finančna ocena novega podjetja	71
7. SKLEP	73
8. LITERATURA	76
9. VIRI	79

SEZNAM TABEL:

Tabela 1: Svetovna prodaja zdravil po regijah v letu 2003	33
Tabela 2: Vrstni red vodilnih svetovnih farmacevtskih podjetij po prodaji zdravil v letu 2003	33
Tabela 3: Vrstni red sedmih zdravil z največjo prodajo v letu 2003.....	34
Tabela 4: Lastniška struktura podjetja Aventis na dan 31. 12. 2003.....	45
Tabela 5: Prikaz prodaje pomembnih terapevtskih skupin od leta 2000 do leta 2003 (v mio EUR).....	46
Tabela 6: Celotna prodaja in vlaganja podjetja Aventis v raziskave in razvoj (v mio EUR).....	47
Tabela 7: Prikaz učinkovin in zdravil, ki so v pozni fazi razvoja	47
Tabela 8: Lastniška struktura podjetja Sanofi-Synthelabo na dan 31. 12. 2003	49
Tabela 9: Prikaz prodaje pomembnih terapevtskih skupin od leta 2000 do leta 2003 (v mio EUR).....	50

Tabela 10: Celotna prodaja in vlaganja podjetja Sanofi-Synthelabo v raziskave in razvoj (v mio EUR).....	51
Tabela 11: Pregled tržnih deležev terapevtskih skupin zdravil za podjetje Sanofi-Aventis v letu 2004	65
Tabela 12: Izkaz poslovnega izida za podjetji Aventis in Sanofi-Synthelabo	72

SEZNAM SLIK:

Slika 1: Tri alternative celovite strategije.....	7
Slika 2: Portfeljska matrika tržni delež/rast trga (BCG)	20
Slika 3: Prikaz gibanja enotnega tečaja delnice podjetja Aventis	45
Slika 4: Prikaz gibanja enotnega tečaja delnice podjetja Sanofi-Synthelabo.....	49
Slika 5: Število zaposlenih v podjetju Sanofi-Aventis v letu 2004.....	66
Slika 6: Lastniška struktura podjetja Sanofi-Aventis na dan 31. 8. 2004.....	68
Slika 7: Struktura managementa podjetja Sanofi-Aventis.....	70

PRILOGA 1: SLOVAR

Angleški pojem	Slovenski pomen
Acquisition	priključitev, ko eno ali več podjetij prenese svoje premoženje v obstoječo ali lastninsko enoto v zamenjavo za delnice prevzemne družbe
Consolidation	spojitev, ko se dve ali več podjetij združi v popolnoma novo podjetje
Corporate Portfolio Management	poslovanje portfelja podjetja
Economics Scale	ekonomija obsega
Hostile Takeover	obsega sovražni prevzem oz. prevzem z odkupom delnic s strani managementa ciljnega podjetja
Leveraged Buyout	odkup podjetja z zadolžitvijo
Leveraged Management Buyout	odkup podjetja z zadolžitvijo lahko uporabi management podjetja in s preoblikovanjem odprte delniške družbe v zaprto prevzame celoten nadzor nad podjetjem
Mandatory Buyout	obvezni prevzem ali ko lastnik z več kot zakonom določenega najmanjšega odstotka delnic posamezne delniške družbe, ki zagotavljajo glasovalno pravico, ponuditi pod enakimi pogoji odkup delnic tudi vsem drugim delničarjem
Merger	združitev, ki vključuje tudi spojitev in pripojitev
Proxy Contest	tekmovanje za pooblastila na skupščini delničarjev
Proxy Material	priprava ustreznih gradiv za skupščino delničarjev
Reverse Merger	povratne združitve, za katere je značilno, da preživi prodajalec – ciljno podjetje
Spinoff	izločanje poslovnih področij v samostojna, borzno notirana podjetja podpis dogovora o zaupnosti prevzemnika s ciljnim
Takeover	prevzem ali pridobitev nadzora nad določenim podjetjem
Winners Curse	“prekletstvo” zmagovalcev

PRILOGE

