

Univerza v Ljubljani
Ekonomska fakulteta

MAGISTRSKO DELO

Igor Jonko

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

ANALIZA PREVZEMNE PREMIJE V NEMČIJI

Ljubljana, oktober 2010

IGOR JONKO

IZJAVA

Študent Igor Jonko izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal v soglasju s svetovalcem doc. dr. Aljošo Valentinčičem, in da skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorski in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29. oktobra 2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV POJMOV	5
1.1 Prevzem	5
1.1.1 Opredelitev	5
1.1.2 Pojavne oblike	8
1.1.3 Teorije in hipoteze prevzemov podjetij	12
1.1.4 Motivi prevzemov podjetij	18
1.1.5 Zgodovina prevzemov	27
1.2 Prevzemna premija	35
1.2.1 Opredelitev	36
1.2.2 Merjenje prevzemne premije	37
1.2.3 Proučevanje prevzemne premije	44
2 PREVZEMI V NEMČIJI.....	54
2.1 Prevzemna zakonodaja	54
2.1.1 Nemški zakon o prevzemih	56
2.2 Prevzemno dogajanje v Nemčiji v obdobju 2002 do 2009.....	63
2.2.1 Pregled po letih	64
2.3 Prevzemno dogajanje v Nemčiji v letu 2010	69
3 PODATKI IN METODOLOGIJA	69
3.1 Podatki.....	69
3.2 Metodologija.....	71
4 ANALIZA PREVZEMNE PREMIJE	72
4.1 Deskriptivna statistika	72
4.1.1 Povprečne prevzemne premije	72
4.2 Primerjava vzorcev	74
4.2.1 Analiza prevzemne premije glede na dejavnost v prevzemu udeleženih podjetij	74
4.2.2 Analiza prevzemne premije glede na lastništvo ciljnega podjetja s strani prevzemnika	76
4.2.3 Analiza prevzemne premije glede na uspešnost ciljnega podjetja pred prevzemom	77
SKLEP	79
LITERATURA IN VIRI.....	82
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1: Razmejitev uporabljenih pojmov v angloameriški literaturi.....	7
Slika 2: Osnovne oblike prevzemov podjetij	8
Slika 3: Teorije prevzemov podjetij	14
Slika 4: Pregled teorij motivov prevzemov po Trautweinu.....	23
Slika 5: Dejavniki uspeha prevzema šestega prevzemnega vala	35
Slika 6: Struktura prevzemne cene.....	36
Slika 7: Prikaz pristopov opredelitve prevzemne premije.....	38
Slika 8: Časovnica dogodkov pri prevzemih (merjenje celotne premije)	38
Slika 9: Prikaz povprečnih (AAR) in kumulativnih povprečnih presežnih donosov (CAAR) okoli dneva objave prevzemne ponudbe.....	42
Slika 10: »Denarne« prevzemne premije v obdobju 1973–1999	47
Slika 11: Primerjava pravnih okvirjev prevzemne ureditve	55
Slika 12: Vrste ponudb	59
Slika 13: Potek postopka ponudbe za nakup vrednostnih papirjev ciljne družbe.....	62
Slika 14: Vrste prevzemnih ponudb v letih 2002 – 2009	64
Slika 15: Razlika med maksimalnimi v ponudbi ponujeni vrednosti transakcij in dejanskim zneskom prevzemov (zneski so v milijard evrov)	69
Slika 16: Gibanje povprečne prevzemne premije v obdobju 90 dni pred objavo prevzemne namere ($T - 90$) do dneva objave prevzemne namere ($T - 0$).....	73
Slika 17: Gibanje prevzemne premije v obdobju 180 dni do dneva objave prevzemne namere ($T - 180$) do dneva objave prevzemne namere ($T - 0$).....	74
Slika 18: Histogram prevzemne premije na dan $T - 0$	11
Slika 19: Histogram prevzemne premije na dan $T - 90$	11
Slika 20: Histogram lastništva na dan objave prevzemne namere oz. pridobitve kontrole ($T - 0$	12
Slika 21: Povprečna presežna donosnost v obdobju $T - 3$ leta do $T - 90$ dni po letih	13

KAZALO TABEL

Tabela 1: Valovi prevzemov	30
Tabela 2: Deskriptivna statistika prevzemne premije (v %) po dekadah	48
Tabela 3: Rangi glede na dejavnost v prevzemu udeleženih podjetij	75
Tabela 4: Rezultat testne statistike glede dejavnosti v prevzemu udeleženih podjetij.....	75
Tabela 5: Rangi glede na začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju	76
Tabela 6: Rezultat testne statistike glede na začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju.....	77
Tabela 7: Rangi glede na presežno donosnost	78
Tabela 8: Rezultat testne statistike glede na presežno donosnost.....	79
Tabela 9: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov.....	1
Tabela 10: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov – nadaljevanje.....	2
Tabela 11: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov – nadaljevanje II	3
Tabela 12: Napoved dinamike gibanja cen in obsega (volumna) prometa.....	4
Tabela 13: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 180 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 180$) v %	5
Tabela 14: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 90$) v %	5
Tabela 15: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 60 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 60$) v %	6
Tabela 16: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 30 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 30$) v %	6
Tabela 17: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 15 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 15$) v %	7
Tabela 18: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 5 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 5$) v %	7
Tabela 19: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno na dan pred objavo namere prevzema oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 1$) v %	8
Tabela 20: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno na dan objave namere prevzema oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 0$) v %	8
Tabela 21: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in z WpÜG določenim minimalnim nadomestilom po letih v %	9
Tabela 22: Delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pri transakcijah po letih v %	10

UVOD

Za ohranitev položaja na trgu morajo podjetja ustvariti okolje nenehnega kreiranja vrednosti. To lahko dosežejo skozi rast poslovanja. Doseganje te rasti je mogoče na dva načina: skozi organsko, notranjo rast ter skozi zunanjo, anorgansko rast, rast skozi prevzeme in združitve. Po Hitt-u (2001, str. 4) je slednji način postal ena pomembnejših, če ne celo dominantna strategija organizacij 21. stoletja. Dandanes se vodstva podjetij ubadajo s vprašanji o tem, kako uspešno izpeljati postopek prevzema ali združitve za povečanje konkurenčnosti podjetij, ki jih vodijo.

Obseg poseganja po tej strategiji in postavljanje novih in novih rekordov v velikosti sklenjenih transakcij v zadnjih nekaj letih pojasnjuje izredno zanimanje tako strokovne kot laične javnosti za vse, kar je povezano s prevzemno dejavnostjo ter pogosto obravnavo prevzemne tematike v sodobni literaturi.

Združi se ali umri (angl. *merge or die*)¹ ter njej sorodne fraze krasijo naslove mnogih člankov (Miranda, 2007, Toutant, 2005, LaMotta, 2008), napisanih na temo prevzemov in združitve v zadnjih nekaj letih. Ta v precejšnji meri odraža pomembnost pridobitve ali ohranitve konkurenčnosti podjetij preko prevzemov ali združitve.

Prevzemi in združitve so dokazano najpopularnejša strategija podjetij, ki poskušajo doseči konkurenčno prednost pred tekmeci (Vasilaki et al., 2008, str. 2). S prevzemi in združitvami, tako Hitt in drugi (2007), skušajo podjetja doseči večjo tržno moč, pridobiti dostop do inovativnih zmožnosti in s tem zmanjšati tveganja povezana z razvojem novih storitev in produktov, maksimizirati učinkovitost procesov skozi ekonomije obsega (angl. *economies of scale*) in ekonomije povezanosti² (angl. *economies of scope*) ter, v nekaterih primerih, tudi preoblikovati dejavnost podjetja.

Vprašanje motivov prevzemov in združitve je bilo sicer že večkrat predmet obravnave, kljub temu pa teoretična in empirična literaturi še ni podala enotnega odgovora nanj³. Nekateri avtorji celo menijo, da obstaja skoraj toliko motivov, ki opravičujejo ali vsaj pojasnjujejo prevzemno dejavnost podjetij, kot je prevzemnikov in njihovih tarč (Mukherjee et al., 2004, str. 8). Trautwein (1990, str. 284–290), na primer, ponuja več teorij motivov prevzemov in združitve vključujoč teorijo učinkovitosti, monopola, plenilcev (angl. *raider theory*), gradnje cesarstva (angl. *empire building theory*), procesno teorijo (angl. *process theory*) in teorijo nemira (angl. *disturbance theory*). Berkovitch in Narayanan (1993, v Mukherjee et al., 2004, str. 5), po drugi strani, poudarjata tri glavne motive prevzemov in združitve in sicer motiv

¹ Fraza se nanaša tako na prevzeme kot na združitve. Glej npr. Miranda, 2007, Toutant, 2005, LaMotta, 2008.

² V literaturi ni enotnega prevoda za angleški izraz 'economies of scope'. Izrazi, uporabljeni v literaturi, ki označujejo angleški pojem 'economies of scope' so ekonomije povezanosti, ekonomije razpona, ekonomije kakovosti in različnosti, ekonomije kakovosti in raznolikosti, prihranki povezanosti, prihranki skupne proizvodnje itd. V magistrskem delu uporabljam za ponazoritev pojma izraz ekonomije povezanosti.

³ Vprašanje motivov bo podrobneje predstavljeno v nadaljevanju tega dela.

sinergije, motiv zastopstva (angl. *agency*) in motiv precenjevanja samega sebe⁴. Ostali motivi vključujejo diverzifikacijo, davčne ugodnosti, vzpodbude managementa, nakup sredstev pod stroški nadomestitve le-teh in podcenjenost posameznih delov podjetja (angl. *break-up value*).

Navedene teorije kažejo na to, da obstaja več pristopov k razlagi prevzemne dejavnosti in nobenega od argumentov teh teorij ni mogoče povsem ovreči. »Če človek dovolj dobro pogleda, lahko najde dokaze v podporo skoraj kateri koli hipotezi« (Scherer, 1970, str. 122). Večina raziskovalcev se strinja, da so prevzemi in združitve podvrženim večim motivom hkrati. Ali kot pravi Steiner (1975, str. 30): »Tako kot obstaja več interesnih skupin z zmožnostjo vpliva na izpeljavo prevzema ali združitve, tako obstaja tudi več motivacijskih faktorjev«.

Obstoj različnih motivacijskih faktorjev lahko pripišemo koristim, ki so jih posamezne interesne skupine deležne v prevzemu. In čeprav je teh koristi deležnih več interesnih skupin (Reis, 2006, str. 14–15), literatura največ pozornosti namenja koristim, ki so jih deležni delničarji prevzemnih in ciljnih družb.

Empirična literatura si je enotna v sklepih, da prevzemi in združitve ustvarjajo vrednost delničarjem prevzemnih in ciljnih družb skupaj, pri čemer gre večina ustvarjenih koristi delničarjem ciljnih družb (Martynova & Renneboog, 2008, str. 9). Ti so nesporni zmagovalci prevzemov in združitev.

Opredelitev področja preučevanja in problematike

Velikost teh koristi je bila predmet obravnave mnogih raziskav. Jarell, Brickley in Netter (1988, str. 51) podajajo izsledke študije presežne donosnosti⁵ na podlagi analize transakcij v obdobju 1962 do 1985 in ugotavljajo, da so prevzemne premije v 1960–ih znašale 19 odstotkov, 35 odstotkov v 1970–ih in 30 odstotkov v letih 1980 do 1985. Ti rezultati so konsistentni z rezultati 13 študij o doseženi presežni donosnosti delničarjev ciljnih družb med 16 in 30 odstotki v obdobju pred 1980, o katerih poročata Jensen in Ruback (1983, str. 3).

Nadaljnje dokaze o obstoju presežnih koristi delničarjev ciljnih družb v višini 24 odstotkov med leti 1972 in 1987 ponuja Servaes (1991) ter Kaplan in Weisbach (1992, v Mukherjee et al., 2004, str. 9) v višini 27 odstotkov v obdobju 1971 ter 1982. Novejši dokazi o obstoju presežnih koristi kažejo podobno sliko. Mulherin in Bonne (2000, v Goergen & Renneboog, 2004, str. 16) poročata o presežnih donosih, ki so jih bili deležni delničarji ciljnih družb v 1990–ih, v višini 21 odstotkov⁶.

⁴ Prevod angleškega izraza »hubris«.

⁵ Razlika med dejansko donosnostjo v dogodkovnem oknu in pričakovano donosnostjo tega obdobja (Jensen, Ruback, 1983, str. 11).

⁶ Omenjene raziskave se nanašajo na ameriški trg.

Kljub podanim dokazom o precejšnjih koristih, ki so jih deležni delničarji ciljnih družb, pa Jensen in Ruback (1983, str. 7) opozarjata na možnost, da raziskave celo podcenjujejo celotno velikost teh koristi. Avtorja navajata, da v mnogih primerih pride do večjih sprememb v ceni delnic ciljnih družb še pred uradno objavo prevzema, tako da raziskave, ki proučujejo gibanje cene delnic ciljnih družb po datumu najave prevzema, podcenjujejo velikost koristi, ki so jo deležni delničarji ciljnih družb.

Cilj magistrskega dela

Cilj magistrskega dela je analiza teh koristi in sicer se pri tem osredotočam na analizo prevzemnih premij, ki so jih bili deležni delničarji v analizo zajetih podjetij v Nemčiji v obdobju 2002 do 2010. Začetek izbranega obdobja proučevanja sovpada z začetkom veljavnosti nemškega zakona o prevzemih in koncem samoregulacije akterjev prevzemnega dogajanja Nemčije.

Z magistrskim delom želim predstaviti obstoj razlik v prevzemnih premijah glede na dejavnost v prevzemu udeleženih podjetij, deležem lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pred dnevom objave prevzemne namere in uspešnostjo ciljnega podjetja. Pri statistični analizi prevzemnih premij se osredotočam na 3 morebitne vire razlik v velikosti doseženih prevzemnih premij, in sicer na:

- poslovno uspešnost ciljnega podjetja pred objavo prevzema;
- deležem lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pred objavo prevzema in
- dejavnost prevzemnika in ciljnega podjetja.

Navezujoč se na določbe zakona, ki ureja področje prevzemov v Nemčiji⁷, sem kot presečni datum upošteval datum objave prevzemne namere oziroma datum pridobitve kontrole.

Hipoteze, predstavljene v nadaljevanju, temeljijo na teoretični in empirični literaturi, ki je podlaga magistrskemu delu in so podrobneje predstavljene v nadaljevanju magistrskega dela. S statistično analizo v analizo obravnavanih transakcij želim potrditi v nadaljevanju podane hipoteze, in sicer:

- H1: Prevzemna premija bo višja, v kolikor prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v isti dejavnosti
- H2: Prevzemna premija bo nižja pri večjem deležu lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pred objavo namere prevzema
- H3: Prevzemna premija bo višja, čim slabša je bila poslovna uspešnost ciljnega podjetja pred objavo prevzema

⁷ Za podrobnejšo predstavitev prevzemne zakonodaje Nemčije glej točko 2.1.

Metode preučevanja

Magistrsko delo v prvem delu temelji predvsem na preučevanju tuje teoretične in empirične literature na temo prevzemov in prevzemne premije, pri čemer so izpostavljeni osnovni teoretični koncepti kot podlaga nadaljnjemu delu. Zbirka analiz prevzemnega dogajanja je obsežna in pokriva več vidikov sprememb lastništva. Preučevanja izplačanih prevzemnih premij delničarjem v analizo zajetih podjetij se lotevam po vzoru raziskave Gondhalekarja in drugih (2004), ki so proučevali vpliv dejavnikov na izplačane premije v obdobju 1973 do 1999.

Glede na kompleksnost procesov, povezanih s prevzemi, so v analizo prevzemnih premij vključeni le prevzemi opravljeni z denarjem. Izključene so transakcije, ki vključujejo lastniške, dolžniške ali druge finančne instrumente za plačilo izvedbe prevzema. Z omejitvijo analize prevzemne premije zgolj na denarne transakcije se ognem dilemam, ki lahko zameglijo resnično velikost prevzemne premije.

Kot navaja Travlos (1987, str. 3) bi lahko management prevzemnika uporabil nadomestne vrednostne papirje kot del plačila prevzema, ko meni, da so ponujeni vrednostni papirji precenjeni, in s tem izkrivil dejansko velikost plačane premije. Kot drugo Travlos opozarja, da je uporabo nadomestnih vrednostnih papirjev za financiranje prevzema težko ločiti od motiva prevzemnika po spremembi kapitalske strukture podjetja. Pri denarnih transakcijah je cena, ki jo je prevzemnik namenil plačati za ciljno podjetje, jasna in transakcija ni dodatno zapletena s težnjo po spremembi kapitalske strukture podjetja.

Za izvedbo lastne analize prevzemnih premij se opiram na objave namer prevzemov v javnih medijih, objave prospektov prevzemne ponudbe pri nemški agenciji za nadzor finančnih storitev (nem. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) (v nadaljevanju: BaFin) ter podatkovno bazo Bloomberg. Pri izdelavi magistrskega dela se opiram tudi na lastne delovne izkušnje s področja prevzemov v Sloveniji.

Struktura dela

Magistrsko delo je razdeljeno v več poglavij. Uvodno poglavje je namenjeno širši opredelitvi v magistrskemu delu zajetih pojmov ter predstavitvi teoretičnih izhodišč magistrskega dela. Ta del je namenjen tudi predstavitvi nekaterih izsledkov preteklih raziskav s področja proučevanja koristi, ki so jo deležni delničarji ciljnih družb.

Poleg analize teoretičnih spoznanj je v prvem delu podana predstavitev prevzemnega dogajanja v Nemčiji znotraj obravnavanega obdobja. V tem delu je podan tudi okviren prikaz aktualne nemške prevzemne zakonodaje za namen nadaljnje obravnave prevzemnih premij.

Drugi, empirični del magistrskega dela, je namenjen predstavitvi prevzemnih premij v Nemčiji v obdobju januar 2002 do julij 2010 in statistični analizi slednjih. Sledi zaključek oziroma sklep magistrskega dela.

1 OPREDELITEV POJMOV

1.1 Prevzem

1.1.1 Opredelitev

Pri obravnavi prevzemne tematike naletimo na številne opredelitve pojma, največkrat v povezavi z drugimi pojavnimi oblikami prenosa nadzora nad podjetjem.

V slovenski, tako laični kot strokovni, literaturi najpogosteje naletimo na besedno zvezo »prevzemi in združitve«. Izraz ponazarja prevod angleških besed »mergers and acquisitions«. Poleg izrazov *merger* (združitev) in *acquisition* (prevzem) pa se v anglosaški literaturi uporabljajo še izrazi *consolidation*, *takeover*, poleg teh pa še razne izpeljanke teh izrazov.

Lahovnik (1998, str. 14–15) razlikuje med združitvijo (angl. *merger*), priključitvijo (angl. *acquisition*⁸) in prevzemom (angl. *takeover*). Prevzem opredeli kot nakup in vključitev podjetja v drugo podjetje, pogosto v obliki poslovne enote ali podružnice priključevalca, združitev pa pojmuje kot sporazum dveh ali več podjetij o združitvi in ustanovitvi novega podjetja, pri čemer prejšnja podjetja z združitvijo prenehajo obstajati.

Gaughan (1999, str. 12) združitev (angl. *merger*⁹) opredeli kot poslovno povezovanje dveh podjetij, pri katerem eno preživi, drugo pa preneha obstajati, poslovno povezovanje, kjer se dve ali več podjetij združijo v povsem novo podjetje, pa označi s pojmom konsolidacija (angl. *consolidation*). Za izraz prevzem (angl. *takeover*¹⁰) pa meni, da je preveč nedoločen in da se enkrat lahko nanaša le na sovražne transakcije, zopet drugič pa lahko vključuje vse vrste združitvev.

Več avtorjev (Jarell et al., 1988, str. 51, Bibler, 1989, str. 99, Weston, 1990, str. 190) v okviru pojma »prevzem« posebej opredeljuje združitve, managementu ciljnega podjetja sovražne in prijazne ponudbe za odkup¹¹, tekmovanja za pooblastila za glasovanje na letni skupščini¹² in odkupe podjetij z zadolžitvijo. Z uporabo ponudbe za odkup, ki jo razdeli na prijazno in sovražno različico, se Jarell in drugi (1988, str. 51) izognejo potrebi po razločevanju med pojmom »priključitev« in »prevzem«. Pojem »prevzem« tako vključuje vse različice pridobitve nadzora nad podjetjem.

⁸ V nadaljnjem besedilu bo za pojem »acquisition« uporabljen izraz priključitev.

⁹ V nadaljnjem besedilu bo za pojem »merger« uporabljen izraz združitev.

¹⁰ V nadaljnjem besedilu bo za pojem »takeover« uporabljen izraz prevzem.

¹¹ Uporabljen izraz se nanaša na angleški pojem »tender offer«.

¹² Uporabljen izraz se nanaša na angleški pojem »proxy contest«.

Nekoliko drugačno opredelitev termina »prevzem« podajajo Pass in drugi (1995, str. 640), ki ga enačijo s terminom »priključitev«. Nadalje navajajo, da gre pri združitvah za obojestransko zaželeno povezovanje, za prijazno, dogovorjeno oziroma za prijateljsko transakcijo, pri prevzemih oziroma priključitvah pa za ponudbo za odkup delnic ciljnega podjetja brez soglasja managementa ciljnega podjetja oziroma za sovražno transakcijo.

Kot pravijo Ross in drugi (1993, str. 828) je pojem »prevzem« najbolj splošen. Uporablja se za ponazoritev prenosa nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo. Druga dva pojma, »združitev« in »priključitev«, sta z nekaterimi dodatnimi oblikami prenosa nadzora nad podjetji le dve izmed pojavnih oblik prevzemov.

Tudi Bešter (1996, str. 26) ugotavlja, da lahko pojem »prevzem« opredeli širše kot splošen pojem, in pojem »prevzem« uporablja kot nadpomenko za druga dva pojma, »združitev« in »priključitev«, saj, kot pravi, sta še z nekaterimi drugimi oblikami prenosa nadzora nad podjetji le dve izmed pojavnih oblik slednjega.

Termin »prevzem« se tako običajno uporablja le v primeru nakupa 50– ali več odstotnega deleža lastniškega kapitala podjetja, s katerim kupec, prevzemnik, pridobi popoln nadzor nad tarčo (Clever, 1993, Cable et al., 1980 v Straub, 2007, str. 17).

Podobno tudi Kocbek (1997, str. 7) opredeljuje prevzem podjetja kot pridobitev zadostnega deleža delnic ciljnega podjetja, ki prevzemniku zagotavlja vpliv na poslovanje ciljnega podjetja in sprejemanje odločitev na skupščini ciljnega podjetja.

Tej opredelitvi se pridružuje tudi Tajnikar (2000, str. 25), ki prevzem opredeli kot pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki prevzemnemu podjetju zagotavlja kontrolni delež za odločilno vplivanje na poslovanje prevzetega podjetja.

V najstrožjem pomenu pojma »prevzem« in »združitev« opisujeta dve različni pojava. Prevzem predstavlja nakup večinskega deleža drugega podjetja, združitev pa ponazarja združitev dveh ali več podjetij v novo podjetje (Bressmer et al., 1989, Pausenberger, 1990, Brauchlin, 1990, v Straub, 2007, str. 15). Pojem »združitev« zaznamuje dejstvo, da je po združitvi manj podjetij, kot jih je bilo na začetku¹³, po prevzemu pa lahko tarča¹⁴ še naprej deluje relativno avtonomno ali pa je deloma ali v celoti integrirana v matično podjetje, tako prevzemnik kot tarča pa, gledano s pravnega vidika, ostaneta ločeni entiteti.

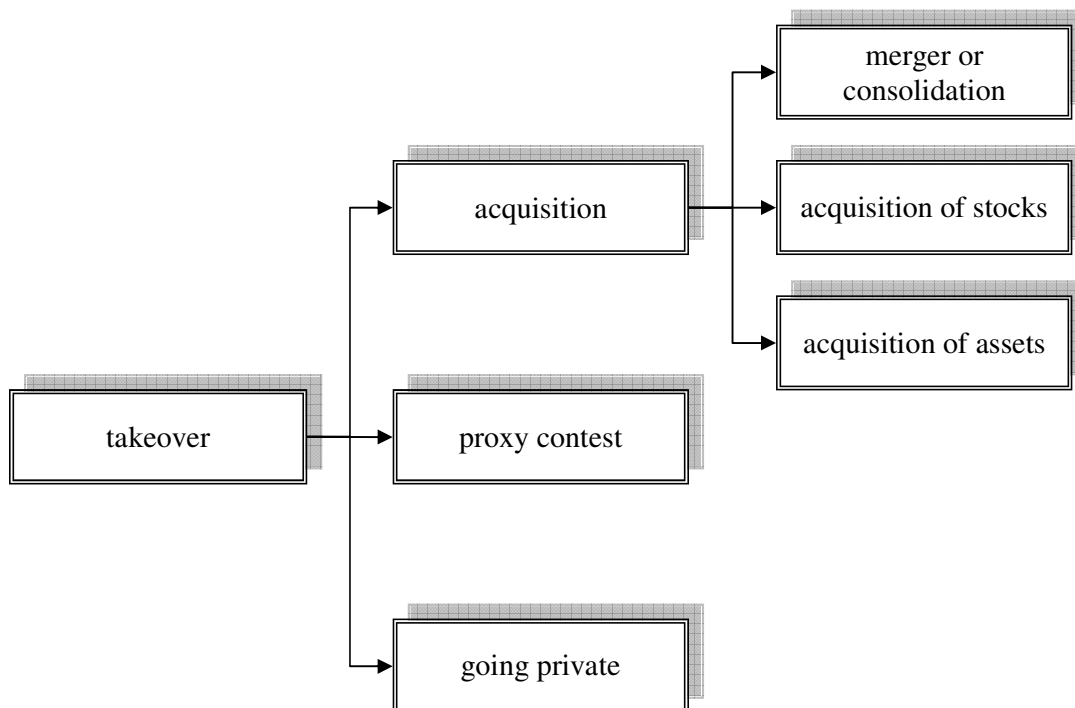
Kot ugotavlja Bešter (1996, str. 29) je osnovni problem rabe množice terminov za opredelitev pojma prevzem mešanje pravnih in ekonomskih kriterijev razmejitve. Kot v nadaljevanju navaja, je pri ekonomistih praviloma v rabi izraz združitev (Brigham, 1992, str. 846), s čimer se ti nanašajo na vse pravne oblike povezovanja podjetij. Pravniki po drugi strani (Scharf et

¹³ Za različne oblike združitve glej Bressmer et al., 1989, str. 410.

¹⁴ Uporabljen pojem se nanaša na prevzemno tarčo.

al., 1991, str. 37) delijo prevzeme glede na število pravnih subjektov, ki ostanejo po prevzemu. V kolikor po zaključenem prevzemu obstaja manj oziroma le en pravni subjekt, pravniki govorijo o združitvi – ne glede na to, ali je šlo za prijazen ali sovražen prevzem. Ekonomisti pa običajno za prijazne prevzeme uporabljajo izraz združitev in izraz ponudba za prevzem za sovražen prevzem (razen kadar pred tem izrazom posebej ne navedejo, da gre za prijazno ponudbo za prevzem).

Slika 1: Razmejitev uporabljenih pojmov v angloameriški literaturi



Vir: J. Bešter, Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo, 1996, str. 27.

Kljub pravnemu razlikovanju sta pojma »prevzem« in »združitev« v pogosti rabi skupaj. Mednarodno gledano, je izraz *mergers and acquisitions* (prevzemi in združitve¹⁵) postal sinonim za vse aktivnosti povezane z nakupi ali prodajo podjetja. Nanaša se na klasične prevzeme in združitve kot tudi na *management buy-outs*, *managemet buy-ins*, nakup manjšinskih deležev, odprodaje premoženja, *spin-offs* ali oddelitve premoženja in *joint ventures* (Frank, 1993, Bressmer et al., 1989 v Straub, 2007, str. 16).

V nadaljnjem besedilu bom termin »prevzem«, enako tudi Bešter (1996, str. 29), uporabljal kot splošen pojem, ki vključuje vse možne oblike pridobitve nadzora nad podjetjem.

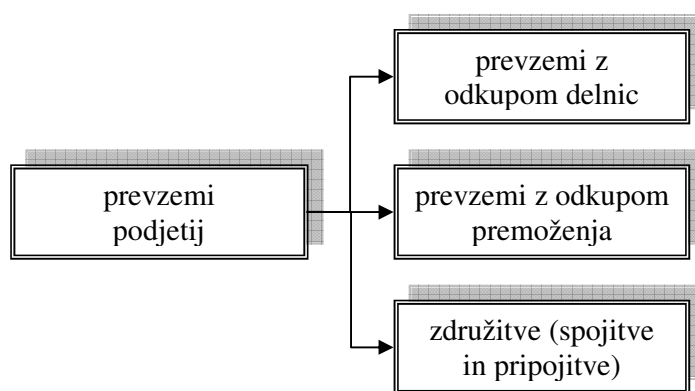
¹⁵ Pravilni prevod bi se sicer glasil združitve in prevzemi, vendar se tekstih besedna zveza pojavlja v navedeni obliki.

1.1.2 Pojavne oblike

Ko govorimo o prevzemih, imamo v mislih več različnih oblik povezovanja med podjetji (Majdič, 2007, str. 5). Kot ugotavlja Damodoran (2002, str. 690) je lahko podjetje prevzeto na različne načine. V nadaljevanju so navedene osnovne tri oblike povezovanja podjetij, kot jih navaja Bešter (1996, str. 30), in sicer:

- združitev;
- prevzem z odkupom delnic (ponudba za prevzem) ter
- prevzem z odkupom premoženja.

Slika 2: Osnovne oblike prevzemov podjetij



Vir: J. Bešter, *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*, 1996, str. 30.

Poleg navedenih obstajajo še druge oblike povezovanja podjetij. Bešter (1996, str. 30–31) navaja, da je mogoče doseči spremembe v nadzoru nad podjetjem tudi s pridobivanjem pooblastil za zastopanje pri glasovanju na skupščini delničarjev (angl. *proxy fight*) in z odkupom z zadolžitvijo (angl. *leveraged buy-out*).

1.1.2.1 Združitev

O združitvi podjetij govorimo takrat, kadar iz dveh ali večih podjetij nastane eno samo (Weston et al., 1990, str. 4). Lahovnik (1998, str. 14) poda podobno opredelitev. Na združitev gleda kot na sporazum dveh ali večih podjetij, ki se združijo in ustanovijo novo podjetje, pri tem pa prejšnja podjetja prenehajo obstajati. Zupančič (2001, str. 4) združitev opredeli kot proces, ko dve podjetji bolj ali manj enakopravno ustanovita tretje, v okviru katerega potem skupno delujeta in nanj preneseta vse svoje premoženje.

Znotraj kategorije združitve, tako Bešter (1996, str. 30), ločimo pripojitve in spojitve. O pripojitvi lahko govorimo takrat, kadar od vseh podjetij, ki se združujejo, preživi eno samo. Druga podjetja nanj prenesejo svoje obveznosti in premoženje ter nehajo obstajati. O spojitvi

pa govorimo, kadar se dve ali več podjetij združi v novo podjetje, pri čemer ta prevzame premoženje in obveznosti podjetij, ki prenehajo obstajati (Hampton, 1989, str. 394). Tej opredelitvi spojitve se pridružuje tudi Tajnikar (2000, str. 25), za katero pravi, da je zanj značilno, da iz dveh podjetij kot samostojnih pravnih oseb nastane novo, tretje podjetje, pri tem pa prvotni podjetji prenehata obstajati (Tajnikar, 2000, str. 25).

Združitve lahko razdelimo tudi z vidika dejavnosti, s katerimi se podjetja ukvarjajo pred združitvijo. Večina avtorjev definira tri (Gaughan, 1999, str. 6; Weston et al., 2001, str. 6–7), medtem ko nekaterih avtorjih opredelijo celo štiri različne smeri (Lahovnik, 1998, str. 15; Tajnikar, 2000, str. 26; Rock, 1987, str. 5; Pikula, 1999, str. 4). Kot pojasnjuje Lahovnik (2000, str. 30 v Zidar, 2007, str. 9) se glavne razlike kažejo predvsem v stopnji povezanosti dejavnosti v združitvi udeleženih podjetij in stopnji produkcijske verige, na kateri se v združitvi udeležena podjetja nahajajo. Na ta način ločimo¹⁶:

- horizontalne;
- vertikalne;
- konglomeratne in
- koncentrične združitve.

Horizontalne združitve

Pri horizontalnih združitvah gre za povezovanje med podjetji, katerih proizvodi ali storitve so si sorodne ali istega tipa (Nahavandi, 1993, str. 27). Podobno opredelitev podajajo Weston in drugi (1990, str. 82), ki pravi, gre pri horizontalnih združitvah za povezovanje podjetij znotraj iste ali povezane dejavnosti na isti stopnji produkcijske verige. Ker sta si podjetja konkurenta, lahko z združitvijo koristita ekonomije obsega v proizvodnji, distribuciji in nabavi. Horizontalne združitve tako prvenstveno služijo zmanjševanju stroškov na enoto proizvoda ali presežnim zmogljivostim v visoko konkurenčnih, pogosto liberaliziranih okoljih. Glavni cilj horizontalnih združitev je najpogosteje izkoriščenje ekonomij obsega, zniževanje stroškov in povečanje konkurenčnih prednosti v združitvi udeleženih podjetij (Lahovnik, 1998, str. 15).

Vertikalne združitve

Lahovnik (1998, str. 16) vertikalne združitve opredeli kot povezovanje podjetij v isti panogi ali med podjetij v povezanih panogah, vendar na različnih stopnjah produkcijske verige. Church (2004, str. 1) pravi, da sta pri vertikalni združitvi podjetji na različnih stopnjah produkcije ali distribucije, pri čemer eno podjetje proizvaja vhodni material drugega podjetja. Tajnikar (2000, str. 27) navaja, da gre pri vertikalnih združitvah za povezovanje podjetij v reprodukcijski verigi.

¹⁶ Podobno lahko v horizontalne, vertikalne in konglomeratne oblike povezovanja razvrstimo tudi vse druge oblike prevzemov (Ross, 1993, str. 828).

Konglomeratne združitve

Konglomeratne združitve bi lahko opredelili kot združitve, pri katerih ni prisotnih ekonomskih razmerij med udeleženci združitve oziroma kot združitve, pri katerih ni opaznih razmerij v naravi dejavnosti med udeleženci združitve. Obstaja pa tudi bolj splošna opredelitev konglomeratnih združitev in sicer naj bi to bila vsaka združitev, ki ni ne horizontalna ne vertikalna (Schlossberg, 2008, str. 475).

Podobno opredelitev podaja tudi Turner (1965, str. 475), ki konglomeratne združitve opredeli kot vse druge združitve razen združitev, pri katerih gre za združitve podjetij, ki proizvajajo identične proizvode ali bližnje substitute in jih prodajajo na istem geografskem področju, ali za združitve podjetji, pri kateri eno podjetje kupuje proizvod drugega ali prodaja proizvod drugega. Konglomeratne združitve bi preprosto lahko opredelili kot združitve podjetij, ki niso povezana v svojem delovanju. Gre torej za povezave med podjetij iz nepovezanih trgov oziroma panog.

Koncentrične združitve

Kot koncentrične so opredeljene združitve, ki nastanejo okoli določenih jeder. Walter (1985, str. 311) meni, da se koncentrične združitve pojavijo med podjetji s podobnimi proizvodnimi ali distribucijskimi tehnologijami. Tajnikar (2000, str. 27) koncentrične združitve opredeli kot povezave med podjetji z enakimi poslovnimi procesi, ki uporabljajo enako tehnologijo, ali nastopajo na istih trgih. Tekavec (2002, str. 85) pa pravi, da o koncentričnih združitvah govorimo, ko pride do povezovanja dveh ali več podjetij znotraj iste dejavnosti, ki pa niso proizvajalci istih proizvodov in niso povezani preko odnosa kupec – prodajalec. Udeleženci združitve so delno povezani preko osnovne tehnologije, proizvodnih procesov ali trgov. Takšna združitev pomeni razširitev z osnovnega področja delovanja na sosednja področja. Ta povezanost omogoča izkoriščanje skupnih tehničnih, ekonomskih in tržnih potencialov ter razširitev asortimana izdelkov.

1.1.2.2 Prevzem z odkupom delnic

Prevzem z nakupom delnic je najbolj utečena in najpogostejša oblika prevzema in pomeni nakup zadostnega števila ali celo vseh delnic z glasovalno pravico neke odprte delniške družbe, in sicer neposredno od njenih delničarjev (Scharf, 1991, str. 37; Gaughan, 2007, str. 23). Cilj prevzemnika je pridobitev potrebnega števila delnic – glasov, ki mu zadoščajo za prevzem nadzora nad podjetjem (Bešter, 1996, str. 31).

Pri prevzemu z nakupom delnic kupec – prevzemnik kupi delnice ciljne družbe od obstoječih lastnikov v zameno za denar ali drugo obliko plačila (delnice, obveznice in podobno). Prodajno pogodbo sklenejo delničarji ciljne družbe kot prodajalci in prevzemnik kot kupec. Zaradi spremembe lastništva delnic ne pride do nobenih sprememb v sredstvih in obveznosti

družbe, pogodbenih razmerij ali zaposlitvi delavcev. Edina sprememba, ki se zgodi zaradi izvedene transakcije, je sprememba lastništva ciljne družbe (Štepec, 2008). Ali kot navaja Levine (1989, str. 3), gre pri prevzemih z odkupom delnic za hkraten in celovit prenos vsega premoženja in vseh obveznosti na eno pravno osebo (Levine, 1989, str. 3). Pravno in formalno obe podjetji obstajata naprej, vsaka s svojim premoženjem in s svojimi obveznostmi, spremeni se le lastniška struktura prevzetega podjetja.

Po prevzemu z odkupom delnic ostane ciljno podjetje v celoti odgovorno za svoje obveznosti, razen če kasneje prevzem preraste v formalno združitev podjetij (Bešter, 1996, str. 31).

1.1.2.3 Prevzem z odkupom premoženja

Alternativa odkupu delnic podjetja je odkup premoženja ciljnega podjetja. Prevzemnik tako lahko pridobi nadzor nad drugim podjetjem tudi z odkupom dela ali celotne njegovega premoženja (Levine, 1989, str. 3).

S prevzemom podjetja na način odkupa vseh ali bistvenega dela sredstev družbe kupec ne kupi delnic družbe od njenih delničarjev, temveč premoženje te družbe. Prodajno stran v tem primeru ne predstavljajo delničarji ciljne družbe, temveč družba sama. Prodajna pogodba je tako sklenjena med družbo kot prodajalcem in prevzemnikom kot kupcem. Kupnino od prodanega podjetja prejme družba, ne njeni delničarji (Štepec, 2008).

V praksi se prevzemi z nakupom sredstev ciljnega podjetja ne pojavljajo pogosto. Običajni so v likvidacijskih ali stečajnih postopkih in na javnih dražbah, ko se prodaja zastavljeno premoženje (Bertoncel, 2005, str. 86).

1.1.2.4 Pridobivanje pooblastil za zastopanje

Pooblastilo za zastopanje 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).

Omenjeno pooblastilo označuje pravico, ki jo lahko delničar podjetja odstopi drugim pooblaščenim osebam, da ta v njegovem imenu glasuje o vseh zadevah na skupščinah delničarjev. V primeru pooblastil za zastopanje ne gre za klasičen prenos lastništva, kljub temu pa ta oblika prav tako predstavlja učinkovito sredstvo nadzora nad nasprotno stranjo in s tem nad poslovanjem ciljnega podjetja (Brealey, 1991, str. 567).

1.1.2.5 Odkup z zadolžitvijo

Odkup s finančnim vzvodom (angl. *leveraged buyout*) je nakup, pri katerem skupina investorjev odkupi delnice ciljnega podjetja z uporabo posojila. V primerih, ko to skupino

sestavljajo managerji tega podjetja, gre za t.i. MBO (angl. *management buyout*) oziroma za managerski odkup (Weston et al., 1990, str. 393–394).

Prevzem izvedejo prevzemniki neposredno kot fizične osebe ali pa ustanovijo neodvisno družbo, preko katere izpeljejo prevzem. Posledica odkupa delnic s strani managementa podjetja je preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto (Petty et al., 1993, str. 814).

Bistvo odkupa z zadolžitvijo je poplačilo obveznosti prevzemnika iz naslova posojila za nakup delnic ciljnega podjetja plačane s pričakovanimi denarnimi tokovi ciljnega podjetja. Finančni dolg, s katerim so bile kupljene delnice ciljnega podjetja, torej bremeni ciljno podjetje (Varanelli, 2001, str. 357).

1.1.2.6 Druge tehnike nakupa podjetja

Kombinacija nakupa delnic in nakupa sredstev

Kupec in prodajalec se pogosto dogovorita za kombinacijo nakupa podjetja z nakupom delnic in z nakupom sredstev družbe. Družba tako z vnaprej izbranimi sredstvi, pravicami in obveznostmi, ki jih kupec želi kupiti od družbe, ustanovi novo družbo v njeni stoodstotni lasti (hčerinska družba). Družba nato proda kupcu delnice hčerinske družbe. S tako transakcijo se kupec in prodajalec ponavadi izogneta plačilu davkov na prodajo posameznih sredstev, kadar taka obveznost obstaja, saj je družba izbrana sredstva pred izvedeno prodajo vložila v obliki stvarnega vložka v novoustanovljeno družbo, katere delnice so nato predmet prodaje (Štepec, 2008).

Nakup z združitvijo oziroma spojitvijo

Nakup podjetja je lahko povezan z združitvijo oziroma s pripojitvijo. V takem primeru govorimo o dvostopenjskem nakupu podjetja. V prvem koraku kupec ustanovi novo družbo. Nova družba kupi delnice ciljne družbe, nato se obe družbi združita na način pripojitve ali spojitve. Glavni razlog, tako Štepec (2008), za izbiro dvostopenjskega nakupa podjetja je navadno v tem, da se obveznosti nove družbe za vračilo posojil, pridobljenih za plačilo kupnine, z izvedeno pripojitvijo ali spojitvijo prenesejo na ciljno družbo, ki je bila predmet nakupa, ne da bi bila pri tem kršena pravila o prepovedi finančne pomoči ciljne družbe pri nakupu delnic.

1.1.3 Teorije in hipoteze prevzemov podjetij

Kot je izpostavil Bešter (2000, str. 4–5) enotna razlaga fenomena prevzemov, ki bi v zadostni meri pojasnila širok spekter pojavnih oblik prevzemov kot posledice različnih komplementarnih, navzkrižnih ali celo nasprotujočih si motivov, ne obstaja. V nadaljevanju avtor pojasnjuje, da kljub obsežni zbirk člankov, knjig in razprav, ki obravnavajo tematiko prevzemov, logika, ki bi vzpostavila povezavo med različnimi motivi prevzemnikov,

značilnostmi ciljnih podjetij in verjetnostjo, da neko podjetje postane tarča prevzema, ni pojasnjena.

Mukherjee in drugi (2004, str. 8) navajajo, da obstaja skoraj toliko motivov, kot je prevzemnikov in prevzemnih tarč. V literaturi tako lahko zasledimo številne teorije in hipoteze, ki iz različnih vidikov pojasnjujejo prevzeme podjetij (Troha, 2003, str. 7). Nobena izmed teorij prevzemov podjetij ni integralna in kot taka pojasnjuje le določen vidik prevzemov (Koželj, 2003, str. 7).

Različne teorije prevzemov sicer zavzemajo različna, celo nasprotujoča si stališča, kar pa ne pomeni, da se teorije prevzemov vedno povsem izključujejo. Kot podaja Troha (2003, str. 7), se različne teorije prevzemov pogosto celo medsebojno dopolnjujejo.

Iz podanega, kot ugotavlja Koželj (2003, str. 7), sledi, da je potrebno na teorije prevzemov podjetij gledati kot na skupek podteorij, pri kateri vsaka poudarja svoj vidik prevzemov, ki čeprav različen od vidikov ostalih teorij, ni izključujoč, ampak dopolnjuje stališča drugih teorij. Le tako lahko dobimo bolj celostno sliko prevzemov.

1.1.3.1 Razdelitev teorij prevzemov podjetij

Teorije s področja prevzemov podjetij lahko razdelimo v dve skupini (Bešter, 2000, str. 16). Prva skupina se ukvarja s prevzemi, katerih cilj je doseganje sinergij in ekonomij obsega preko povezovanja v različnih poslovnih funkcijah dveh podjetij.

Znotraj te skupine teorij prevzemov podjetij sta se oblikovali dve podskupini. Prvo podskupino predstavljajo teorije prevzemov, katerih osnovna predpostavka izhaja iz sodelovanja podjetij v različnih poslovnih funkcijah, ki so osrednjega pomena v njihovem poslovanju in tako dosegajo pozitivne učinke povezovanja, saj uspejo racionalneje prerazporediti in kombinirati razpoložljive proizvodnje dejavnike vsake poslovne funkcije (Weston & Chen, 1994, str. 32).

Osrednja ideja druge podskupina teorij prevzemov podjetij je, da ima prevzem pozitivne finančne učinke na celotno podjetje, vendar brez globljega sodelovanja na ravni poslovanja podjetja ali delovanja poslovnih funkcij le-tega (Brigham, 1992, str. 850).

Druga skupina se ukvarja s prevzemi, katerih namen je discipliniranje managementa ciljnega podjetja (Shapiro, 1990, str. 932). Ta skupina teorij, tako Bešter (2000, str. 16), temelji na predpostavki, da management, takrat ko notranji mehanizmi nadzora ne delujejo zadovoljivo, zasleduje predvsem lastne interese in ne toliko interesov delničarjev – lastnikov.

Slika 3 predstavlja kompleksnejšo razvrstitev teorij, ki se ukvarjajo s prevzemi podjetij.

Slika 3: Teorije prevzemov podjetij

1. Teorije učinkovitosti
 - razlike v učinkovitosti managerskih ekip
 - nesposoben (neučinkovit) management podjetja
 - sinergije, ki izhajajo iz povezovanja poslovnih aktivnosti podjetij
 - finančne sinergije
 - diverzifikacija dejavnosti podjetja
 - strateško prilagajanje spremembam v okolju
 - podcenjenost delnic podjetja
2. Informacije in signali
3. Prevzemi kot način reševanja problema agentov in prevzemi kot pojavnost problema agentov
4. Hipoteza presežnih denarnih tokov
5. Tržna moč
6. Davki
7. Prerazdelitveni učinki prevzemov

Vir: Prirejeno po J. F. Weston et al., Mergers, Restructuring and Corporate Control, 1990, str. 191.

Kot pravi Koželj (2003, str. 9), imajo navedene teorije precej skupnih točk in podobnih trditev, pri čemer pa so si izhodišča navedenih teorij različna.

Razlike v učinkovitosti managerskih ekip

Tako teorija razlik v učinkovitosti managerskih ekip zagovarja stališče, da lahko prevzemnik z zamenjavo managerske ekipe poveča vrednost podjetja, saj tako doseže dvig učinkovitosti poslovanja na raven, kot jo ima sam (Sudarsanam, 1995, str. 222).

Ta teorija, tako Bešter (2000, str. 17–18) zagovarja tezo, da naj bi do prevzemov prihajalo predvsem med sorodnimi ali celo konkurenčnimi podjetji. Teorija je torej primerna osnova za razlago horizontalnih prevzemov.

Nesposoben (neučinkovit) management

Teorija o nesposobnem managementu pa nasprotno lahko pojasni tudi prevzeme med podjetji iz različnih dejavnosti. Ta teorija temelji na stališču, da obstoječi management sredstev ne upravlja učinkovito. Prevzem s strani drugega podjetja lahko zagotovi potrebna managerska

znanja (Machiraju, 2008, str. 11–12). Samuelson (1970, str. 505) pravi, da prevzemi, podobno kot stečaji, predstavljajo eno od naravnih metod izločitve mrtve teže v boju za obstanek in tako vodijo k izboljšanju učinkovitosti upravljanja podjetij.

Sinergijski učinki

Teorija sinergijskih učinkov je ena izmed najbolj razširjenih in najpopularnejših teorij prevzemov. Poudarja tezo, da lahko podjetja preko povezovanja poslovnih funkcij z učinkovitejšo kombinacijo in izrabo virov dosegajo sinergijske učinke (Walters, 1993, str. 210).

Obstoj sinergijskih učinkov omogoči prevzemniku plačilo premije za nakup ciljnega podjetja in pokritje drugih stroškov prevzema (Pajek, 2008, str. 12). Sinergijsko vrednost lahko predstavlja tudi sedanja vrednost denarnih tokov, oblikovana s kombiniranjem sredstev povezanih podjetij. Sinergijski učinki lahko izhajajo iz nižjih stroškov, večjih prihodkov, procesnih izboljšav, finančnega inženiringa ali davčnih koristi (Dubrovski, 2004, str. 163).

Pričakovane sinergijske učinke, tako Pajek (2008, str. 13) se lahko določa z višino premije, ki jo je smiselno plačati za kontrolni delež ciljnega podjetja.

Finančne sinergije

Teorija finančnih sinergij je lahko dobro orodje za razlago prevzemov in povezovanj podjetij, ki ne delujejo v sorodnih dejavnostih. Gre predvsem za izkoriščanje prednosti zmanjšanja tveganja stečaja in posledično cenejšega financiranja podjetja (Mramor, 1994, str. 125).

Povezovanje podjetij lahko vodi v zmanjšanje likvidnostnega tveganja, v kolikor denarni tokovi v povezovanju udeleženih podjetij niso popolnoma korelirani. To zmanjšanje variabilnosti denarnih tokov predstavlja posledično manjše tveganje za upnike podjetja in cenejše vire financiranja podjetja (Pajek, 2008, str. 16).

V tem delu bi želel izpostaviti še en vidik finančnih sinergij. Večja podjetja imajo namreč lažji dostop do trga kapitala in tako lažji in cenejši dostop do dodatnih finančnih virov. Poleg tega je izdajanje dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev povezano z določenimi fiksnimi stroški, tako da so tovrstne transakcije smiselne šele od nekega zneska naprej in običajno presegajo zmožnosti manjših podjetij.

Diverzifikacija

Teorija diverzifikacije, kot predstavi Koželj (2003, str. 9–10), zagovarja tezo, da se z diverzifikacijo podjetja zmanjšujejo tveganja stečaja. Poleg tega teorija navaja argument, da je

mogoče s prevzemom podjetja iz druge dejavnosti diverzifikacijo izvesti učinkovitejše, kot pa z alternativo postopne, notranje rasti (Bešter, 2000, str. 19).

Prevzemi imajo v primerjavi s strategijo notranje rasti pomembne prednosti. Prevzem delujočega podjetja pomeni takojšnje denarne pritoke, nižje tveganje investicije, odpadejo nekateri zagonski stroški podjetja, kot so iskanje primernih kadrov in njihovo usposabljanje, pravni stroški, vzpostavljanje poslovnih odnosov z novimi poslovnimi partnerji, oblikovanje novih blagovnih znamk itd. (Hampton, 1989, str. 393).

Strateško prilagajanje spremembam v okolju

Teorija strateškega prilagajanja spremembam v okolju prevzeme obravnava kot obliko odzivanja podjetij na spremembe v njihovem okolju. Prevzemnik tako lahko s prevzemom hitreje in z manjšim tveganjem pridobi znanja in sposobnosti že delujočih podjetij, kot pa bi jih z lastnim razvojem (Bešter, 2000, str. 20).

Nekateri avtorji na prevzeme gledajo kot na zagotavljanju ustreznih izhodišč za odziv na potencialne spremembe v okolju (Ross et al., 1993, str. 835).

Podcenjenost

Teorija podcenjenosti izhaja iz predpostavke, da cena delnic ciljnega podjetja v določenem trenutku ne predstavlja njegove prave vrednosti, torej potencialno možne vrednosti oziroma vrednosti (Weston et al., 1990, str. 198). Teorija tako trdi, da je povod prevzema podjetja dejstvo, da lahko prevzemnik s prevzemom podjetja ceneje pridobi sredstva podjetja kot z nakupom enakovrednega premoženja in ustanovitve novega podjetja (Koželj, 2003, str. 10).

Informacije in signali

Teorija informacij in signalov razlaga vpliv prevzema na ceno podjetja oziroma ceno delnice. Tudi v primeru neuspešnega prevzema podjetja, delnice ciljnega podjetja kotirajo višje, kot pred poskusom prevzema, saj je potencialni prevzemnik s tem dejanjem nakazal, da cena delnice ciljnega podjetja ne odraža njegove prave vrednosti (Weston et al., 1990, str. 200).

Teorija informacij in signalov tako razlaga, da lahko investitorji na podlagi namere prevzemnika prevzeti neko podjetje domnevajo, da slednji razpolaga z boljšimi informacijami, ki upravičujejo višjo ceno delnic ciljnega podjetja (Rock in drugi, 1994, str. 67).

Po eni izmed različic predstavljene teorije, pa naj bi podjetja s svojim običajnim delovanjem, predstavljanjem aktivnosti ter namer v okolje oddajala signale, ki pripomorejo k zmanjšanju

asimetrije informacij. Potencialni prevzemnik naj bi na podlagi prejetih informacij in signalov ustrezno oblikoval svojo ponudbo (Pajek, 2008, str. 18).

Problem agentov

Teorija problema agentov pravi, tako Koželj (2003, str. 10), da prevzem služi kot orodje nadzora managementa podjetja s strani njegovih lastnikov. Problem agentov se pojavi, ko management podjetja ni trdno vpet v lastniško strukturo podjetja in ima v lasti le majhen del podjetja, kar naj bi ga spodbujalo k zadovoljenju predvsem lastnih interesov (Pajek, 2008, str. 18). Management sicer deluje kot agent delničarjev, lastnikov, in ker obe strani stremita k čim boljšemu zadovoljevanju sebičnih interesov, prihaja do konfliktov pri izbiri ustrezne strategije podjetja.

Stroške agentov bi lahko opredelili kot stroške tovrstnih aranžmajev in predstavljajo stroške nadzora, stroške ustreznega vedenja managerjev podjetja in stroške povezane z neučinkovitostjo uvedenih rešitev zaradi nerešenega konflikta interesov. V kolikor so ti stroški znatni, jih lahko prevzem ali le grožnja prevzema omili (Jensen, 1988, str. 33).

Prosti denarni tokovi

Problem agentov je še posebno izrazit v primerih prostih denarnih tokov. Ta so opredeljena presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje projektov podjetja, ki, diskontirani z ustrezno diskontno stopnjo, imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. Teorija prostih denarnih tokov tako predstavlja eno izmed različic teorije problema agentov (Kirn, 2009, str. 11) in opozarja na problem neizplačila prostih denarnih sredstev, ki niso nujno potrebna za normalno delovanje podjetja (Jensen, 1986a, str. 324). Prosta denarna sredstva, tako Jensen, bi podjetje moralo izplačati delničarjem oziroma lastnikom kapitala v obliki dividend, sicer to ne vodi v maksimizacijo koristi lastnikov kapitala.

Vendar pa, kot pravi Piatkowski (2001, str. 33) managerji niso motivirani k izplačilu prostih sredstev lastnikom, saj bi to, kot podaja Bešter (2000, str. 22) to vodilo v zmanjšanje obsega podjetja in moči njegovih managerjev, ki so tako tudi pogostejše (v primeru potreb po dodatnem kapitalu) izpostavljeni oceni trga kapitala. Tako raje nasprotujejo izplačilom prostih denarnih sredstev in se raje odločajo za porabo le-teh s prevzemi drugih podjetij. Teorija napoveduje, da bodo takšni prevzemniki predvsem iz panog, ki ustvarja velika presežna denarna sredstva in ima majhne možnosti rasti znotraj lastne dejavnosti.

Tržna moč

Teorija tržne moči pravi, da učinki tržne koncentracije v pretežni meri vodijo do sinergijskih učinkov, kot so povečanje tržnih deležev, vstop v novo panogo ali na nove trge, nove

proizvodnje zmogljivosti, prevzeme obstoječih distribucijskih kanalov in izraba dopolnjujočih se kapacitet (Rock in drugi, 1994, str. 68).

Medtem ko nekateri ekonomisti zagovarjajo tezo, da visoka koncentracija vodi do nastanka monopolnih tržnih struktur, drugi trdijo, da je visoka koncentracija posledica intenzivne konkurence, ki podjetja sili k doseganju ekonomije obsega in s tem k medsebojnemu povezovanju. Zato naj bi konkurenca z naraščanjem koncentracije ne utrpela posebne škode. Učinki sinergij v povezovanju udeleženih podjetij naj bi bili signal drugim v panogi delujočih podjetij, da so s povezovanjem sinergijski učinki dosegljivi tudi njim (Rock in drugi, 1994, str. 68–69).

Davčni prihranki

Teorija davčnih prihrankov pravi, da ima davčna zakonodaja pomemben vpliv na poslovanje podjetja in predstavlja enega izmed možnih motivov prevzemne aktivnosti (Koželj, 2003, str. 11). Bešter (2000, str. 23) ugotavlja, da ima davčna zakonodaja zagotovo pomemben vpliv na intenzivnost prevzemov. Kot podaja v nadaljevanju, predstavlja možnost davčnih prihrankov pomemben katalizator prevzemne aktivnosti, vendar pa, tako Auerback in Reishus (1988, str. 81), potencialni davčni prihranki praviloma ne igrajo pomembnejše vloge pri strukturi in pogostnosti prevzemov.

Relevantnost davkov kot prevzemnega motiva je odvisna od alternativnih možnosti zmanjševanja davčne obveznosti, ki so na razpolago podjetjem in njihovim lastnikom. Davčna zakonodaja vpliva že na same stroške prevzema, pomembnejši vidik pa predstavlja kasnejša davčna obremenitev prevzemnika (Bešter, 2000, str. 23).

Prerazdelitveni učinki

Teorija o prerazdelitvenih učinkih prevzemov podjetij ne zagovarja obstoja neto koristi, ki bi izhajale iz prevzema in povezovanja podjetij (Sudarsanam, 1995, str. 213). Zagovorniki te teorije menijo, da prevzemni naj ne bi ustvarjali nove vrednosti. Njihovo bistvo naj ne bi bilo v sinergijah, ekonomijah obsega in izboljšani učinkovitosti podjetij. V prevzemih naj bi torej šlo le za razporejanje koristi med različnimi v prevzemu udeleženimi interesnimi skupinami (Bešter, 2000, str. 24).

1.1.4 Motivi prevzemov podjetij

Problematika motivov prevzemov, kot ugotavlja Bešter (2000, str. 24) je vsebinsko zelo kompleksna, kar je predvsem posledica množice različnih motivov, ki prevzemnike vodijo k odločitvam za prevzeme drugih podjetij. Množica teorij razlag prevzemov ne olajša razlage motivov prevzemov podjetij. Pravzaprav se boj za prevlado za razlago prevzemov prenaša

tudi na področje motivov prevzemov podjetij. V literaturi je tako mogoče zaslediti več polemik, ki z različnih vidikov pojasnjujejo pogosto iste motive prevzemov podjetij.

Vprašanje motivov prevzemov je bilo v preteklosti že večkrat predmet razprav, a teoretična in empirična literatura še ni podala enotnega odgovora nanj. A kot opaža Trautwein, (1990, str. 284), je motivom prevzemov podjetjem v literaturi namenjeno manj pozornosti, kot pa njihovim posledicam. Kljub temu pa je bilo vprašanju motivov prevzemov podjetij namenjene kar nekaj pozornosti.

Več avtorjev tako ugotavlja, da enoten odgovor na vprašanje motivov prevzemov ni mogoč. Menijo namreč, naj bi obstajalo skoraj toliko motivov, kot je prevzemnikov in njihovih tarč (Mukherjee in drugi, 2004, str. 8). Kaiser (2004, str. 12) število motivov primerja s številom v prevzemu udeleženih interesnih skupin.

Kot navaja Dunstan (1995, str. 1), se raziskave motivov prevzemov podjetij pojavljajo v dveh oblikah. Prvo obliko predstavljajo študije motivov prevzemov, ki se, izhajajoč iz ekonomskih in vedenjskih teorij, osredotočajo na teoretično analizo motivov prevzemov. Drugo obliko predstavljajo empirične analize motivov prevzemov podjetij.

1.1.4.1 Teoretični okvir

Ravenscraft (1987, str. 19) poudarja, da ne obstaja nobeno soglasje glede primarnih motivov prevzemov, vendar pa opozori na obstoj soglasja glede možnih motivov prevzemov. V nadaljevanju svojega prispevka je Ravenscraft (str. 1987, str. 19–20) navedel več potencialnih motivov prevzemov:

- zamenjava neučinkovitega managementa podjetja;
- ekonomije dosega;
- ekonomije povezanosti;
- deljenje komplementarnih sredstev;
- prosti denarni tok;
- monopolna moč;
- davčni prihranki;
- podcenjena sredstva;
- precenjevanje samega sebe;
- neučinkovitosti borznega trga;
- gradnja cesarstva;
- pekuniarni¹⁷ motivi;
- diverzifikacija;
- špekulativni motivi;

¹⁷ Prevod angleškega izraza »pecuniary« (denaren, gmoten). Ravenscraft (1987, str. 20) podaja primer prekinitve dolgoročnih pogodb o zaposlitvi in primer prenosa koristi od imetnikov obveznic k delničarjem podjetja.

- upokojitev višjega managementa.

Hayward in Hambrick (1997, str. 104) sta identificirala »le« 3 glavne motive prevzemov:

- motiv neučinkovitega managementa;
- motiv sinergije;
- motiv precenjevanja samega sebe.

Trautwein (1990, str. 284–290) je pripravil kritični pregled prevladujočih teorij motivov prevzemov podjetij in identificiral 7 prevladujočih teorij motivov prevzemov podjetij, ki so podrobneje predstavljene v nadaljevanju:

- teorijo učinkovitosti;
- teorijo monopola;
- teorijo vrednotenja;
- teorijo gradnje cesarstva;
- procesno teorijo;
- teorijo plenilcev;
- teorijo nemira.

Teorija učinkovitosti

Po tej teoriji so prevzemi načrtovani in izpeljani z motivov doseganja sinergij. Trautwein (1990, str. 284) pri tem navaja 3 vrste sinergij prevzemov podjetij in sicer:

- finančne sinergije, katerih rezultat so nižji stroški kapitala podjetja;
- operativne sinergije z združevanjem poslovnih funkcij podjetij ali s prenosom strokovnih znanj ter
- sinergije managementa, ki pojasnjujejo izboljšano učinkovitost ciljnega podjetja skozi superiorna managerska znanja prevzemnika.

Kljub temu, da ne zanikajo obstoj pozitivnih sinergij prevzemov podjetij, pa kritiki teorije učinkovitosti opozarjajo, da se omenjene sinergije največkrat odražajo skozi povečano vrednost podjetja na borzi. Izboljšana učinkovitost skupnega podjetja ni tako očitno. V kolikor bi teorija sinergij temeljila predvsem na finančnih in ne na borznih podatkih, bi, tako Trautwein (1990, str. 285), teorija bila zavrnjena.

Teorija monopola

Ta teorija pojasnjuje motivacijo prevzema z doseganjem tržne moči skozi (Trautwein, 1990, str. 286):

- navzkrižno subvencioniranje proizvodov, pri katerem so dobički enega trga korišćeni za subvencioniranje razvoja drugega trga;
- vzajemno omejevanje konkurence s tihim dogovarjanjem s konkurenti;
- z omejevanjem vstopa potencialnih konkurentov na trg.

Te vrste sinergij so znane kot skrivne sinergije (angl. *collusive synergies*) oziroma kot razmerja med konkurenti (angl. *competitor interrelationships*).

Z vidika podjetja so po mnenju Trautweina (1990, str. 286) te prednosti enako koristne kot sinergije omenjene v prejšnji točki. Vendar pa temu ni tako z vidika celotnega gospodarstva. Skrivne sinergije tako ne predstavljajo nobenega izboljšanja učinkovitosti, pač pa zgolj prenos premoženja od strank podjetij.

Teorija vrednotenja

Ta pristop temelji na domnevi, da so prevzemi načrtovani in izpeljani s strani managerjev podjetij, ki imajo dostop do boljših informacij o pravi vrednosti podjetij, ki so predmet prevzema, kot pa preostali udeleženci trga. Managerji prevzemnika naj bi imeli dostop do informacij o mogoćih prednostih kombiniranega podjetja ali o neustrezno ovrednotenih podjetjih ali delih podjetja. Ta teorija sicer nasprotuje teoriji učinkovitosti kapitalskih trgov, pa kateri vrednost podjetja odraža vse javno dostopne informacije. V prevzemu bi prevzemnik opozoril na obstoj le njemu znanih dejstev, kar bi povzročilo lahko povzročilo porast delnic ciljnega podjetja in otežilo ali celo onemogoćilo prevzem. Ućinkoviti trg sicer ne izključuje obstoja podcenjenih podjetij, poraja pa dvom o možnosti kapitalizacije na račun razkritja nejavnih informacij (Wensley, 1982, str. 173–174).

Procesna teorija

Ta teorija ima izvor v literaturi na temo procesa strateškega odloćanja. Procesna teorija pravi, da strateške odloćitve ne temeljijo na racionalnih odloćitvah, pač pa rezultat procesov. Te procese opredeljuje eden ali več od navedenih vplivov (Bösecke, 2009, str. 32):

- omejena sposobnost posameznika procesiranja informacij;
- omejena racionalnost udeležencev;
- taktićni pomisleki;
- medsebojno usklajevanje.

Procesna teorija temelji predvsem na delu avtorjev Jemisona in Sitkina (1986, v Bösecke, 2009, str. 32), ki zagovarjata idejo, da ima sam proces prevzema precejšnjo vlogo pri doloćanju prevzemnih aktivnosti in njihovega rezultata.

Procesni vidik prevzemov je bil deležen največje pozornosti v delu, ki se nanaša na poprevzemno integracijo v prevzemu udeleženih podjetij s ciljem ustvarjanja vrednosti (Hitt et al., 2001, v Bösecke, 2009, str. 32).

Teorija gradnje cesarstva

Po tej teoriji so prevzemi načrtovani in izpeljani s strani managerjev, ki s prevzemom zasledujejo maksimizacijo lastnih koristi in ne koristi delničarjev. Akademiki navajajo več argumentov v prid teoriji gradnje cesarstva. Pri tem ne gre zgolj za zasledovanje materialnih koristi managerjev.

Jensen (1986b, str. 15–16), na primer, navaja, da imajo managerji interes za podjetij, ki jih upravljajo, preko optimalne velikosti, ki vodi v maksimizacijo koristi delničarjev podjetja. Slednje argumentira z navedbo, da z rastjo podjetja rastejo tudi sredstva v upravljanju managerjev teh podjetij. Dodatno tudi sicer navaja, da obstaja pozitivna povezava med rastjo podjetja in prejemki managerjev.

Ob tem lahko omenim še motive, ki jih glede managerjev izpostavlja Macharzina (1995, str. 574), in sicer sta to motiv prestiža in motiv zapuščine.

Teorija plenilcev

Holderness in Sheehan (1985, str. 572) plenilce podjetij (angl. *corporate raiders*) opredelita kot osebe, ki si na nek nedoločen način prilastijo sredstva podjetja v škodo ostalih delničarjev. Prilastitev teh sredstev, tako Trautwein, lahko poteka skozi pretirane kompenzacije, ki sledijo uspešno izvedenemu prevzemu, ali tako imenovanega *greenmailinga* oziroma premijskega odkupa delnic, kot izraz prevede Mramor (1999, str. 64).

Pri slednji obliki prevzemnik, plenilec, po pridobitvi zadostnega paketa delnic ponudi prekinitev napada s ponovno prodajo delnic delničarjem podjetja ali podjetju z določenim pribitkom oziroma premijo.

Teorija plenilcev je bila sicer deležna mnogih kritik, češ da je v delu nelogična (Trautwein, 1990, v Bösecke, 2009, str. 30). V primeru uspešno izvedenega prevzema je prevzemnik, za pridobitev kontrolnega paketa delnic, moral delničarjem podjetja ponuditi zadostno spodbudo, premijo, za prodajo delnic podjetja.

Trautwein (1990, str. 289) meni, da bi izsiljevanje preostalih delničarjev več kot proporcionalno zmanjševalo koristi prevzemnika, delničarji, ki so sprejeli prevzemno ponudbo prevzemnika pa bi še vedno bili deležni prevzemne premije. Vprašanje je torej, ali bi management ciljnega podjetja bil pripravljen sprejeti ponudbo prevzemnika o prodaji delnic v njegovi lasti po premiji in v obsegu, ki bi opravičila njegove dosedanje korake.

Teorija nemira

Gort (1969, str. 627) pravi, da so prevzemi posledica ekonomskih motenj, ki povzročijo spremembo pričakovanj in višjo stopnjo negotovosti. Te motnje lahko povzročijo spremembo pričakovanj o vrednosti sredstev podjetij. Nelastniki sredstev zdaj le–ta vrednotijo višje, kot pa jih njihovi dejanski lastniki. Velja sicer tudi obratno. Ta nesorazmerja glede ocene vrednosti sredstev ustvarijo pogoje za prevzeme.

Komentar teorij motivov prevzemov

Trautwein sicer trdi, da je glavna razlika med različnimi teorijami motivov prevzemov v tem, ali te na prevzem gledajo kot na posledico racionalnih, na pričakovanih koristih temelječih, odločitev, ali pa je prevzem posledica procesa kognitivnih odločitev ali zunanjih makroekonomskih motenj (Trautwein, 1990, str. 283).

Slika 4 grafično ponazarja delitev teorij motivov prevzemov, kot jih opredeljuje Trautwein (1990, str. 284).

Slika 4: Pregled teorij motivov prevzemov po Trautweinu

prevzem kot racionalna odločitev	prevzemi koristijo delničarjem prevzemnika	sinergije kot vir neto koristi	teorija učinkovitosti
		prenos koristi od porabnikov	teorija monopola
		prenos koristi od delničarjev ciljnega	teorija plenilcev
		neto koristi preko notranjih informacij	teorija vrednotenja
	prevzemi koristijo managerjem		teorija gradnje cesarstva
prevzemi kot rezultat procesa			procesna teorija
prevzemi kot makroekonomski fenomen			teorija nemira

Vir: Prirejeno po F. Trautwein, Merger Motives and Merger Prescriptions, 1990, str. 284.

Teorije, po katerih so prevzemi posledica racionalnih odločitev, se nadaljnje delijo v 2 kategoriji. Prvo kategorijo zavzemajo teorije, ki zagovarjajo trditev, da so večino koristi

prevzemov deležni delničarji prevzemnika, drugo pa teorije, ki v prevzemih vidijo orodje za zadovoljevanje sebičnih interesov managementa prevzemnika.

Povzetek navedenih teorij

Iz predstavljenih teorij gre sklepati o obstoju večih pristopov k razlagi motivov prevzemne aktivnosti in nobenega od argumentov teorij motivov prevzemov ni mogoče povsem ovreči. »Če človek dovolj dobro pogleda, lahko najde dokaze v podporo skoraj kateri koli hipotezi« (Scherer, 1970, str. 122).

Večina raziskovalcev se strinja, da so prevzemi in združitve podvrženim večim motivom hkrati. Ali kot pravi Steiner (1975, str. 30): »Tako kot obstaja več interesnih skupin z zmožnostjo vpliva na izpeljavo prevzema ali združitve, tako obstaja tudi več motivacijskih faktorjev«.

Predstavljene teorije motivov prevzemov ponazarjajo le del obstoječih teorij motivov prevzemov. Tematika je, kot je to sicer pogosto, obsežnejša in pogosto prepletena z različnimi teorijami prevzemov. Prevzemno dogajanje je tako mogoče razlagati skozi različne pristope, pri čemer ni nujno, da pridemo do enakih zaključkov.

1.1.4.2 Empirične raziskave

Empirične raziskave, ki proučujejo motive prevzemov, se nanašajo predvsem na testiranje razlag prevzemne aktivnosti. Testiranje razlag prevzemov poteka na način, da se preveri skladnost modelov prevzemov s sistematičnimi razlikami med prevzemnimi tarčami in podjetji, ki niso tarča prevzemov. Kot pravi Dunstan (1995, str. 3), bi lahko rekli, da je cilj raziskav s tega področja izdelava modela, s katerim bo mogoče z zadostno zanesljivostjo napovedati, za katera podjetja obstaja večja verjetnost prevzema.

Kljub nekaterim mešanim spoznanjem iz teh raziskav pa iz dobljenih rezultatov raziskav prevzemov¹⁸ izhaja, da so običajno ciljna podjetja nižje ovrednotena, manj aktivna, dosegajo nižje stopnje rasti, so manj dobičkonosna in slabše likvidna (Dunstan, 1995, str. 3).

Powell (1997, str. 1011–1012) je na podlagi raziskav prevzemov podjetij izdelal model napovedi prevzemov z združitvijo napovedi 6 različnih razlag prevzemov in sicer:

- zamenjava neučinkovitega managementa;
- podcenjenost podjetja;
- prosti denarni tok;
- velikost podjetja;
- realno premoženje;
- neusklajenost rasti in sredstev podjetja.

¹⁸ Glej npr. Kuehn, 1975, Bartley & Boardman, 1986, Palepu, 1986 in Walter, 1994.

Zamenjava neučinkovitega managementa ciljnega podjetja

Naveden prevzemni motiv temelji na predpostavki, da prevzemi predstavljajo mehanizem zamenjave managementa, ki ni uspel maksimizirati koristi delničarjev podjetja, s sposobnejšo ekipo. Izvor hipoteze neučinkovitega managementa je potrebno iskati v zgodnjih delih Manneja (1965). Bil je prvi, ki je opredelitev delovanje trga upravljanja podjetij (angl. *market for corporate control*) (Manne, 1965, str. 112).

V prevzemih Manne (1965, str. 117–119) vidi mehanizem vzpodbude managerjev podjetja za zasledovanje cilja maksimizacije premoženja delničarjev slednjega. Upravljanje podjetij mu predstavlja sredstvo trgovanja na trgu, delovanje tovrstnega trga pa je odvisno od veze med tržno vrednostjo podjetja in učinkovitostjo managementa slednjega. Slabša učinkovitost, ko primerjana z izbranim indeksom, sorodnim podjetjem ali konkurentom, lahko povzroči padec vrednosti podjetja, kar poveča verjetnost prevzema in posledično zamenjavo obstoječega managementa podjetja z novim.

Podcenjenost podjetja

Podjetja katerih tržna vrednost je manjša od njihove knjigovodske vrednosti so verjetne prevzemne tarče (Duvan, 1997, str. 1013). Ekonomska logika za to idejo je, da podjetja z nizkim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo predstavljajo dobro nakupno priložnost. Hasbrouck (1985, str. 352) nadaljnje opozori na dejstvo, da podjetja, ki želijo rasti s prevzemi, primerjajo stroške novih investicij s stroški nakupa obstoječih sredstev podjetja. Ustrezen pokazatelj tega je tako imenovani Tobinov q koeficient¹⁹. Manjši ko je, večja je verjetnost prevzema podjetja in manjša verjetnost nakupa nadomestnih sredstev.

Prosti denarni tok

Jensen (1986a, str. 324) prosti denarni tok opredeli kot z ustreznim stroškom kapitala diskontiran denarni tok, ki presega potreben denarni tok za financiranje vseh projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Jensen zagovarja tezo, da je v interesu managerjev podjetja, da to raste, četudi to pomeni investiranje v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo. Ugotavlja da se managerji, katerih podjetja ustvarjajo visok prosti denarni tok, bolj nagibajo k neracionalni porabi prostih sredstev kot pa k vračilu teh delničarjem podjetij, ki jih vodijo. To pojasnjuje z zmanjšano potrebo po eksternem financiranju projektov in posledično manjši monitoring s strani kapitalskih trgov.

Podjetja, pri katerih obstaja največja verjetnost tovrstnega ravnanja, so podjetja, ki delujejo v industrijah, kjer ekonomska logika zahteva izstop iz nedonosnih projektov (Powell, 1997, str. 1014).

¹⁹ Koeficient predstavlja razmerje med tržno vrednostjo podjetja in nadomestnimi stroški sredstev podjetja.

Teorija prostih denarnih tokov pravi, da do prevzemov pride kot odgovor na razpad internih nadzornih procesov v podjetjih, ki ustvarjajo velik prosti denarni tok, in v podjetjih, ki neučinkovito porabljajo sredstva. Teorija napoveduje sovražne prevzeme, povečanje zadolženosti prevzetih podjetij, razgradnjo imperijev z majhnimi ekonomijami obsega in ekonomijami povezanosti in nasprotovanje s strani obstoječega managementa podjetja glede sprememb načina vodenja podjetja zaradi grožnje s prevzemom (Jensen, 1986a, str. 335).

Velikost podjetja

Verjetnost prevzema, tako Powell (1997, str. 1014) se manjša z večanjem velikosti podjetja. Ideja temelji na domnevi, da potencialni transakcijski stroški rastejo z velikostjo prevzemne tarče. Ti stroški so povezani z vključitvijo prevzetega podjetja v obstoječo organizacijsko strukturo prevzemnika in s stroški morebitnega odpora managementa ciljnega podjetja. Iz rezultatov raziskav Dietricha in Sorensena (1984, str. 394) izhaja, da stroški nakupa ciljnega podjetja in integracije poslovnih operacij ciljnega podjetja s prevzemnikom rastejo z velikostjo ciljnega podjetja. Prav tako ni nerazumno domnevati, da število potencialnih prevzemnikov pada z velikostjo potencialne prevzemne tarče (Powell, 1997, str. 1015).

Realno premoženje

Domneva se, da verjetnost prevzema najverjetneje raste z večanjem deleža opredmetenih sredstev podjetja v vseh sredstvih podjetja (Powell, 1997, str. 1015). Strokovna literatura za to ponuja dve razlagi. Prva se nanaša na uporabo opredmetenih sredstev ciljnega podjetja kot instrument zavarovanja dodatnega dolga (Stulz & Johnson, 1985, str. 520). Prevzemnik bi tako lahko uporabil sredstva ciljnega podjetja kot instrument zavarovanja sredstev financiranja prevzema tega podjetja in si tako zagotovil nižje stroške financiranja prevzema.

Po drugi razlagi pa naj bi visok delež opredmetenih sredstev v vseh sredstvih podjetja v panogah z malo možnosti rasti potencialnemu prevzemniku ponujal možnost reorganizacije podjetja (Ambrose & Megginson, 1992, v Powell, 1997, str. 1015).

Neuskklajenost rasti in sredstev podjetja

Eden izmed motivov prevzema podjetja naj bi bil tudi obstoj neuskklajenosti med rastjo podjetja in viri le-tega (Powell, 1997, str. 1015). Hitro rastoča podjetja z malo sredstvi naj bi bila tarča prevzema podjetij z nasprotno neuskklajenostjo med rastjo podjetja in sredstvi. Prav tako pa naj bi bila tarča prevzema prav tako lahko podjetja z nizkimi stopnjami rasti in velikim obsegom sredstev s strani hitro rastočih podjetij z manjšimi obsegi sredstev. Slednji naj bi izkoristili proste denarne tokove prevzetega podjetja. S prevzemom podjetja z nasprotno neuskklajenostjo rasti in sredstev naj bi vrednost združenega podjetja presegla vrednost ločenih podjetij.

Komentar nabora izbranih teorij

V model vključene karakteristike podjetja so bile izbrane na podlagi 6 teorij razlag prevzemov. Omenjene teorije so bile izbrane, tako Powell (1997, str. 1013), na podlagi pogostega sklicevanja v znanstvenih besedilih na slednje za razlago verjetnosti prevzema podjetja. Kljub neupoštevanju vseh teorij motivov prevzemov Powell meni, da zajete v zadostni meri zagotavljajo ustrezen nabor motivov prevzemov podjetij.

Glavna uporabna vrednost teh raziskav je sposobnost prepoznave sistematičnih razlik med ciljnim in neciljnim podjetjem (Dunstan, 1997, str. 3). Sposobnost identifikacije pričakovanih značilnosti ciljnih podjetij ponuja dragoceno informacijo prevzemniku, ki išče primerne prevzemne tarče, s prevzemi katerih bo uspel ustvariti zahtevane koristi. Prav tako pa bi tovrstna sposobnost prepoznave prevzemnih tarč predstavljala dobro osnovo investicijski strategiji (Powell, 1997, str. 1009).

1.1.5 Zgodovina prevzemov

Prevzemi se odvijajo neprestano po celem svetu in v vseh panogah industrije in kot taki so deležni pogoste obravnave strokovne kot tudi laične javnosti. Precejšnjo pozornost jim namenja tudi raziskovalna sfera in poslovni tisk.

Raziskave prevzemov segajo vse do prevzemnih transakcij zadnje polovice 19. stoletja v obeh Amerikah in na Švedskem. Dejstvo, da je prevzemom namenjena pozornost akademikov že dobro stoletje, je rezultiralo v obsežni zbirki literature in raziskav prevzemov. Empirične raziskave prevzemov so se osredotočile na dokumentiranje trendov in značilnosti prevzemov. Iz literature izhaja, da je morda najbolj konsistentna značilnost prevzemov ta, da so skoncentrirane v času in industriji²⁰ (Duchin & Schmidt, 2007, str. 1).

Danes je znano, da prevzemi prihajajo v valovih (Martynova & Renneboog, 2005, str. 2). Skozi zgodovino je tako bilo identificiranih in obravnavanih več obdobj z abnormalno gostoto prevzemov. Ta obdobja so poznana pod pojmom »prevzemni valovi« (Dahlin et al, 2009, str. 3).

1.1.5.1 Opredelitev prevzemnih valov

Strokovna literatura ne podaja jasne opredelitve pojma. Zato pa obstaja ogromno literature na temo prevzemnih valov. Opredelitev pojma avtorji tako največkrat podajajo skozi posledice oziroma pojavne oblike prevzemnih valov. Kot navajata Martynova in Renneboog (2008, str. 3) prevzemni val odraža vzorec števila in vrednosti prevzemne aktivnosti skozi čas.

²⁰ Glej npr. Mulherin in Boone, 2000, str. 134, Andrade in drugi, 2001, str. 107, Harford, 2004, str. 1980.

Po mnenju Dahlina in drugih (2009, str. 4) pa se pojem nanaša na pojav prevzemov kot agregata in tako odraža obdobje pojava abnormalnega števila prevzemov. Owen (2006, str. 1) pa pravi, da je prevzemni val rezultat kombinacije ekonomskih in pravnih pogojev, ki naredi prevzemno aktivnost podjetjem dovolj privlačno. Pri tem se sklicuje predvsem na Harforda (2004, str. 1), kateri pojav prevzemnih valov razlaga z ekonomskim motivom nastanka prevzemov in relativno nizkimi transakcijskimi stroški za generiranje velikega števila tovrstnih transakcij.

1.1.5.2 Pojav prevzemnih valov

Začetek prevzemnega vala običajno sovпада z večjim številom ekonomskih, političnih in regulatornih sprememb (Martynova & Renneboog, 2008, str. 5). Akademiki se že dlje časa ubadajo z vprašanjem determinant prevzemnih valov.

Tako na primer Mitchell in Mulherin (1996, str. 194) menita, da so prevzemni valovi povzročeni s strani industrijskih šokov, ki sprožijo prestrukturiranje in konsolidacijo industrije.

Po drugi strani pa Shleifer in Vishny (2003, str. 305) in Rhodes–Kropf in Viswanathan (2004, str. 2709) trdijo, da so prevzemni valovi povzročeni s precenjenim borznim trgom. Kot podajata Duchin in Schmidt (2007, str. 1) podatki nakazujejo, da se prevzemni valovi pojavijo kot odgovor na spremembe makroekonomskih pogojev in da je prevzemna aktivnost prociklična in nekoliko vodi poslovne cikle.

Kljub obsežnim raziskavam prevzemnih valov, konsenza glede vzrokov pojava slednjih v literaturi ni zaznati. Razlago pojava prevzemnih valov lahko tako na splošno delimo v dve skupini: neoklasično in behavioristično (Harford, 2004, str. 5)

Neoklasični pogled na pojav prevzemnih valov

Neoklasiki pojav prevzemnih valov razlagajo s pojavom tehnoloških, regulatornih ali ekonomskih šokov v industrijskem okolju, pri čemer kolektivna reakcija podjetij povzroči prerazporeditev sredstev. Ta aktivnost se skoncentrira v času simultane reakcije in tekmovanja managerjev za najboljše kombinacije sredstev (Harford, 2004, str. 6).

Harford (2004, str. 4) je v svojem delu poudaril vlogo zadostne likvidnosti kapitala pri prevzemnih valovih. Shleifer in Vishny (1992, str. 1363–1364) sta v svoji študiji likvidnosti sredstev pokazala, da morajo biti kupci za izvedbo transakcij, relativno gledano, brez večjih finančnih omejitev. To dokazujeta z domnevo, da je razlog nastanka prevzemnih valov v času konjunktura v tem, da povečanje denarnih tokov simultano poveča temeljne vrednosti, kar posledično vodi do sprostitev finančnih omejitev.

Empirični dokazi, ki jih je predstavil Harford (1999, str. 1995) podpirajo njun argument, saj iz njegove študije izhaja, da je prevzemna aktivnost podjetij z velikimi denarnimi rezervami večja.

Argument zadostne likvidnosti kapitala dopolnjuje neoklasično hipotezo z domnevo, da industrijski šok sproži prevzemni val le ob pogoju zadostne likvidnosti kapitala za zagotovitev prerazporeditve sredstev. Povečana likvidnosti kapitala in zmanjšanje finančnih omejitev v povezavi s povečano vrednostjo sredstev morajo biti prisotni, da bi se šok razširil v val. Tudi ko industrijski šoki niso skoncentrirani v času, pomembnost likvidnosti kapitala pomeni, da se bodo industrijski prevzemni valovi skoncentrirali v času kot reakcijo na šoke in povzročili agregatne prevzemne valove (Harford, 2004, str. 1–7).

Behavioristični pogled na pojav prevzemnih valov

Shleifer in Vishny (2003, str. 296–297) menita, da so transakcije gnane z vrednotenji prevzemnikov in njihovih tarč. Temeljna predpostavka njunega modela je, da so finančni trgi neučinkoviti, iz česar izhaja, da so vrednotenja nekaterih podjetij napačna. Po drugi strani pa njun model predpostavlja popolno racionalnost managerjev, ki se zavedajo neracionalnosti finančnih trgov in te izkoristijo, deloma tudi skozi prevzeme. Pojav prevzemov tako pojasnujeta skozi racionalen odgovor managerjev na neracionalne razmere na trgu.

Behavioristični model pojav prevzemnih valov razlaga z dejanji racionalnih managerjev, ki izkoristijo zmote trga glede pravih vrednosti sredstev za nakup drugih sredstev s precenjenimi delnicami. Precenjenost sredstev na agregatni ravni pa vodi do pojava prevzemnih valov (Harford, 2004, str. 7–9).

1.1.5.3 Prevzemni valovi skozi zgodovino

V ZDA, kot državi z najdaljšo zgodovino prevzemov, so prevzemni valovi predmet obravnave že več kot stoletje, v Veliki Britaniji od začetka 1960-ih in od nedavnega tudi v kontinentalni Evropi (Sudarsanam, 2003, str. 13).

Do danes je tako bilo v dokumentiranih že 5 očitnih prevzemnih valov (Martynova & Renneboog, 2008, str. 2), obenem pa nekateri avtorji že opozarjajo na pojav 6. prevzemnega vala (Lipton, 2006, str. 7).

Četudi v literaturi ni najti enotne opredelitve obdobj posameznih prevzemnih valov, so si ta obdobja pri večih avtorjih precej blizu. Za ponazoritev posameznih prevzemnih valov bom prevzel opredelitev obdobj posameznih prevzemnih valov, kot jih podajata Martynova in Renneboog (2008, str. 5–7).

Tabela 1: Valovi prevzemov

	Obdobje	Dogodki, ki sovpadajo z začetkom vala	Dogodki, ki sovpadajo z zaključkom vala
1. val	1890–ta do 1903	ekonomska ekspanzija; razvoj industrializacije; uvedba nove državne zakonodaje na področju inkorporacij; razvoj trgovanja na NYSE ²¹ ; radikalne spremembe v tehnologiji	zlom borze; ekonomska stagnacija; začetek Prve svetovne vojne
2. val	1910–ta do 1929	ekonomsko okrevanje po Prvi svetovni vojni in borznem zlomu; okrepljeno uveljavljanje protimonopolne zakonodaje	zlom borze; začetek Velike depresije
3. val	1950–ta do 1973	ekonomsko okrevanje po Drugi svetovni vojni; zategovanje protimonopolne ureditve	zlom borze; naftna kriza; ekonomsko upočasnjevanje
4. val	1981 do 1989	ekonomsko okrevanje po recesiji; spremembe v protimonopolni zakonodaji; deregulacija sektorja finančnih storitev; novi finančni produkti in trgi; tehnološki napredek v elektroniki	zlom borze
5. val	1993 do 2001	razcvet ekonomskih in finančnih trgov; proces globalizacije; tehnološke inovacije; deregulacija in privatizacija	zlom borze; teroristični napadi 11. septembra
6. val?	2003 do ?	ekonomsko okrevanje po upadu v obdobju 2000 do 2001	n.a.

Vir: Prirejeno po M. Martynova in L. Renneboog, A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand, 2008, str. 35.

Prvi prevzemni val

V ZDA sega prvi prevzemni val vse do 1890–ih²² (Martynova & Renneboog, 2008, str. 3). O'Brien (1988, str. 639) meni, da so povod prvega, tako imenovanega Velikega prevzemnega

²¹ NYSE je kratica za New York Stock Exchange.

²² Zgodovina prevzemnih valov je v ZDA dobro dokumentirana, za prevzemno aktivnost Evrope pa obstaja zanesljivi dokazi šele od 1960-ih za Veliko Britanijo in z začetka 1980-ih za preostalo Evropo, pri čemer pa pomanjkanje dokazov prevzemov ne pomeni, da v teh regijah ni potekala nobena prevzemna aktivnost (Martynova & Renneboog, 2005, str. 3). Goergen in Renneboog (2004, str. 10-11) menita, da se je prvi prevzemni val v Evropi začel okoli leta 1880 in končal 1904, pri čemer je bil ta manjši kot pa vzporedni prevzemni val, ki je v istem obdobju potekal v ZDA.

vala (angl. *Great Merger Wave*) bili ekonomska depresija, nova država regulativa in razvoj trgovanja z industrijskimi delnicami na NYSE²³ (za podrobnejše študije prvega in drugega prevzemnega vala raziskave avtorjev Eis, 1969, Markham, 1955, Stigler, 1950, Thorp, 1941 in Weston, 1961).

Prvi prevzemni val je bil, tako v ZDA kot v Evropi, zaznamovan s konsolidacijo industrijske proizvodnje (Martynova & Renneboog, 2005, str. 3). Stigler (1950 v Martynova & Renneboog, 2008, str. 5) opisuje to konsolidacijo kot »združevanja za formiranje monopolov«, saj je ta konsolidacija vodila v nastanek večih velikih podjetij, ki so zavzele velik del trga v svojih panogah (Martynova & Renneboog, 2008, str. 5).

Pomembna značilnost tega prevzemnega vala je bila konsolidacija proizvajalcev znotraj industrij oziroma tako imenovana horizontalna oziroma vodoravna konsolidacija (Sudarsanam, 2003, str. 14). V tem obdobju so nastali »giganti ameriškega korporativnega sveta«, kot so General Electric, Eastman Kodak, American Can, American Tobacco, DuPont in drugi. Največjo konsolidacijo prvega prevzemnega vala predstavlja združitev 785 prej ločenih podjetij v podjetje U.S. Steel, transakcija, katere velikost je kot prva presegla vrednost ene milijarde dolarjev (Čargo, 2004, str. 11).

Za ponazoritev jakosti prvega prevzemnega vala v nadaljevanju navajam par podatkov²⁴. Prvi prevzemni val je zajel več kot 15 odstotkov vseh proizvodnih sredstev in zaposlenih. 71 pomembnejših oligopolnih ali tej podobnih struktur je bilo konsolidiranih v monopolne strukture. Od 93 novonastalih struktur, katerih tržnim deležem je bilo moč slediti, je 72 nastalih struktur nadziralo več kot 40 odstotkov trga, 42 novo nastalih struktur pa je obvladovalo celo več kot 70-odstotni delež trga (Sudarsanam, 2003, str. 14–15).

Prvi prevzemni val se je končal okoli 1903–1905 s padcem borznih trgov (Martynova & Renneboog, 2008, str. 5).

Drugi prevzemni val 1920–ih

Kot posledica Prve svetovne vojne je prevzemna aktivnost bila skromna do konca 1910–ih. Drugi prevzemni val se je začel konec 1910–ih in se nadaljeval v 1920–ih (Martynova & Renneboog, 2008, str. 6). Ta prevzemni val je bil precej manjši od predhodnika. Vključeval je manj kot 10 odstotkov proizvodnih sredstev, medtem ko jih je prvi prevzemni val zajel več kot 15²⁵ (Sudarsanam, 2003, str. 15).

Drugi prevzemni val je sledil razvoju gospodarstva in rasti borznih trgov. Ta prevzemni val je imel manjše posledice na tržne strukture kot njegov predhodnik. Večina prevzemov drugega

²³ Oznaka označuje new yorško borzo vrednostnih papirjev.

²⁴ Podatki se nanašajo na ZDA.

²⁵ Podatki se nanašajo na ZDA.

prevzemnega vala se je zgodila med manjšimi podjetji, katera niso bila zajeta v prevzemno dogajanje prvega prevzemnega vala. V proizvodnem sektorju so podjetja s prevzemi v manjši meri povečala tržne deleže ter se vertikalno povezala. V industrijah, ki jih je prvenstveno nadzorovalo eno veliko podjetje, so se ob zaključku prevzemnega vala pojavile oligopolne tržne strukture. Velika podjetja so izgubila svoj primat. Drugi val tako predstavlja korak k formaciji oligopolnih tržnih struktur. (Sudarsanam, 2003, str. 14–15, Martynova & Renneboog, 2008, str. 6).

Zlom borze leta 1929 in depresija, ki je sledila temu, zaznamuje konec tega obdobja (Martynova & Renneboog, 2008, str. 6).

Tretji prevzemni val

Svetovna gospodarska kriza 1930–ih in Druga svetovna vojna sta preprečili nastanek novih prevzemnih valov za nekaj desetletij. Tretji prevzemni val se je pričel v 50–ih letih 20. stoletja in trajal skoraj 2 desetletji.

Začetek tega vala v ZDA sovpada z regulatornimi spremembami 50–ih. V sklopu teh sprememb bi izpostavil leta 1950 sprejeto dopolnitev Claytonovega zakona iz leta 1914. Tako imenovani Celler–Kefauverjev zakon predstavlja dopolnitev prej omenjenega zakona v smeri večje regulative protimonopolne zakonodaje (Martynova & Renneboog, 2008, str. 6).

Prevzemi tretjega prevzemnega vala niso bili veliki in tudi niso vključevali velikih podjetij. Glavna značilnost tega vala je bilo veliko število prevzemov v z glavno dejavnostjo prevzemnika nepovezanih dejavnosti, cilj katerih je bila rast skozi diverzifikacijo na novih trgih (Martynova & Renneboog, 2008, str. 6; Sudarsanam, 2003, str. 14).

Med Fortune 500²⁶ podjetji je delež podjetij v kategoriji nepovezanih dejavnosti narasel v obdobju 1949 – 1964 iz približno 4 na 9 odstotkov in narasel na več kot 21 odstotkov leta 1974. V kategoriji povezanih dejavnosti je v istem obdobju delež porasel iz manj kot 26 na več kot 42 odstotkov. To povečanje sovpada s padcem deleža podjetij v kategoriji ene same dejavnosti v zadevnem obdobju iz prejšnjih 42 na 14 odstotkov in v kategoriji prevladujoče dejavnosti iz 15 na 10 odstotkov (Sudarsanam, 2003, str. 14–15).

Tretji prevzemni val je povzročil strateški premik ameriškega gospodarstva v smeri večje diverzifikacije, ni pa imel pomembnejšega vpliva na strukturo trga v posameznih industrijah. Kot tak označuje obdobje prevzemov zaradi rasti.

²⁶ Fortune 500 je seznam 500 največjih ameriških korporacij glede na celotne prihodke po prilagoditvah, ki ga vsako leto objavlja revija Fortune. Seznam vključuje privatna in javna podjetja, za katera so podatki o prihodkih javno objavljeni.

Tretji val je dosegel vrh 1968–ega leta in se zaključil z naftno krizo leta 1973 ter padcem gospodarske aktivnosti, ki je tej sledila (Martynova & Renneboog, 2008, str. 6; Sudarsanam, 2003, str. 15).

Primerjava treh prevzemnih valov

Sudarsanam (2003, str. 16) ugotavlja, da je bilo število prevzemnih transakcij prvih treh prevzemnih valov sledeče: prvi prevzemni val je vključeval 2.600 transakcij, drugi 8.000 in tretji 12.000. V kolikor v analizo prevzemne dejavnosti vključimo še vrednostno komponento²⁷, je volumen transakcij prvega obdobja znašal 6,4 bilijona ameriških dolarjev, drugega prevzemnega vala med 12–15 bilijonov ameriških dolarjev ter tretjega prevzemnega vala 70 bilijonov ameriških dolarjev. Tretji val je bil vrednostno gledano precej večji od predhodnikov. V kolikor pa v analizo vključimo še podatke o prevzetih deležih, dobimo sledečo sliko. Prevzemni val 1890–ih s 15–imi odstotki v prevzeme vključenih sredstev zaseda prvo mesto, sledi mu s 7–9 odstotki prevzemni val 1920–ih in z 10–imi odstotki v prevzeme vključenih sredstev tretji prevzemni val.

Gilson in Black (1995, v Sudarsanam, 2003, str. 16) podajata štiri karakteristike prvih treh prevzemnih valov:

- relativno malo prevzemov je bilo izvedenih s ciljem vzpostavitve monopolnih tržnih struktur;
- vsi trije prevzemni valovi so se zgodili v času gospodarskega razcveta in hitre rasti delniških trgov in skoraj vsak prevzemni val je dosegel vrh s hkratnim vrhom delniških trgov in doživel konec v recesiji, ki je sledila padcu slednjih;
- veliko prevzemov je bila običajnih poslovnih transakcij med udeleženci na trgu, ki so iskali dovolj dobičkonosen način izhoda iz industrijske panoge;
- veliko prevzemov se je zgodilo kot posledica pomembnih sprememb v gospodarski infrastrukturi (avtorja pri tem podata primer gradnje železnic ali elektrifikacijo).

Četrty prevzemni val 1980–ih

V poznih 70–ih letih 20. stoletja je bilo zaslediti zametke prevzemne aktivnosti, vendar pa je šele sredi 80–ih prišlo do večjega razmaha prevzemne aktivnosti v ZDA. Začetek četrtega prevzemnega vala leta 1981 sovпада s spremembami protimonopolne zakonodaje, deregulacijo finančnega storitvenega sektorja, oblikovanjem novih finančnih instrumentov in trgov, avtorja pri tem izpostavita trg visoko tveganih obveznic (angl. *junk bond market*), kot tudi tehnološkim napredkom v elektronski industriji. Prevzemna dejavnost tega obdobja je bila izjemna. Martynova in Renneboog (2008, str. 6) kot glavni motiv prevzemne dejavnosti izpostavljata neučinkovitost konglomeratov formiranih v 60–ih letih 20. stoletja in posledično potrebo teh podjetij po odpravi neučinkovitosti z reorganizacijo njihovih dejavnosti. To

²⁷ V oklepaju so podane vrednosti v stalnih cenah iz leta 1972.

obdobje zaznamujejo predvsem sovražni prevzemi, kjer je prevzemnik prevzeto podjetje razprodal po delih za več, kot pa je bilo podjetje vredno kot celota (Čargo, 2004, str. 12).

Tako kot njegovi predhodniki se je tudi ta val končal z borznim zlomom v letu 1987.

Peti prevzemni val 1990–ih

Peti prevzemni val se je začel leta 1993 in rasel skupaj z rastjo globalizacije, pojavom tehnoloških inovacij, deregulacijami in privatizacijami kot tudi gospodarski rasti in rasti finančnih trgov (Martynova & Renneboog, 2008, str. 7).

Peti prevzemni val, tako Martynova in Renneboog (2005, str. 3), je še posebej vreden pozornosti, tako z vidika velikosti kot geografske porazdelitve. Prvič v zgodovini prevzemov so podjetja celinske Evrope bila prav tako željna sodelovanja pri prevzemnem dogajanju kot njihovi ameriški in angleški tekmeci. Prevzemne aktivnosti celinske Evrope so s petim prevzemnim valom dosegle nivoje podobne nivojem v ZDA. Število transakcij v ZDA in Evropi je v petem prevzemnem valu doseglo 119.035 oziroma 116.925, skoraj štirikrat oziroma petkrat več kot pri prejšnjem valu. Primerjava vrednosti transakcij daje podobne rezultate. Skupna vrednosti prevzemov petega prevzemnega vala je tako znašala 20 bilijonov USD, več kot petkratna skupna vrednost transakcij četrtega vala.

Sovražne prevzeme, tako zelo značilne za četrti prevzemni val, so v petem prevzemnem valu zamenjale strateške povezave, zaradi katerih so to obdobje poimenovali obdobje strateških povezav (Čargo, 2004, str. 12). Peti prevzemni val se je sicer končal kot posledica zloma delniških trgov ob prelomu tisočletja.

Šesti prevzemni val?

Od sredine 2003 je opazen porast prevzemne aktivnosti, kar bi lahko označevalo začetek novega prevzemnega vala. Porast prevzemnih aktivnosti tega obdobja sovpada z okrevanjem gospodarstva in finančnih trgov po zlomu z začetka tisočletja (Martynova & Renneboog, 2008, str. 7).

Šesti prevzemni val se je tako začel le tri leta po koncu prejšnjega vala prevzemov. Slednje potrjuje domnevo, tako Moeller in Brady (2007, str. 14), da se prevzemni valovi pojavljajo pogostejše in s krajšimi obdobji mirovanja med obdobji povečane prevzemne aktivnosti.

Transakcije tega prevzemnega vala so zaznamovali škandali, povezani z upravljanjem podjetij, in spremembe zakonodaja v zvezi s tem.

Uspešnost prevzemov šestega prevzemnega vala je v veliki meri odvisno od treh dejavnikov, kot jih prikazuje Slika 5.

Slika 5: Dejavniki uspeha prevzema šestega prevzemnega vala



Vir: Prirejeno po S. Moeller in C. Brady, Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, 2007, str. 15.

Šesti prevzemni val je globalni val, poleg tega pa ga zaznamuje dejstvo, da je pozornost prevzemnikov v večjem obsegu usmerjena na strateško skladnost in na vprašanja poprevzemne integracije v prevzemu udeleženih podjetij.

Dodatna posebnost, ki zaznamuje šesti prevzemni val, je povečana prevzemna aktivnost s strani finančnih investorjev (hedge skladi, skladi tveganega kapitala, »private equity« skladi), pri katerih prevladujejo izključno finančni in ne strateški interesi prevzema ciljnega podjetja (Moeller & Brady, 2007, str. 15).

1.2 Prevzemna premija

Warren Buffett je nekoč izjavil, da mnogi prevzemniki o sebi menijo, da so lepe princeze, ki bodo s poljubom spremenile krastačo v lepega princa. Prevzemniki, nadaljuje, so pripravljeni plačati precejšnjo premijo, prepričani da jim bo uspelo osvoboditi zaprtega princa. Vendar, zaključuje Buffett, smo doslej zabeležili že ogromno poljubov, vendar le malo čudežev (Letno poročilo Berkshire Hathaway, 1981 v Hayward et al., 1997, str. 1).

Prispodoba, četudi izrečena pred skoraj 30–imi leti, še vedno izpostavlja dilemo, povezano s primernostjo cene, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati delničarjem ciljnega podjetja.

Pomembnost vprašanja ustreznosti prevzemne premije, kot izhaja iz zgoraj navedene prispodobe, zadeva tako delničarje tako prevzemnika kot tudi ciljnega podjetja. Izredno zanimanje strokovne kot tudi laične javnosti tako niti ni presenetljivo.

Namen tega dela je prikazati posamezne aspekte prevzemne premije, izpostaviti nekatere raziskave, povezane s to tematiko, in predstaviti gibanje prevzemne premije skozi zgodovino.

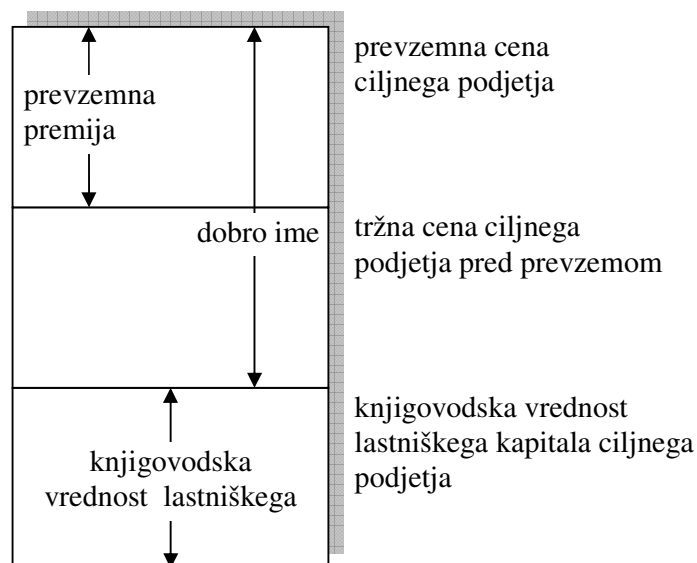
1.2.1 Opredelitev

Hayward in Hambrick (1997, str. 103) opredeljujeta prevzemno premijo kot razmerje med končno plačano ceno delnice prevzemne tarče in ceno te delnice pred novico o prevzemu.

Sirower (2000, str. 35) razume prevzemno premijo kot komponento cene, ki jo prevzemnik plača za pridobitev delnic od delničarjev ciljnega podjetja in jo ti niso bili primorani plačati za prvotni nakup teh delnic.

Podobno kot prej Sirower tudi Damodaran (2002, str. 692) na prevzemno premijo gleda kot na del prevzemne cene, ki jo prevzemnik plača delničarjem ciljnega podjetja za njihove delnice.

Slika 6: Struktura prevzemne cene



Vir: Povzeto po A. Damodaran, Investment Valuation: Tools for Determining the Value of Any Asset, 2002, str. 692.

Damodaran (2002, str. 692) na prevzemno premijo gleda kot na razliko med tržno vrednostjo lastniškega kapitala ciljnega podjetja pred prevzemom in prevzemno ceno, ki jo prevzemnik plača za nakup lastniškega kapitala ciljnega podjetja od obstoječih lastnikov. V analizo

prevzemne premije pa Damodoran vključi tudi dobro ime podjetja (angl. *goodwill*) kot razliko med prevzemno ceno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala podjetja.

Nielsen in Melicher (1973, str. 139) obstoj prevzemne premije opredelita z denarjem ali vrednostnimi papirji, katere prejmejo delničarji prevzetega podjetja v zameno za njihove delnice, katerih vrednost presega tržno vrednost delnic prevzetega podjetja pred prevzemom.

Podobno opredelitev podaja Bešter (1996, str. 58), ki prevzemno premijo razume kot razliko med tržno ceno delnice ciljnega podjetja pred prevzemom in ceno delnic, po kateri prevzemnik v postopku prevzema odkupi delnice tega podjetja.

1.2.2 Merjenje prevzemne premije

Kljub razmeroma enostavni opredelitvi prevzemne premije, si strokovna literatura ni enotna, kako pravilno izmeriti velikost prevzemne premije. Merjenje prevzemne premije spremljata dva osnovna problema.

Prvi se nanaša na težaven izračun prevzemne premije v primeru prevzema, kjer so kot nadomestilo za navadne delnice ciljnega podjetja ponujeni tudi zamenljivi vrednostni papirji in nakupni boni²⁸ (angl. *warrant*). Torej v vseh primerih, kjer so v prevzem vključeni vrednostni papirji, katerih tržno vrednost ni mogoče natančno izmeriti.

Drugi problem se nanaša na ustrezno opredelitev časovnega trenutka merjenja prevzemne premije. Izbira ustreznega trenutka mora biti takšna, da zajema cene, ki so dovolj oddaljene od dneva uradne objave prevzemne namere, da te niso podvržene govoricam o morebitnem prevzemu podjetja. Po drugi strani pa mora izbira ustreznega časovnega trenutka biti dovolj blizu dnevu objave prevzemne namere, da imajo cene delnic ciljnega podjetja zadostno utež pri določanju prevzemne cene (Nielsen & Melicher, 1973, str. 139).

V povezavi s slednjim bi lahko celo trdili, tako Hrnčič (2002, str. 4), da obstajata dva pristopa opredelitve prevzemne premije. Pri prvem pristopu se porast cene delnice ciljnega podjetja v obdobju pred formalno objavo informacije v zvezi s prevzemom šteje kot del prevzemne premije, pri drugem pa je ta, tako imenovani, predponudbeni porast cene delnice ciljnega podjetja izvzet iz izračuna.

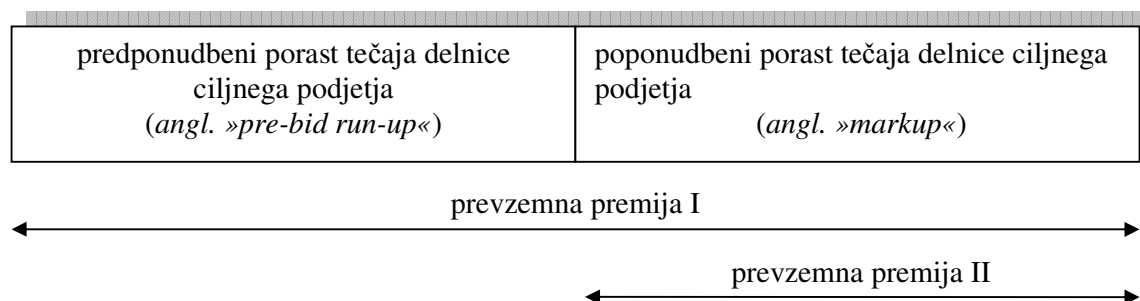
Prvi pristop k določitvi prevzemne premije zagovarja tudi Schwert (1996, str. 154), ki v izračun prevzemne premije vključi tudi porast tečaja delnice ciljnega podjetja v predponudbenem obdobju. Kot v nadaljevanju navaja, naj bi predponudbeni porast tečaja, ali »run-up«, kot ga poimenuje, pri uspešnih prevzemih predstavljal v povprečju polovico celotne premije, ki jo prevzemnik plača lastnikom ciljnega podjetja. Preostali del prevzemne premije pa je po Schwertu pogojen z rastjo tečajev delnic ciljnega podjetja po objavi namere

²⁸ Prevod izraza je povzet po Mramor, 1999, str. 47.

prevzema podjetja. Celotna prevzemna premija je tako enaka vsoti porasta tečaja delnice ciljnega podjetja v času pred objavo prevzema in porasta tečaja delnice ciljnega podjetja v času po objavi prevzemne namere.

Slika 7 ponazarja omenjena pristopa opredelitve prevzemne premije.

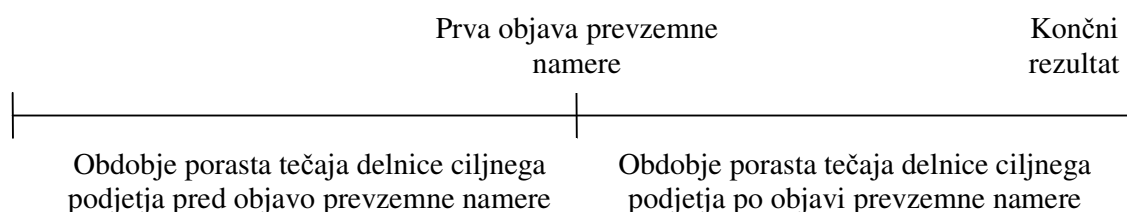
Slika 7: Prikaz pristopov opredelitve prevzemne premije



Vir: Prirejeno po J. Hrnčič, Determinante prevzemne premije – teoretični in empirični vidik, 2002, str. 5.

Kot ugotavlja Hrnčič (2002, str. 5) pa se v medijih pojavlja zlasti drugi pristop k določitvi prevzemne premije. Po tem pristopu je prevzemna premija opredeljena z razliko med prevzemno ceno, ki jo prevzemnik plača delničarjem ciljnega podjetja, in tržno vrednostjo delnic ciljnega podjetja na dan objave prevzema oziroma kot poponudbeni porast tečaja delnic ciljnega podjetja (angl. *markup*). Predponudbeni porast tečaja delnic ciljnega podjetja po tem pristopu ni element prevzemne premije (Schwert, 1996, str. 154).

Slika 8: Časovnica dogodkov pri prevzemih (merjenje celotne premije)



Vir: Prirejeno po G. W. Schwert, Markup Pricing in Mergers and Acquisitions, 1996, str. 156.

Razlog za širšo rabo slednjega pristopa določitve prevzemne premije, še posebno med laično javnostjo, gre iskati v problemu določitve predponudbenega obdobja. Več študij dokazuje porast tečaja delnice ciljnega podjetja pred dnevom javne objave namere prevzema podjetja²⁹,

²⁹ Predponudbeni porasta tečaja delnic ciljnega podjetja je dokumentiran v študijah, ki temeljijo na podatkih za Združene države Amerike, Kanado in Veliko Britanijo. Za študije ameriških podatkov glej Jarell & Poulsen (1989), Jensen & Ruback (1983) in Sanders & Zdanowicz (1992). Za podatke za Veliko Britanijo glej Harris in

pri čemer obdobje predponudbenega porasta tečaja delnice ciljnega podjetja lahko obsega le nekaj dni pa vse do več tednov pred dnevom javne objave namere prevzema podjetja (King & Padalko, 2005, str. 3–4).

Kot nadalje navajata King in Padalko (2005, str. 4), obstajata dve hipotezi, ki pojasnjujeta porast tečaja delnice ciljnega podjetja pred dnevom javne objave namere prevzema ciljnega podjetja.

1.2.2.1 Hipoteza uhajanja informacij

Hipoteza uhajanja informacij (angl. *infomation leakage hypothesis*) zagovarja tezo, da investitorji izvedo za namero prevzemnika za prevzem podjetja preko transakcij »insajderjev³⁰« z dostopom do relevantnih, a širši javnosti neznanih informacij (Keown & Pinkerton, 1981, str. 866).

Pri insajderjih tako obstaja možnost zlorabe širši javnosti neznanih oziroma tako imenovanih »notranjih informacij« pri trgovanju z vrednostnimi papirji za doseganje osebnih koristi oziroma koristi z njimi povezanih oseb. Kot podajata Keown in Pinkerton (1981, str. 866), lahko preostali udeleženci borznega trga, ko zaznajo delovanje oseb na tem trgu, za katere domnevajo, da trgujejo na podlagi splošni javnosti neznanih informacij, posnemajo le te v njihovem trgovanju z vrednostnimi papirji.

Hipotezo uhajanja informacij potrjuje več študij primerov na podlagi kazenskega pregona obtoženih s strani ameriških regulatorjev borznega trga (Cornell & Sirri, 1992, Meulbroek, 1992, Chakravarty & McConnell, 1997 in 1999, Fische & Robe, 2004).

1.2.2.2 Hipoteza pričakovanja trga

Temeljna predpostavka hipoteze pričakovanja trga (angl. *market anticipation hypothesis*) je sposobnost sofisticiranih investorjev napovedi prevzema na podlagi informacij, pridobljenih iz legitimnih virov (Jensen in Ruback, 1983, str. 52), kot so analiza podjetja ali industrije, napovedi analitikov, tehnične analize, govorice v finančnih medijih itd. Več študij podpira hipotezo pričakovanja trga (Asquith, 1983, Jarrell & Poulsen, 1989, Gupta & Misra, 1989, Sanders & Zdanowicz, 1992, Pound & Zeckhauser, 1990).

Kot ugotavljata Keown in Pinkerton (1981, str. 866), je ta hipoteza tesno povezana s hipotezo učinkovitega trga kapitala (angl. *efficient market hypothesis*), po kateri cene vrednostnih papirjev v vsakem trenutku odražajo vse razpoložljive informacije (Fama, 1965, str. 56).

drugi (1987). Za podatke za Kanado glej Eckbo (1986), Amoaku-Adu & Yagil (1986), Eckbo & Thorburn (2000), Jabbour, Jalilvand & Switzer (2000).

³⁰ Izraz »insajder« izhaja iz istoznačnega angleškega izraza insider, ki označuje po Špecu (1996, str. 15) notranjo osebo oziroma posameznika, ki je seznanjen z notranjo informacijo (Čeh, 2002, str. 8).

Hipoteza učinkovitega trga kapitala loči po stopnjah učinkovitosti 3 oblike (Vahčič, 2003, str. 7), in sicer:

- šibko obliko;
- srednje močno in
- močno obliko hipoteze učinkovitosti trga.

Šibka oblika hipoteze učinkovitega trga trdi, da trenutne cene vrednostnega papirja odražajo vse informacije o preteklem gibanju cene tega vrednostnega papirja. Ta oblika hipoteze predpostavlja, da nihče ne more doseči presežne donosnosti z uporabo informacij, ki so dostopne vsem. Na šibko učinkovitem trgu kapitala tehnična analiza gibanja preteklih gibanj cen investitorju ne omogoča presežne donosnosti (Vahčič, 2003, str. 7).

Srednje močna oblika hipoteze učinkovitega trga kapitala zagovarja tezo, da presežnih donosov ni mogoče doseči zgolj z nakupi delnic podjetij, za katere se domneva, da bodo v kratkem tarča prevzema, brez dostopa do notranjih, torej nejavnih, informacij. Notranje informacije po tej različici teorije učinkovitega trga kapitala niso zajete v cenah vrednostnih papirjev vse do nastopa dogodka, po katerem so prej notranje informacije dostopne vsem udeležencem trga (Schwert, 1996, str. 159–160).

Močna oblika hipoteze učinkovitega trga predpostavlja, da se vse relevantne informacije, tako javne kot notranje, hitro odrazijo v ceni vrednostnega papirja, tako da uporaba teh informacij ne omogoča doseganje presežnih donosov.

Povedano drugače, cene vrednostnega papirja v vsakem trenutku odražajo vse javne kot tudi širši javnosti neznane informacije, tako da tudi posamezniki z dostopom do notranjih informacij le-teh ne morejo uporabiti za doseganje presežnih donosov.

Predpostavka, na kateri sloni ta oblika hipoteze, je, da trg pravilno ocenjuje prihodnji razplet dogodkov, s tem pa so tudi vse relevantne informacije že vključene v vrednotenje vrednostnega papirja (Han, 2010).

Hipoteza učinkovitega trga kapitala torej predpostavlja, da je trg močno učinkovit, kadar cena vrednostnega papirja odraža vse relevantne informacije, tako javne kot nejavne, pomembne za oblikovanje cene tega vrednostnega papirja, srednje učinkovit, kadar cena odraža vse javno dostopne informacije, in šibko učinkovit, kadar cena vrednostnega papirja odraža le informacije preteklega gibanja cene tega vrednostnega papirja.

Kot že omenjeno, naj po eni izmed oblik hipoteze učinkovitega trga kapitala ne bi bilo mogoče konstantno dosegati presežnih donosov z nakupi delnic podjetji, za katere so domneva, da bodo v kratkem tarča prevzema, brez dostopa do notranjih informacij.

Kot pravi Schwert (1996, str. 161), obstaja več študij v podporo tej navedbi. Za ponazoritev tega izpostavi pomanjkanje dokazov, ki bi v povprečju utemeljevali sposobnost doseganja presežnih donosov s kupovanjem delnic potencialnih prevzemnih tarč.

V nadaljevanju Schwert (1996, str. 162) navaja, da delnice podjetij, katerih prevzem je bil uspešno zaključen, v povprečju zrastejo po dnevu objave prevzemne namere, delnice podjetij, katerih prevzem ni bil uspešno zaključen, pa v povprečju padejo po dnevu objave namere prevzema podjetja.

V kolikor prihodnjega gibanja cen delnic ni mogoče napovedati, korelacija med preteklimi gibanji cen delnic, Schwert se pri tem nanaša na predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja, in kasnejšimi donosi delničarjev ciljnega podjetja ne obstaja. V nasprotnem primeru bi bilo dobičkonosno kupovati delnice podjetji, katerih cena je nedavno porasla.

Slednjemu ne pritrujejo rezultati študije Pounda in Zeckhauserja (1990). Dognala sta, da se je trg učinkovito odzval na objavljene govorice o prevzemih in pravilno ocenil verjetnost, da bo govoricam sledil prevzem podjetja. V povprečju tako ni bilo mogoče realizirati presežnih donosov na podlagi strategije vlaganj delnic podjetij, za katere se je govorilo, da so potencialne tarče prevzema (Pound, Zeckhauser, 1990, str. 307–308).

V tem Schwert (1996, str. 161) vidi potrditev zgoraj navedene teze, da je, z vidika obstoječih delničarjev ciljnega podjetja, porast tečaja delnice ciljnega podjetja v predponudbenem obdobju nepovezan s poponudbenim porastom tečaja te delnice.

1.2.2.3 Veljavnost hipotez predponudbenega porasta tečaja delnice

Več avtorjev je preverjalo veljavnost hipoteze uhajanja informacij³¹ kot tudi veljavnost hipoteze pričakovanja trga³² na porast tečaja delnice v času pred dnevom objave namere prevzema. Rezultati raziskav teh študij so nekonsistentni, tako da ni mogoče potrditi veljavnosti ne prve ne druge hipoteze, ki bi v celoti pojasnila porast tečaja delnice v predponudbenem obdobju. Prav tako pa navedenih hipotez ni mogoče povsem zavrniti (Jabbour et al., 2000, str. 22).

Nezmožnost empiričnih študij, da bi dokončno potrdile eno hipotezo kot edino veljavno, drugo pa zavrnile, tako Hrnčič (2002, str. 12–13), gre iskati v relevantnosti tako ene kot druge hipoteze v pojasnjevanju porasta tečaja delnice ciljnega podjetja v obdobju pred formalno objavo namere prevzema.

Iz rezultatov študije Jabboura in drugih (2000, str. 37) izhaja, da ima trgovanje na podlagi notranjih informacij statistično značilen vpliv na dosežene povprečne presežne donose v

³¹ Keown & Pinkerton, 1981, Eyssell & Arshadi, 1993, Barclay & Warner, 1993.

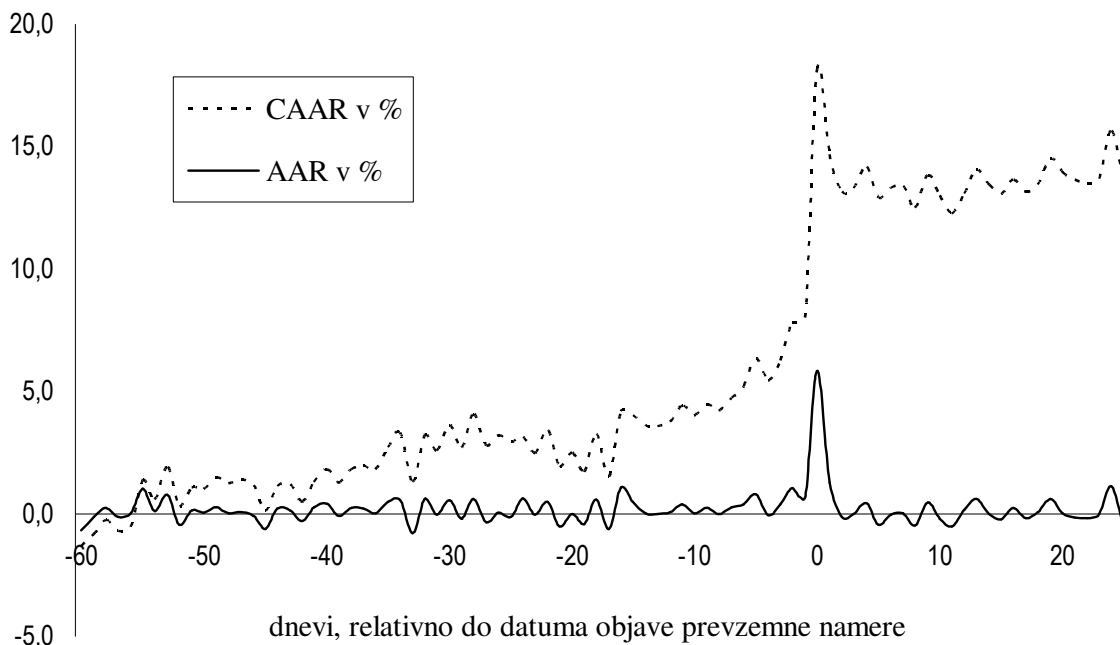
³² Jarrell & Poulsen, 1989, Pound & Zeckhauser, 1990, Gupta & Misra, 1989.

zgodnji fazi predponudbenega obdobja (avtorji se pri tem sklicujejo na rezultate študije v obdobju $T - 57^{33}$ do $T - 12$ dni pred dnevom objave namere prevzema podjetja). Vpliv pričakovanj na dosežene povprečne presežne donose postane statistično značilno, tako Jabbour in drugi (2000, str. 37) mnogo kasneje, t.j. bliže dnevni objave prevzemne ponudbe (avtorji pri tem navajajo obdobje $T - 9$ do $T - 2$ dni pred dnevom objave prevzemne namere), kot pa trgovanje na podlagi notranjih informacij.

Najpomembnejši rezultat izvedene študije prevzemov je ugotovitev, tako Jabbour in drugi (2000, str. 40), da prihaja do pojava serije presežnih donosov dvakrat znotraj predponudbenega obdobja. Prvič se statistično značilni presežni donosi, povezani z dejanskim trgovanjem, pojavijo relativno zgodaj 60–dnevnega predponudbenega obdobja. Druga serija presežnih donosov sovpada z objavo informacij o trgovanju na podlagi notranjih informacij.

Slika 9 podaja prikaz gibanja povprečnih in kumulativnih presežnih donosov okoli dneva objave prevzemne ponudbe na podlagi analize 128 transakcij na področju Kanade izvedenih v letih 1985 do 1995.

Slika 9: Prikaz povprečnih (AAR) in kumulativnih povprečnih presežnih donosov (CAAR) okoli dneva objave prevzemne ponudbe



Vir: Prirejeno po A. R. Jabbourt et al., *Pre-Bid Run-Ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions*, 2000, str. 31–33.

³³ Opredelitev ponazarja obdobje oziroma število dni do nastopa določenega dogodka, v zadevnem primeru dan objave prevzema ciljnega podjetja.

Iz slednjega izhaja, da je drugo serijo statistično značilnih presežnih donosov mogoče pojasniti, ne s trgovanjem na podlagi notranjih informacij, pač pa z obstojem legalnega trga z informacijami o trgovanju v predponudbenem obdobju. Predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja je tako posledica doseženih presežnih donosov v zgodnji fazi predponudbenega obdobja kot tudi doseženih presežnih donosov blizu dneva objave namere prevzema podjetja.

Navedeno pomeni, da tako hipoteza uhajanja informacij kot tudi hipoteza pričakovanja trga pojasnjujeta presežne donose delničarjev ciljne družbe pred dnevom objave namere prevzema. Slednje sovпада z navedbo prejšnjega odstavka o nezmožnosti empiričnih študij dokončne potrditve ene hipoteze, ki bi v zadostni meri sama pojasnjevala presežen porast tečaja delnice ciljnega podjetja v predponudbenem obdobju.

1.2.2.4 Razmerje med predponudbenim in poponudbenim porastom tečaja delnice ciljnega podjetja

Kot ugotavlja Schwert (1996, str. 156), obstajata vsaj dve nasprotujoči si hipotezi o učinku zgodnjega razkritja informacij o nameravanem prevzemu. V primeru dvostranskih pogajanj med prevzemnikom in tarčo morebitnega prevzema bo pri pogajanjih prišlo do realizacije posla le v primeru, ko bo rezervacijska³⁴ cena tarče manjša od prevzemnikove ocene vrednosti ciljnega podjetja. Prevzemnikova ocena vrednosti tarče temelji na v času pogajanj znanih informacijah.

Schwert (1996, str. 156) meni, da v kolikor tako prevzemnik kot ciljno podjetje razpolagata z več informacijami, kot pa jih v danem trenutku odraža cena delnice ciljnega podjetja na trgu, za katere menita, da so neznane drugim udeležencem trga, se tako prevzemnik kot ciljno podjetje ne bosta ozirala na gibanje cene delnice ciljnega podjetja na trgu pred in v času pogajanj o prevzemni ceni. Posledično bo poponudbeni porast tečaja delnice ustrezno zmanjšan za predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja. To ponazarja t.i. substitucijska hipoteza.

Po tej hipotezi je vsak predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja v času pred objavo namere prevzema kompenziran z manjšim porastom tečaja delnice ciljnega podjetja v poponudbenem obdobju v razmerju 1 : 1. Porast tečaja delnice ciljnega podjetja v času pred objavo namere prevzema tako ne vpliva na končno ceno, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati delničarjem ciljnega podjetja.

Temu pritrjujejo Betton in drugi (2008, str. 1), ki pravijo, da predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja odraža pričakovanja o morebitnem prevzemu, ki temeljijo na

³⁴ Rezervacijska cena je opredeljena kot maksimalna cena, ki jo je kupec pripravljen plačati, oziroma kot minimalna cena, ki jo je prodajalec še pripravljen sprejeti za nakup oziroma prodajo blaga ali storitve. V zadevnem primeru je rezervacijska cena predstavljena skozi vidik kupca oziroma prevzemnika.

prevzemniku že znanih informacijah. Predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja tako že vključuje pričakovano prevzemno premijo, zato ponovna presoja ustreznosti ponujene prevzemne premije po objavi prevzemne ponudbe ni potrebna. V kolikor pa prevzemnik ni prepričan o razlogih za porast tečaja delnice ciljnega podjetja v času pogajanj o končni ceni prevzema oziroma obstaja možnost, da je porast tečaja delnice posledica zlorabe notranjih informacij, lahko porast tečaja delnice ciljnega podjetja v predponudbenem obdobju privede do ponovne presoje ocene vrednosti ciljnega podjetja. Schwert (1996, str. 4) ob tem izpostavi primer, ko tako prevzemnik kot tudi ciljno podjetje domnevata, da obstaja še en interesent za prevzem ciljnega podjetja, kar bo povzročilo, da bosta oba udeleženca pogajanj zvišala ponujeno oziroma zahtevano ceno prevzema. Končna cena, ki jo prevzemnik ponudi obstoječim delničarjem ciljnega podjetja, naraste zaradi porasta tečaja v predponudbenem obdobju (Schwert, 1996, str. 156–157).

Betton in drugi (2000, str. 1) pravijo, da se porast tečaja delnice ciljnega podjetja v času pred objavo prevzemne namere v enakem znesku odraža v povečanju končne cene, ki jo prevzemnik ponudi delničarjem ciljnega podjetja. To ponazarja t.i. hipoteza pribitka (angl. *markup pricing hypothesis*). Vendar pa v literaturi ni mogoče zaslediti enotnega stališča glede stroška predponudbenega porasta tečaja delnice ciljnega podjetja za prevzemnika (Hrnčič, 2002, str. 8).

Bris (1998, str. 24) je ugotovil, da predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja zmanjšuje prevzemno premijo, ki je, tako Hrnčič (2002, str. 8) po vsebini enakovredna poponudbenem porastu tečaja. Ugotovitve Brisa sovpadajo s substitucijsko hipotezo. Po drugi strani pa je Schwert (1996, str. 155) našel le malo dokazov o obstoju substitucije med predponudbenim in poponudbenim porastom tečaja delnice ciljnega podjetja. Iz njegove študije tako izhaja, da je premija, ki jo prevzemnik plača obstoječim delničarjem ciljnega podjetja, višja v primeru večjega porasta tečaja delnice ciljnega podjetja v času pred objavo namere prevzema.

V kolikor zloraba notranjih informacij, tako Schwert (1996, str. 155), vodi do predponudbenega porasta tečaja delnice ciljnega podjetja, in prevzemnik in ciljno podjetje ne uspeta odkriti vzroka predponudbenega porasta tečaja, bo strošek prevzema za prevzemnika višji.

1.2.3 Proučevanje prevzemne premije

1.2.3.1 Študija dogodka

Za proučevanje učinkov prevzemov podjetij na vrednost v prevzemu udeležениh podjetij se je v empirični literaturi uveljavila tako imenovana metoda študije dogodka³⁵ (MacKinlay, 1997,

³⁵ V delu se nanašam na študije dogodkov, ki proučujejo učinek na povprečno ceno delnice. V literaturi se sicer pojavlja več vrst študij dogodkov, med drugimi takšne, ki proučujejo varianco donosov (Beaver, 1968, Patell,

str. 13). Kot nadaljuje MacKinley, omenjena metoda meri učinek specifičnega dogodka na vrednost podjetja. Njegovemu mnenju se pridružujeta Khotari in Warner (2006, str. 5), ki študijo dogodka opredelita kot metodo proučevanja vedenja cene delnice okoli specifičnega dogodka – v okviru tega magistrskega dela takšen dogodek ponazarja datum prevzema podjetja oziroma datum prve javne objave prevzema (v nadaljevanju te točke je predstavljena natančnejša obrazložitev te navedbe).

Zgodnja 30–leta prejšnjega stoletja ponazarjajo začetek študije dogodka kot metode proučevanja vpliva specifičnega dogodka na vrednost delnic (Dolley, 1933). V naslednjih 3 desetletjih je stopnja sofisticiranosti študij dogodka precej napredovala in z objavo študij Balla in Browna (1968) in Fama in drugih (1969) dosegla moderno stopnjo preučevanja vpliva dogodka (MacKinlay, 1997, str. 13–14).

Uporabnost študije dogodka izhaja iz dejstva, da velikost ustvarjenih presežnih donosov v času dogodka ponazarja (nepričakovan) učinek te vrste dogodka na premoženje upravičencev. S študijami dogodka, ki se osredotočajo na učinek objave v kratkem časovnem horizontu okoli specifičnega dogodka, tako pridobimo dokaze, ki so bistvenega pomena za razumevanje odločitev podjetij (Khotari & Warner, 2006, str. 5).

MacKinlay (1997, str. 13) uporabnost študij dogodka vidi v dejstvu, da se učinek dogodka takoj odrazi v ceni vrednostnega papirja. Pri tem se sklicuje na predpostavko racionalnosti trga, kar lahko, kot podaja Hrnčič (2002, str. 3), povežemo s predpostavko vsaj srednje močne različice hipoteze učinkovitosti trga. Tržna cena navadne delnice odraža vse javno razpoložljive informacije, kot je npr. objava ponudbe za prevzem (Halpern, 1983, str. 298).

Zgodnje študije dogodka prevzemov (Mandelker, 1974, Ellert, 1976, Langetieg, 1978) uporabljajo dejanski datum prevzema ciljne družbe kot datum dogodka. Pričakovani cenovni učinki se sicer zgodijo pred ali na dan objave prevzema in ker je dan objave prevzema pred dnevom, ki so ga zgodnje študije prevzemov opredelile kot presečni datum, je identifikacija sprememb cen vrednostnih papirjev zaradi nastopa prevzema težja (Dodd & Ruback, 1977).

Kasnejše študije za preučevanju učinkov prevzema na ceno vrednostnega papirja kot datum dogodka opredelijo datum prve javne objave prevzema (Jensen & Ruback, 1983, str. 11).

V sklopu analize prevzemnih premij je kot datum dogodka opredeljen datum prve javne objave prevzema oziroma datum objave prevzemne namere. Analiza prevzemne premije se torej nanaša na čas okoli dneva prve javne objave namere prevzema podjetja. V nadaljevanju je podanih nekaj primerov študij dogodka, kjer je predmet obravnave presežna donosnost v prevzemu udeleženih družb. Posebna pozornost teh študij gre presežni donosnosti, ki so jo

1976), volumen trgovanja (Beaver, 1968, Campbell & Wasley, 1996), operativno učinkovitost (Barber & Lyon, 1996) in druge.

deležni delničarji ciljnih družb. Ena izmed tovrstnih študij je tudi podlaga temu magistrskemu delu.

1.2.3.2 Pretekle študije dogodkov

V prejšnjih točkah so bile že izpostavljene nekatere študije dogodkov. Ta del magistrskega dela je namenjen okvirni predstavitvi velikosti doseženih premij preteklih študij dogodkov.

V uvodu magistrskega dela sem povzel navedbe Martynove in Rennebooga (2008, str. 9), da gre pri prevzemih levji delež koristi delničarjem ciljnih družb. Vrsta empiričnih raziskav potrjuje te navedbe. Iz študije Jarrella in Poulsena (1987) transakcij v obdobju 1962 do 1985 izhaja, da je prevzemna premija v povprečju znašala 19 odstotkov v 60–ih letih prejšnjega stoletja, 35 odstotkov v 70–ih, v obdobju 1980 – 1985 pa je ta v povprečju znašala 30 odstotkov. Izsledki njune raziskave so konsistentni z rezultati študije Jensena in Rubacka (1983), kjer povzemata rezultate 13 študij prevzemov v letih 1977 do 1983. Na podlagi izsledkov teh raziskav Jensen in Ruback (1983, str. 7–8) trdita, da so delničarji ciljnega podjetja deležni presežnih donosov v obdobju dveh mesecev v času okoli prevzema. Doseženi presežni donosi iz teh raziskav segajo od 16,9 odstotka do 34,1 odstotka, povprečje presežnih donosov iz teh raziskav pa je pri uspešnih prevzemih 29,1 odstotka. Do podobnih rezultatov sta s študijo prevzemov s finančnim vzvodom in študijo umikov delnic z organiziranega trga vrednostnih papirjev³⁶ prišla Lehn in Poulsen (1987). Presežna donosnost iz njune raziskave je za obdobje 1980 do 1984 znašala v povprečju 21 odstotkov.

Aktualnejša študija dogodka je raziskava Gondhalekara in drugih (2004), ki je tudi idejna podlaga tega magistrskega dela. Raziskava je narejena na vzorcu 703 *cash-only* transakcij v letih 1973 do 1999. Izključene so transakcije, ki vključujejo lastniške, dolžniške ali druge nadomestne vrednostne papirje v zameno za delnice obstoječih delničarjev. Avtorji se tako izognejo dilemam, ki lahko zameglijo resnično velikost prevzemne premije.

Kot omenjeno že v uvodu magistrskega dela, Travlos (1987, str. 3) glede tega izpostavlja dve dilemi, povezani z uporabo nadomestnih vrednostnih papirjev za izvedbo prevzema. Prva se nanaša na morebitno precenjenost nadomestnih vrednostnih papirjev v zameno za delnice ciljnega podjetja, druga dilema pa je povezana z motivom prevzemnika po spremembi kapitalske strukture podjetja. Prednost analize denarnih transakcij je, da je cena, in s tem prevzemna premija, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati za delnice ciljnega podjetja, jasna in transakcija ni dodatno zapletena s težnjo prevzemnika po spremembi kapitalske strukture podjetja.

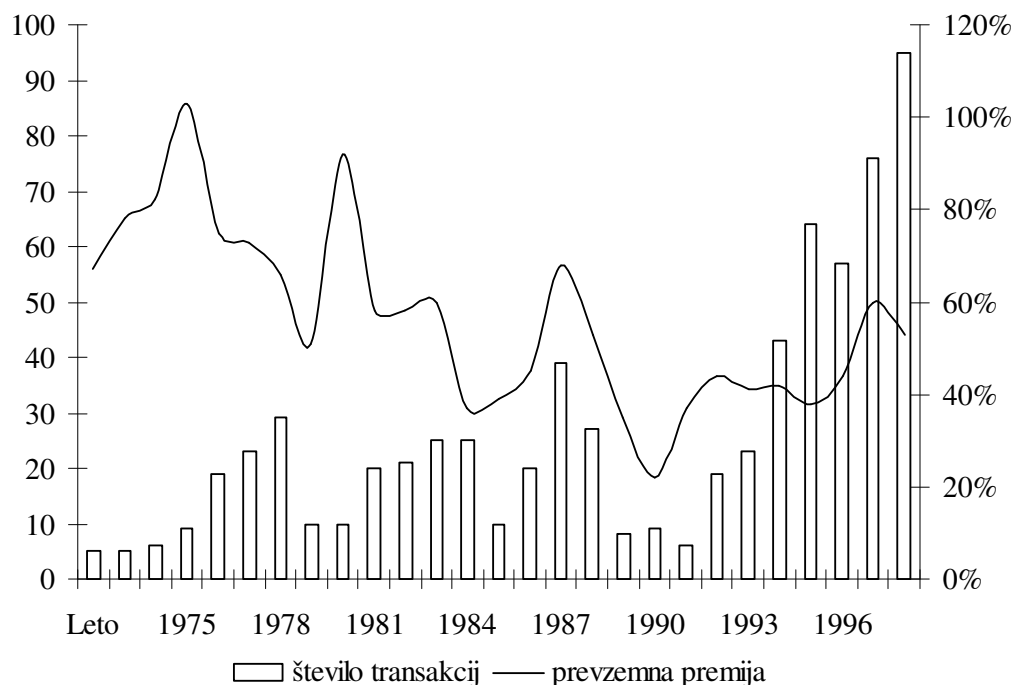
V enem izmed prejšnjih poglavij so bile predstavljene ugotovitve Schwerta (1996), iz katerih izhaja, da pride do porasta cene delnice ciljnega podjetja že v času pred formalno objavo prevzema, v tako imenovanem predponudbenem obdobju. Gondhalekar in drugi (2004, str.

³⁶ Prevod angleškega izraza »going private transaction«.

736) zato prevzemno premijo merijo od $T - 40$ dni glede na prvo javno objavo prevzema. Tovrstna opredelitev načina merjenja prevzemne premije je tudi podlaga lastni analizi prevzemnih premij. Velikost doseženih prevzemnih premij je sicer v okviru lastne analize prevzemnih premij izračunana glede na izbrano obdobje pred dnevom objave prevzemne namere.

Slika 10 ponazarja gibanje prevzemne premije v analizi zajetih transakcij Gondhalekarja in drugih. Predstavljene prevzemne premije predstavljajo povprečne prevzemne premije v posameznem letu. Dosežene prevzemne premije se gibljejo med 103 odstotki leta 1976, kar predstavlja maksimalno doseženo povprečno prevzemno premijo na letni ravni, in 22 odstotki leta 1991, kar predstavlja najnižjo doseženo povprečno prevzemno na letni ravni znotraj proučevanega obdobja.

Slika 10: »Denarne« prevzemne premije v obdobju 1973–1999



Vir: Prirejeno po V. B. Gondhalekar in drugi, *The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Takeover Premia*, 2004, str.736.

Tabela 2 predstavlja velikost prevzemne premije znotraj posamezne deкаде kot tudi znotraj celotnega proučevanega obdobja. Povprečje (mediana) prevzemne premije v obdobju 1973 do 1999 znaša 53 (47) odstotkov. Opaziti je upad, tako povprečja kot tudi mediane, prevzemne premije v proučevanem obdobju. Povprečna prevzemna premija prve deкаде proučevanega obdobja je dosegla 74 odstotkov, v zadnji dekadici pa je ta znašala le še 53 odstotkov. Mediana prevzemne premije kaže isto podobo. Iz doseženih 65 odstotkov iz prve deкаде proučevanega

obdobja ta upade na 47 odstotkov, kolikor je znašala mediana prevzemne premije zadnje dekade proučevanega obdobja.

Podatki kažejo na padajoč trend povprečne prevzemne premije od začetka proučevanega obdobja pa vse do leta 1989. Upad znaša okoli 2 odstotka letno. Proti koncu zadnje dekade je sicer zaznati 3–odstoten porast povprečne prevzemne premije na leto. Gondhalekar in drugi (2004, str. 735) kot razlog porasta povprečne prevzemne premije v 90–ih letih prejšnjega stoletja omenjajo podjetniški optimizem in internetni mehurček³⁷ 90–ih let prejšnjega tisočletja.

Tabela 2: Deskriptivna statistika prevzemne premije (v %) po dekadah

Centil	1973 – 1979	1980 – 1989	1990 – 1999	1973 – 1999
95%	179	131	122	134
75%	104	75	66	73
25%	32	21	19	20
10%	15	8	4	7
5%	3	3	–8	–3
povprečje	74	56	47	53
mediana	65	50	42	47
modus	27	17	50	50
število transakcij	96	207	400	703

Vir: Prirejeno po V. B. Gondhalekar in drugi, 2004, The Price of Corporate Acquisitions, str. 736.

Predstavljena raziskava Gondhalekarja in drugih zajema sicer daljše obdobje kot pa lastna analiza prevzemnih premij in kot takšna vključuje tudi bolj ali manj turbulentna obdobja prevzemne aktivnosti. Četudi lastna analiza prevzemnih premij ni neposredno primerljiva z navedeno študijo ne z vidika zajetega časovnega obdobja kot tudi ne z vidika območja nastanka proučevanih transakcij, pa v lastno analizo zajete transakcije vključujejo obdobje od zaključka samoregulacije akterjev prevzemnega dogajanja. Primerjava rezultatov lastne analize prevzemne premije z začetka izbranega obdobja z rezultati s konca obdobja kot tudi gibanje prevzemnih premij znotraj izbranega horizonta bo pokazala, ali so rezultati lastne analize prevzemnih premij konsistentni z rezultati omenjene raziskave.

Vpliv dejavnikov na prevzemno premijo – determinante prevzemne premije

Gondhalekar in drugi (2004) so v analizo prevzemnih premij vključili proučevanje dejavnikov, determinant, doseženih prevzemnih premij. Pri tem so se osredotočili na

³⁷ Izraz ponazarja prevod angleškega izraza »dot.com bubble«.

dejavnike tako prevzemnega kot tudi ciljnega podjetja. Ugotovili so, da so podjetja z nizkimi P/BV^{38} koeficienti in visokim prostim denarnim tokom pripravljena plačati višjo prevzemno premijo delničarjem ciljnega podjetja. Ta ja v povprečju znašala 58 odstotkov. Prevzemna premija pri drugi skupini podjetij je v povprečju znašala le 39 odstotkov. Ti rezultati so konsistentni z rezultati študije Langa in drugih (1989, str. 152, 1991, str. 334), da notranje investicijske priložnosti in prosti denarni tok prevzemnika vplivajo na premijo, ki jo je ta pripravljen plačati delničarjem ciljnega podjetja.

Gondhalekar in drugih (2004, str. 736–739) so identificirali več determinant prevzemne premije. Ugotovljeno je bilo, da je prevzemna premija za podjetje, ki deluje v isti panogi kot prevzemno podjetje, v povprečju višja od premije, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati za podjetje, ki deluje v drugi panogi. Ena izmed ugotovitev omenjene študije je tudi ta, da obstaja negativna korelacija med relativno velikostjo ciljnega podjetja in višino prevzemne premije. Avtorji raziskave to utemeljujejo z enostavnejšo integracijo manjšega podjetja v operacije prevzemnika in posledično je lahko premija, ki si jo prevzemnik lahko privošči za takšno podjetje, višja. Avtorji raziskave so tudi ugotovili, da število ponudnikov vpliva na višino prevzemne premije. Ta ugotovitev niti ni presenetljiva, saj se, v kolikor obstaja več interesentov za isto podjetje, ti spustijo v cenovno vojno za pridobitev lastništva nad ciljnim podjetjem (Gondhalekar et al., 2004, str. 739).

Iz empiričnih študij izhaja vrsta drugih dejavnikov, ki vplivajo na višino prevzemne premije. Gaughan (1999, str. 127) ugotavlja, da je prevzemna premija deloma pogojena s koristmi, katere si od prevzema obeta prevzemnik. Velikost prevzemne premije tako določajo dejavniki, kot so potencial rasti ciljnega podjetja, dobičkonosnost ciljnega podjetja in strateško ujemanje prevzemnika in ciljnega podjetja. Ta pristop k določanju determinant prevzemnih premij, kot ugotavljajo Gondhalekar in drugi (2004, str. 735), postavlja v ospredje ekonomske koristi prevzema.

Iz prej omenjenih študij Langa in drugih (1989, 1991) izhaja, da na višino prevzemne premije vplivajo tudi dejavniki problema agentov, katere je potrebno presoati skupaj s Jensenovo hipotezo prostih denarnih tokov (1986a). Ta namreč trdi, da obstaja večja verjetnost, da se managerji z dostopom do prostih denarnih tokov odločajo za strategijo rasti sredstev pod njihovim nadzorom in manjša verjetnost za zasledovanje strategije rasti vrednosti podjetja, ki ga vodijo. Razlog za tovrstno ravnanje je namreč povezan s koristmi, ki jih uživajo managerji podjetja. Te so namreč povezane z velikostjo podjetja oziroma sredstev v upravljanju.

V empirični literaturi se sicer pojavljajo še druge determinante prevzemne premije, ki vključujejo značilnosti tako prevzemnega kot ciljnega podjetja kot tudi značilnosti same transakcije, pojavljajo pa se tudi determinante, ki jih je mogoče povezati z motivi v prevzem vpletenih interesnih skupin. Opredelitev in analiza vpliva omenjenih determinant presegajo

³⁸ Količnik za ponazoritev razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala podjetja.

okvire tega magistrskega dela, podrobnejša opredelitev determinant, ki so zajeta v lastno analizo prevzemih premij, pa je podana v nadaljevanju tega poglavja.

Delovanje v isti dejavnosti

Delovanje v isti dejavnosti lahko opredelimo kot povezovanje podjetij, ki delujejo na istih trgih in v istih industrijah (Homberg et al., 2009, str. 81). Temeljna ideja povezovanja podjetij znotraj iste dejavnosti je doseganje sinergij med v prevzemu udeleženih podjetij. Pričakujemo lahko, da je sposobnost doseganja pričakovanih sinergij največja pri prevzemih podjetij znotraj panoge prevzemnika (Healy et al., 1997, str. 45). To lahko utemeljimo s prevzemnikovim poznavanjem področja delovanja ciljnega podjetja. Flanagan in O'Shaughnessy (2003, str. 575) izhajata iz domneve, da management prevzemnika dobro razume delovanje ciljnega podjetja, ki deluje v isti panogi kot podjetja, kot podjetje, ki ga upravlja.

Singh in Montgomery (1987, str. 378) pravita, da poznavanje področja delovanja ciljnega podjetja omogoča bolj realistično oceno pričakovanih sinergij povezovanja podjetij. Prav tako pa lahko pričakujemo, da povezovanje podjetji znotraj iste panoge zmanjšuje število konkurentov in povečuje tržno moč združenega podjetja.

Prevzemi podjetij znotraj panoge bi tako morali v povprečju omogočati večje možnosti za realizacijo pričakovanih koristi povezovanja v prevzemu udeleženih podjetij kot pa v primeru povezovanja podjetji zunaj panoge. Obseg pričakovanih koristi prevzemnika je zatorej neposredno povezan s ceno, ki jo je ta pripravljen plačati za možnost koriščenja pričakovanih koristi. Pričakujem torej lahko, da bodo prevzemne premije v povprečju višje, ko gre za povezovanje med podjetji znotraj iste panoge, oziroma bodo te v povprečju nižje, ko gre za povezovanje podjetji iz različnih dejavnosti.

Rezultati študije Flanagan in O'Shaughnessy (2003, str. 575–576) potrjujejo zgornje navedbe, pri čemer avtorja študijo prevzemnih premij razširita na prevzeme podjetij iz povezanih³⁹ in ne zgolj istih dejavnosti. Iz njune študije izhaja, da so prevzemne premije 12 odstotnih točk višje pri prevzemih podjetij iz povezanih dejavnosti.

H1: Prevzemna premija bo višja, v kolikor prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v isti dejavnosti

Ta hipoteza temelji na domnevi, da je višina prevzemne premije pozitivno povezana s sposobnostjo doseganja sinergij med prevzemnikom in ciljnim podjetjem in da obstaja večja verjetnost doseganja slednjih, v kolikor v prevzemu udeleženi podjetji delujeta v isti

³⁹ Šarc Majdič (2007, str. 36) delovanje v povezanih dejavnosti opredeli kot delovanje v dejavnostih, katerih proizvodi ali storitve so si sorodne ali istega tipa, delovanje v dejavnostih, ki zahtevajo enak način proizvodnje, oziroma kot delovanje v dejavnostih, kjer so proizvodi enega podjetja vhodni materiali drugega.

dejavnosti. Povezovanje podjetij znotraj iste dejavnosti bi tako moralo v povprečju omogočati večje možnosti za realizacijo pričakovanih koristi med udeleženci prevzema kot pa v primeru povezovanja podjetij iz različnih dejavnosti. Pričakujem torej lahko, da bodo prevzemne premije v povprečju višje, ko gre za povezovanje med podjetji znotraj iste dejavnosti, oziroma bodo te v povprečju nižje, ko gre za povezovanje podjetji iz različnih dejavnosti.

Začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju

Prevzemnik, ki se pripravlja na prevzem ciljnega podjetja, razpolaga z le njemu znanimi informacijami o nastopu dogodka, kateri lahko ima precejšen vpliv na porast cene delnic ciljnega podjetja. Upošteva je možen porast cene po objavi informacije o nameravanem prevzemu podjetja je nakup dela delnic ciljnega podjetja pred objavo namere prevzema vsekakor utemeljen. Ta argument izhaja iz študije začetnega lastništva Bettonove in drugih (2005, str. 1).

Četudi iz klasične ekonomske teorije izhaja, da naj bi racionalni prevzemnik pridobil v času pred objavo informacije o nameravanem prevzemu, največji še dovoljeni⁴⁰ delež lastništva ciljnega podjetja, iz rezultatov empiričnih študij izhaja, da v realnem svetu temu, v povprečju, ni vedno tako. Tako npr. iz študij Bradleya in drugih (1988), Stulza in drugih (1990), Jenningsa in Mazzeota (1993) in Bettona in Eckba (2000) izhaja, da ima večina prevzemnikov v času objave informacije o nameravanem prevzemu v lasti manj kot 5–odstotni delež ciljnega podjetja, nekateri prevzemniki pa v času objave prevzemne namere nimajo v času nobene delnice ciljnega podjetja. Rezultati teh raziskav nasprotujejo večini teoretičnih razprav, ki zagovarjajo smiselnost pridobitve največjega še dopustnega deleža lastništva v ciljnem podjetju pred javnim razkritjem te informacije (Bris, 1998, str. 26).

Začetno lastništvo delnic ciljnega podjetja pred objavo namere prevzema podjetja, v kasnejšem procesu prevzema ciljnega podjetja služi kot neke vrste opora, zato se je v anglosaksonski literaturi zanj oprijel izraz *toehold* (Hrnčič, 2002, str. 23), znižuje število delnic, za katere bi sicer moral prevzemnik plačati prevzemno premijo (Betton et al., 2008, str. 35). Poleg tega pa mora prevzemnik, ki ima v času pred objavo namere prevzema že v lasti določen delež delnic ciljnega podjetja, za prevzem nadzora nad upravljanjem ciljnega podjetja, v postopku prevzema pridobiti manjše število delnic.

Začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju neposredno vpliva na pogajalsko moč prevzemnika (Majdič, 2007, str. 38), vpliva pa tudi na položaj delničarjev ciljnega podjetja. Višji ko je delež začetnega lastništva prevzemnika v času pred objavo informacije o nameravanem prevzemu, nižja je pogajalska moč delničarjev ciljnega podjetja, nižja je premija, ki si jo lahko delničarji ciljnega podjetja ometajo ob prevzemu.

⁴⁰ Zakonsko določeni prag lastništva, pri katerem se zahteva razkritje relevantnih informacij v zvezi s pridobitvijo delnic ciljnega podjetja javnosti, je odvisen od zakonodaje posamezne države.

Zgornja domneva je bila potrjena s študijo Walkinga in Edmisterja (1985, str. 34), iz katere izhaja negativna povezava med začetnim lastništvom prevzemnika v ciljnem podjetju in prevzemno premijo. Večje kot je lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju v času pred objavo informacije o nameravanem prevzemu, nižja je prevzemna premija, do katere so upravičeni delničarji ciljnega podjetja. Enak odnos med začetnim lastništvom prevzemnika v ciljnem podjetju in prevzemno premijo izhaja iz rezultatov študije Brisa (2002, str. 243).

V zgornjem odstavku podana razlaga negativne povezave med začetnim lastništvom prevzemnika v ciljnem podjetju in prevzemno premijo, ki manjšo prevzemno premijo povezuje z večjo (manjšo) pogajalsko močjo prevzemnika (delničarjev ciljnega podjetja), ni edina možna razlaga negativne povezave med začetnim lastništvom prevzemnika v ciljnem podjetju in prevzemno premijo.

V kolikor izhajam iz domneve, da večji nakupi delnic ciljnega podjetja ne ostanejo neopaženi in je s tem razkrit namen prevzema ciljnega podjetja s strani prevzemnika, se učinek morebitnega prevzema na ceno delnice ciljnega podjetja, v skladu s hipotezo učinkovitega trga kapitala, vgradi v ceno delnice na borznem trgu. Za pričakovati je, da je najvišja cena, ki jo je prevzemnik pripravljen ponuditi delničarjem ciljnega podjetja za preostale delnice ciljnega podjetja v njihovi lasti, določena z višino pričakovanih koristi od prevzema in je tako neodvisna od njene trenutne tržne vrednosti.

Dvig cene delnice v času pred objavo informacije o nameravanem prevzemu zmanjšuje razliko med trenutno tržno ceno delnice ciljnega podjetja in ceno, ki jo je za preostale delnice ciljnega podjetja pripravljen plačati prevzemnik (Bris, 1998, str. 27, Hrnčič, 2002, str. 30–31). Prevzemna premija je torej manjša, kot pa bi lahko bila, v kolikor prevzemnik ne bi pridobil začetnega lastništva v ciljnem podjetju oziroma njegovi nakupi delnic ciljnega podjetja ne bi bili opaženi.

H2: Prevzemna premija bo nižja pri večjem deležu lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pred objavo namere prevzema

Ta hipoteza temelji na domnevi, da čim višji je delež lastništva potencialnega prevzemnika v času pred objavo prevzema, toliko manjši delež lastništva je potrebno pridobiti v času trajanja prevzemne ponudbe in zato je manjša pogajalska moč obstoječih delničarjev ciljnega podjetja in posledično manjša prevzemna premija.

Primerjava razlik v doseženi prevzemni premiji je narejena na primerjavi višine prevzemnih premij transakcij, pri katerih delež lastništva prevzemnika na dan objave namere prevzema dosega povprečni delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju, s prevzemnimi premijami transakcij, pri katerih lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju na zadevni datum ne dosega povprečnega deleža.

Uspešnost ciljnega podjetja pred objavo prevzema

Sposobnost prevzemnika, da s ciljnim podjetjem upravlja bolje od obstoječih lastnikov, lahko vpliva na višino prevzemne premije. Študija prevzemne premije v povezavi z uspešnostjo ciljnega podjetja je bila predmet raziskave Langa in drugih (1989) in Servaes (1991). Obe študiji uporabljata Tobinov Q kot merilo uspešnosti podjetja pred objavo prevzema.

Iz rezultatov študije Langa in drugih (1989, str. 148–150) izhaja razlika 11 odstotnih točk v doseženih kumulativnih presežnih donosih ciljnega podjetja pri prevzemih podjetij z nizkim q količnikom v primerjavi s prevzemi podjetij, katerih količnik presega vrednost 1. Ta rezultat avtorji študije argumentirajo z možnostjo doseganja večjih koristi pri manj uspešnih podjetjih. Predpostavka pri tem je, da ciljna podjetja z visokim količnikom q niso podjetja, katerih porast vrednosti ni rezultat pričakovanj prevzema podjetja.

Do podobnih rezultatov je prišel Servaes (1991, str. 415). Kumulativni presežni donos ciljnih podjetij z nizkim q količnikom v povprečju znaša 32 odstotkov v primerjavi z doseženimi kumulativnimi presežnimi donosi v višini 13 odstotkov pri podjetjih s q količnikom, katerega vrednost presega vrednost 1. Podobno kot prej Lang in drugi tudi Servaes argumentira dobljene rezultate študije z možnostjo doseganja večjih sinergij pri manj uspešnih ciljnih podjetjih.

Bugeja in Walter (1995) v svoji študiji determinant prevzemne premije namesto Tobinovega Q faktorja uporabita presežno donosnost kot merilo uspešnosti ciljnega podjetja. V lastni analizi prevzemnih premij uporabljam slednje merilo za določitev relativne uspešnosti ciljnega podjetja.

H3: Prevzemna premija bo višja, čim slabša je bila poslovna uspešnost ciljnega podjetja pred objavo prevzema

Hipoteza temelji na domnevi, da je odstranitev neučinkovitega managementa eden izmed motivov prevzema podjetja in da se uspešnost oziroma neuspešnost poslovanja izrazi v ceni delnic ciljnega podjetja. Na podlagi tega je za pričakovati negativno korelacijo med prevzemno premijo in uspešnostjo ciljnega podjetja pred objavo prevzema.

Za ponazoritev uspešnosti poslovanja ciljnega podjetja v času pred objavo prevzema uporabljam primerjavo donosnosti delnice ciljnega podjetja v relevantnem obdobju z donosnostjo indeksa DAX⁴¹.

Primerjava razlik v doseženi prevzemni premiji je narejena na primerjavi višine prevzemnih premij transakcij, pri katerih donosnost delnic ciljnega podjetja dosega oziroma presega

⁴¹ Nemški borzni indeks (nem. *Deutscher Aktien Index*).

donosnost izbranega indeksa, s transakcijami, pri katerih donosnost ciljnega podjetja ne dosega donosnosti izbranega indeksa.

2 PREVZEMI V NEMČIJI

V naslednjem poglavju pripravljena analiza se nanaša na analizo prevzemnih premij transakcij v obdobju 2002 do 2010. Izbrano obdobje, kot že omenjeno v uvodu magistrskega dela, sovpada s sprejetjem veljavnosti zakona, ki ureja področje prevzemov v Nemčiji.

To poglavje služi okvirni predstavitvi področja prevzemov, prevzemne zakonodaje in prevzemnega dogajanja Nemčije znotraj proučevanega obdobja.

2.1 Prevzemna zakonodaja

Nemčija vse do leta 2002 ni imela urejene prevzemne zakonodaje. Zakon, ki ureja področje prevzemov v Nemčiji (nem. *Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen*⁴²) (v nadaljevanju: WpÜG⁴³ ali Nemški zakon o prevzemih), je z dnem 1. januarjem 2002 nadomestil tedaj veljavni Kodeks o prevzemih⁴⁴ (nem. *Übernahmekodex*) (v nadaljevanju: Kodeks), ki je bolj ali manj uspešno urejal ravnanje akterjev prevzemnega dogajanja. Omenjen Kodeks je združeval skupek določil, pripravljenih s strani nemške ekspertne komisije za borzne zadeve (nem. *Börsensachverständigenkommission*) in v veljavi od leta 1995 dalje, katera pa niso imela zakonske veljave. Določila Kodeksa so bila zavezujoča le za podjetja, ki so Kodeks sprejela. Prevzem Kodeksa je bil prostovoljne narave. Upošteva vse kotirajoča podjetja je delež podjetij, ki so Kodeks sprejela, znašal okoli 50 odstotkov. Upošteva zahtevo po prevzemu Kodeksa za uvrstitev podjetij na Novi trg (nem. *Neumarkt*) ali SMAX trg, je torej znašala kvota podjetij v drugih segmentih borznega trga pod 50 odstotki (Blättche & Götz, 2002, str. 600).

Prostovoljna izbira uporabe določb in nezadostna razširjenost Kodeksa med kotirajočimi podjetji sta bili le dve izmed kritik samoregulacije prevzemov Nemčije. Širši konsenz in politična volja za uveljavitev zavezujočih določil na področju prevzemov se je pojavila šele po prevzemu nemške družbe Mannesman AG s strani angleškega rivala Vodafon plc v letu 1999/2000 (Baum, 2006, str. 64). Za razliko od Kodeksa, ki se je nanašal zgolj na posamezne aspekte prevzemne ponudbe, določbe WpÜG–ja natančno opredeljujejo področje prevzemov, še posebej natančno je opredeljen celoten postopek prevzema, način in višina nadomestila delničarjem ciljne družbe kot tudi priprava ponudbe dokumentacije.

⁴² Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG, Ur. l. Zvezne republike Nemčije št. 72/2001, str. 3822).

⁴³ V praksi se uporablja skrajšana oblika poimenovanja zadevnega zakona (nem. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*) oziroma kratica WpÜG.

⁴⁴ Podrobneje o določilih Kodeksa v Jörn, 2000.

Slika 11: Primerjava pravnih okvirjev prevzemne ureditve

	Kodeks o prevzemih	Zakon o prevzemih (WpÜG)
Okvir	Prostovoljno priznanje veljavnosti (približno 50 odstotkov kotirajočih delniških družb)	Prevzemnik: pravno zavezujoče za vsako naravno in pravno osebo Cilj: pravno zavezujoče za vsako kotirajočo delniško družbo Način: za vsako javno ponudbo
Obvezna ponudba	Pridobitev nadzora: materialno opredeljeno kot pridobitev večine na skupščini delničarjev	Pridobitev nadzora: formalno opredeljena kot pridobitev 30 odstotkov glasovalnih pravic
Čas	Takoj po pridobitvi nadzora	Takoj po pridobitvi 30-odstotnega deleža glasovalnih pravic
Cena	Primerno razmerje do največjega borznega tečaja zadnjih 3 mesecev pred pridobitvijo nadzora	Pri določitvi nadomestila je potrebno upoštevati tehtano povprečje borznega tečaja zadnjih 3 mesecev pred objavo prevzemne namere / pridobitve kontrole in največjo ceno za nakup paketa delnic v obdobju 3 mesecev pred objavo namere
Način plačila	V gotovini oziroma vrednostnih papirjih	Obvezno v gotovini oz. v likvidnih delnicah z glasovalno pravico. Pogojno možno plačilo tudi z drugimi vrednostnimi papirji. Obvezno z denarjem v primeru pridobitve vsaj 5-ih odstotkov z denarjem v 3 mesecih pred ponudbo
Rok sprejema	28 – 60 dni	4 – 10 tednov
Doplačilo razlike v ceni	Vsaj v roku 12 mesecev po prevzemu	V roku 1 leta po prevzemu
Finančne garancije	Niso potrebne	Finančna institucija jamči za izvedbo plačila

Vir: Prirejeno po W. Blättchen in A. Götz, *Übernahmen börsennotierter Unternehmen in Deutschland im ersten Halbjahr 2002*, str. 660–661.

Očitno razliko med omenjenim Kodeksom in WpÜG-jem je mogoče najti v možnosti sankcioniranja kršitev prevzemne zakonodaje. Za razliko od Kodeksa, ki regulatorju finančnih storitev, BaFin-u, ni omogočal izrekanja sankcij pri neustreznih ponudbah, je zakonodajalec z uveljavitvijo WpÜG regulatorju omogoča širok nabor instrumentov za sankcioniranje kršitev prevzemne zakonodaje (Blättchen & Götz, 2002, str. 661).

2.1.1 Nemški zakon o prevzemih

2.1.1.1 Zgodovina zakona

Kot podaja Bimberg (2009, str. 29), predstavlja Nemški zakon o prevzemih, WpÜG, na nek način zaključek propadlega poizkusa samoregulacije prevzemov podjetij s Kodeksom standardov, ki bi uravnaval ravnanje akterjev prevzemnega dogajanja pri prevzemih podjetij v Nemčiji. Omenjen Kodeks ni bil pravno zavezujoč. To dejstvo se je odražalo v majhnem številu javnih prevzemnih ponudb v Nemčiji vse do konca 1990-ih.

Že v 1970-ih letih, tako Bimberg (2009, str. 29) se je pojavila težnja po vzpostavitvi standardov, ki bi podrobneje urejali to področje. Januarja 1979-ega leta se je ta težnja odrazila skozi objavo vodil pri prevzemih podjetij s strani ekspertne skupine za borzne zadeve, vendar pa omenjena vodila zaradi pomanjkanja možnih instrumentov sankcioniranja kršitev nikoli niso dosegle posebne veljave.

Sredi 1980-ih je vprašanje ureditve prevzemnega dogajanja ponovno prišlo v ospredje kot posledica medijsko odmevnih poskusov prevzemov. Diskusija, ki je sledila, je vodila v prenovo vodil, katere rezultat je bil nemški kodeks o prevzemih (Kodeks), ki je vstopil v veljavo z dnem 1. oktobra 1995.

V letu 1998 je bil Kodeks še nekoliko dopolnjen. Vendar pa enako kot vodila tudi Kodeks ni temeljil na zakonskih določilih, pač pa na principu samoregulacije. Kodek je temeljil na načelu enakosti z uvedbo obvezne prevzemne ponudbe v primeru prekoračitve 50-odstotnega deleža glasovalnih pravic v podjetju in zasledoval cilj izboljšanja transparentnosti prevzemnega dogajanja z obveznostjo razkritja relevantnih informacij in prepovedjo borznih manipulacij. Določila Kodeksa so veljala za vsa podjetja, s sedežem v Nemčiji, ki so kotirala na organiziranem ali prostem trgu, pripoznanje Kodeksa pa je tudi bil predpogoj za sprejem kotacije delnic na Novi trgi (nem. *der Neue Markt*). Vendar pa Kodeks v smislu samoregulacije akterjev prevzemnega dogajanja nikoli ni resnično zaživel. V primeru neupoštevanja določil Kodeksa ni bilo sproženih nobenih konkretnjših sankcij proti kršiteljem (Bimberg, 2009, str. 30).

Po prevzemu družbe Thyssen AG s strani družbe Krupp-Hoesch AG je vprašanje zakonske regulacije prevzemov sicer ponovno prišlo v ospredje, vendar pa diskusija, tako Bimberg (2009, str. 30), ki je sledila, ni privedla do zakonske ureditve področja prevzemov v Nemčiji.

Šele po prevzemu družbe Mannesmann AG je v začetku leta 2000 prišlo do premikov v smeri zakonske ureditve področja prevzemov. S strani Zveznega ministrstva za finance (nem. *Bundesfinanzministerium*) (v nadaljevanju: Ministrstvo) imenovana ekspertna skupina je izpostavila temeljna izhodišča, ki so bila s strani Ministrstva objavljena meseca maja 2000. 11. julija 2001 je sledil sprejem vladnega osnutka. Nemški parlament (nem. *Bundestag*) je šele po 3. branju WpÜG potrdil kot zakon, ki ureja področje javnih ponudb za prevzem vrednostnih papirjev in prevzeme podjetij. WpÜG je bil dne 22. novembra 2001–ega leta objavljen v uradnem listu in vstopil v veljavo s 1. januarjem 2002 (Bimberg, 2009, str. 31).

Leta 2006 je bil WpÜG prilagojen Prezemni direktivi, leta 2007 deloma spremenjen v okviru prilagoditev Direktivi o transparentnosti (nem. *Transparenzrichtlinie*), leta 2008 pa modificiran v okviru določil Zakona o omejitvi tveganj (nem. *Risikobegrenzungsgesetz*).

WpÜG ne vključuje vseh norm, ki jih je potrebno upoštevati pri objavi ponudbe za prevzem vrednostnih papirjev ali pri obvezni prevzemni ponudbi. Podrobnejša določila so zajeta v 6 uredbah, ki so bila sprejeta v letu sprejema zakona samega oziroma nekoliko kasneje, kot je podano v nadaljevanju, in sicer (Lennenbach, 2009, str. 1585):

- v Uredbi o vsebini ponudbe, nadomestilu pri ponudbi za prevzem in obvezni ponudbi ter izjemi javne objave in oddaje ponudbe (nem. *Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots – WpÜG–Angebotsverordnung*);
- v Uredbi o posvetovalnem telesu, o postopku pri posvetovalnem odboru pri agenciji za nadzor finančnih storitev (nem. *Verordnung über die Zusammensetzung, die Bestellung der Mitglieder und das Verfahren des Beirats bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – WpÜG–Beiratverordnung*);
- v Uredbi o taksah (nem. *Verordnung über Gebühren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG–Gebührenverordnung*);
- v Uredbi o pritožbenem odboru pri Agenciji za nadzor finančnih storitev (nem. *Verordnung über die Zusammensetzung und das Verfahren des Widerspruchsausschusses bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – WpÜG–Widerspruchsausschuss–Verordnung*);
- v Uredbi o uporabi določil pri prevzemnih ponudbah (nem. *Verordnung über die Anwendbarkeit von Vorschriften betreffend Angebote im Sinne des § 1 Abs. 2 und 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG–Anwendbarkeitsverordnung)*);
- v Uredbi o času in načinu objave (nem. *Verordnung über den Zeitpunkt sowie den Inhalt und die Form der Mitteilung und der Veröffentlichung der Entscheidung einer Zielgesellschaft nach § 1 Abs. 5 Satz 1 und 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, WpÜG–Beaufsichtigungsmittelungsverordnung*).

2.1.1.2 Področje uporabe

Določbe WpÜG se uporabljajo pri ponudbah za pridobitev vrednostnih papirjev, katerih izdajatelj je ciljno podjetje – rezident Nemčije in s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Določbe WpÜG se uporabljajo tudi pri ponudbah za pridobitev vrednostnih papirjev nemških delniških družb in komanditnih delniških družb, katerih delnice kotirajo na domačem organiziranem trgu vrednostnih papirjev ali na organiziranem trgu vrednostnih papirjev znotraj Evropskega gospodarskega prostora (Rissel, 2002).

2.1.1.3 Struktura

Prvi del WpÜG (nakupi vrednostnih papirjev – členi 10 do 28) se nanašajo na vse javne ponudbe za nakup delnic, naslovljene neposredno na delničarje ciljnega podjetja, ne oziraje se na število delnic ali končni namen nakupa.

Javna ponudba je opredeljena v 1. odstavku 2. člena WpÜG kot javna ponudba za pridobitev delnic ciljnega podjetja z nakupom ali menjavo vrednostnih papirjev od delničarjev ciljnega podjetja.

Drugi del zakona (prevzemne ponudbe – členi 29 do 34) se uporablja tudi v primeru, da je javna ponudba posredovana z namenom pridobitve kontrolnega deleža⁴⁵ v ciljnem podjetju. Zakon zahteva, da se prevzemna ponudba nanaša na vse delnice ciljnega podjetja, ki niso v lasti prevzemnika. Prevzemna ponudba, ki se nanaša le na del delnic, ki niso v lasti prevzemnika, je prepovedana⁴⁶.

Tretji del zakona (obvezna ponudba – členi 35 do 39) se uporablja v primeru pridobitve kontrolnega deleža v ciljnem podjetju. Prevzemnik je zavezan k posredovanju ponudbe za nakup vseh preostalih delnic, ki niso v lasti prevzemnika.

Ta točka je namenjena predstavitvi ponudb, ki jih zakon obravnava. Natančnejša opredelitev ponudb, ki jih WpÜG predvideva, je podana v naslednji točki.

2.1.1.4 Vrste ponudb

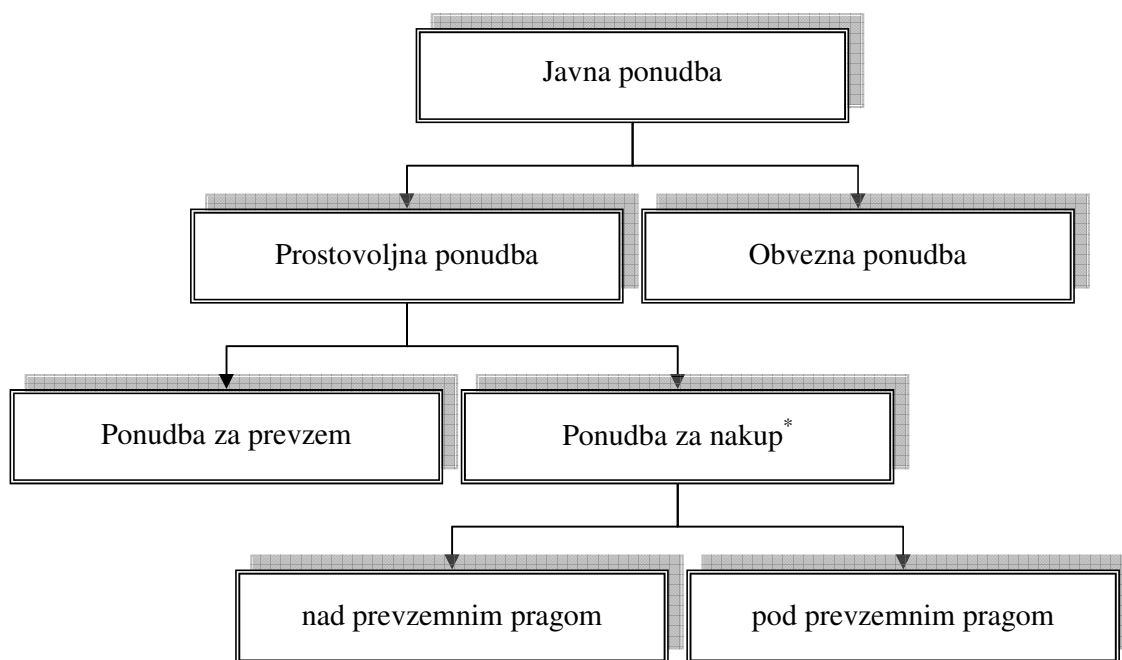
WpÜG razlikuje med prostovoljno in obvezno ponudbo. Pri prostovoljni ponudbi WpÜG v nadaljevanju loči med ponudbo za prevzem in ponudbo za nakup, katere namen ni pridobitev kontrole.

Slika 12 podaja delitev ponudb, kot jih določa WpÜG.

⁴⁵ Opredeljen kot pridobitev najmanj 30 odstotkov glasovalnih pravic v ciljnem podjetju (2. odstavek 29. člena WpÜG).

⁴⁶ 32. člen WpÜG.

Slika 12: Vrste ponudb



Legenda: * Ponudba, katere namen ni pridobitev nadzora nad podjetjem (nem. *Erwerbsangebot*).

Vir: Prirejeno po M. Bimberg, *Unternehmensübernahmen und Erwerbsangebote in Deutschland*, 2009, str. 35.

Ponudba za nakup delnic, katere namen ni pridobitev kontrolnega deleža

Kot je že iz naslova razvidno, gre pri tej vrsti ponudbe za ponudbo, katere namen ni pridobitev kontrolnega deleža oziroma nadzora nad podjetjem. Ponudnik pri tej vrsti ponudbe že nadzoruje podjetje ali pa namen ponudbe ni pridobitev tolikšnega števila delnic, katerih pridobitev bi ponudniku omogočalo izvajanje kontrole nad podjetjem. WpÜG pri tej vrsti ponudbe omogoča tako imenovano delno ponudbo (nem. *Teilangebot*), ki se nanaša le na pridobitev določenega števila delnic. V primeru, da število delnic, za katere so obstoječi delničarji pripravljeni sprejeti ponudbo, presega v ponudbi določeno število delnic, ki jih je ponudnik pripravljen odkupiti, se pri določitvi števila delnic, ki so sprejete v odkup, upošteva načelo sorazmernosti. Določila WpÜG glede najmanjše ponujene cene niso zavezujoča za to vrsto ponudbe.

Ponudba za prevzem

Za razliko od ponudb za nakup, katerih namen ni pridobitev kontrole nad podjetjem, so ponudbe za prevzem usmerjene v pridobitev kontrolnega, vsaj 30–odstotnega, deleža glasovalnih pravic. Določbe WpÜG natančno opredeljujejo najmanjšo višino nadomestila⁴⁷,

⁴⁷ Način določitve najmanjše višine nadomestila je predstavljena v nadaljevanju magistrskega dela.

ki jo mora ponudnik ponuditi obstoječim delničarjem ciljnega podjetja v zameno za njihove delnice. Ponudba za prevzem se mora nanašati na vse delnice ciljnega podjetja, ki že niso v lasti ponudnika. Delne ponudbe za prevzem, katere so mogoče v primeru ponudbe za nakup delnic, katere namen ni pridobitev kontrolnega deleža, WpÜG izrecno prepoveduje. Določila WpÜG omejujejo ravnanje posloводства ciljnega podjetja v postopku prevzema le-tega. Posloводство ciljnega podjetja v času trajanja postopka prevzema oziroma od dneva objave namere za objavo ponudbe za prevzem pa do objave uspešnosti ponudbe posloводство ciljnega podjetja ne sme sprejemati odločitev, ki bi lahko vplivali na uspešnost ponudbe za prevzem. To ne velja za poslovne odločitve, kot je iskanje konkurenčne ponudbe za prevzem, in za poslovne odločitve, odobrene s strani nadzornega odbora ciljnega podjetja. WpÜG omogoča, da skupščina delničarjev lahko pooblasti posloводство ciljne družbe za sprejem korakov, ki bi lahko vplivali na uspešnost ponudbe za prevzem.

Obvezna ponudba

Po pridobitvi kontrolnega deleža v ciljnem podjetju, najkasneje pa v roku 7 dni, mora ponudnik to objaviti. Rok začne teči z dnem, ko ponudnik izve ali bi moral vedeti za pridobitev kontrolnega deleža. Ponudnik mora v roku 4 tednov posredovati ponudbeno dokumentacijo v pregled in jo po potrditvi nemudoma objaviti. Predmet ponudbo morajo biti vse delnice z glasovalno pravico, ki niso v lasti ponudnika. Ponudba ne sme vsebovati razveznih pogojev.

2.1.1.5 Postopek prevzema

Ponudnik, ki se odloči oddati ponudbo za nakup delnic ciljnega podjetja, mora o tem obvestiti relevantne organe organizatorja trga vrednostnih papirjev in BaFin ter objaviti namero javne ponudbe za nakup vrednostnih papirjev. Določbe zakona ponudnika zavezujejo k enakemu ravnanju tudi v primeru pridobitve kontrolnega deleža⁴⁸.

Po objavi namere ima ponudnik do 4, v primeru podaljšanja s strani BaFin-a, pa do 8 tednov časa, da posreduje ponudbeno dokumentacijo, prospekt, v kontrolo. Ta mora zajemati vse informacije, ki so potrebne delničarjem za sprejem informirane odločitve glede ponudbe, in sicer (11. člen WpÜG):

- informacije o ponudniku;
- informacije o ciljnem podjetju;
- višino in vrsto nadomestila;
- pogoje, od katerih je odvisna uspešnost ponudbe;
- datum začetka in konca roka za sprejem ponudbe;
- namen ponudbe;

⁴⁸ 30-odstotni delež glasovalnih pravic. Za primerjavo, slovenski zakon o prevzemih (ZPre-1) kot prevzemni prag določa 25-odstotni delež glasovalnih pravic.

- način financiranja;
- prevzemni načrti s ciljnimi podjetjem.

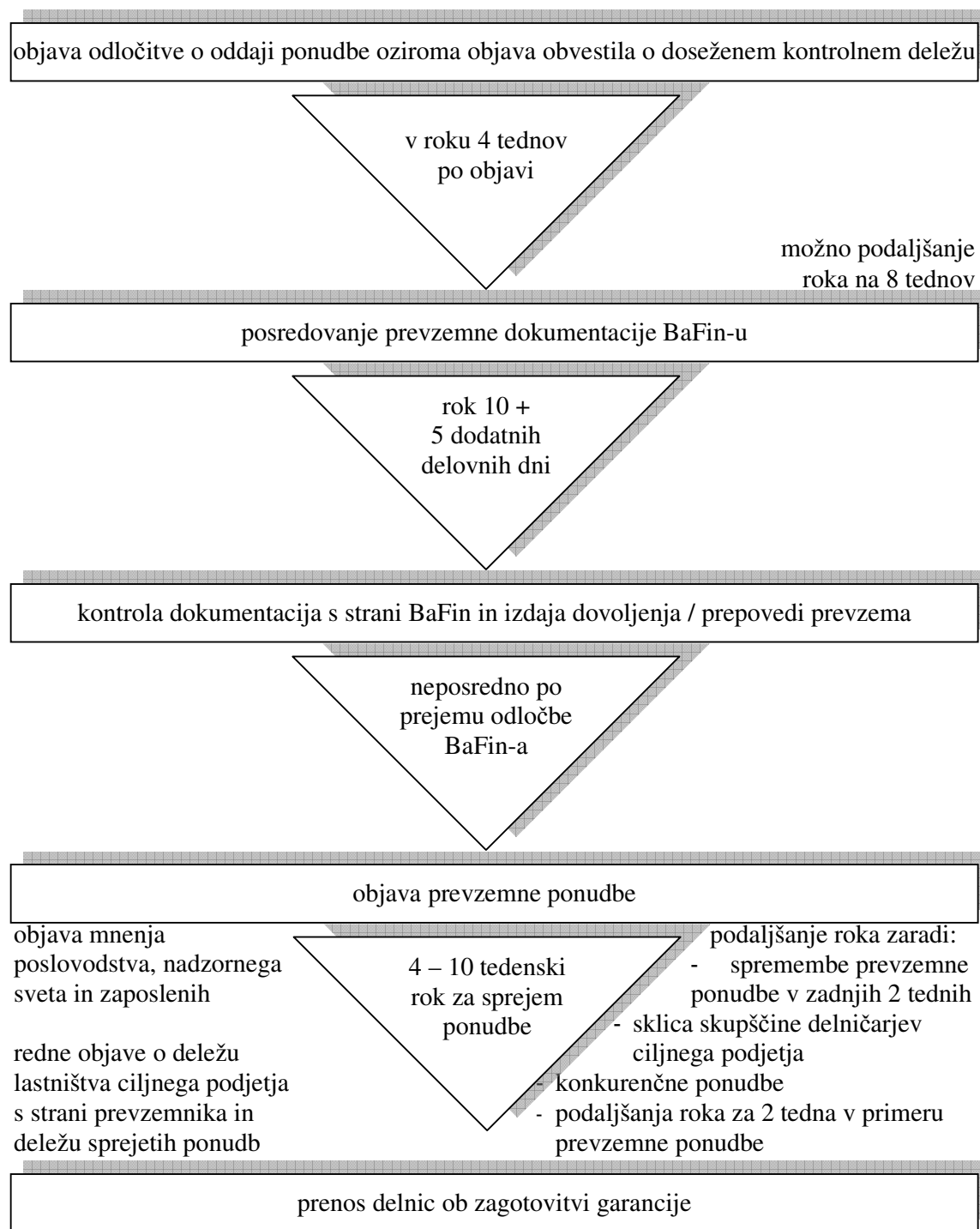
Po potrditvi prospekta mora ponudnik ponudbo nemudoma objaviti. Ponudba mora biti objavljena na internetu in ali distribuirana v pisni obliki ali objavljena v uradnem finančnem listu. Kopija ponudba mora biti posredovana tudi vodstvu ciljnega podjetja, ki mora objaviti poročilo, v katerem se vodstvo ciljnega podjetja opredeli o verjetnosti uspeha ponudbe, oceno učinkov, ki jih bo morebitna uspešna izvedba ponudbe imela na uresničevanje interesov ciljne družbe, in priporočilo delničarjem ciljne družbe. Z dnem objave začne teči rok za sprejem ponudbe, ki mora trajati vsaj 4 in največ 10 tednov. V primeru konkurenčne ponudbe ali v primeru sprememb ponudbe se rok za sprejem ponudbe avtomatsko podaljša za 2 tedna. Dopolnitve ponudbe so mogoče vse do 1 dne pred iztekom ponudbe. Spremembe ponudbe so mogoče le v smeri, ki koristijo delničarjem ciljne družbe v smislu znižanja praga uspešnosti prevzemne ponudbe, povečanje nadomestila za delnice ciljne družbe ali omilitev drugih pogojev ponudbe (Rissel, 2002).

V času trajanja ponudbe mora ponudnik tedensko poročati o uspehu ponudbe, v zadnjem tednu pred iztekom roka za sprejem pa na dnevno. Objaviti je potrebno število vrednostnih papirjev, katerih prejšnji lastniki so sprejeli ponudbo. Pri prevzemnih ponudbah in obveznih ponudbah mora ponudnik delničarjem ponuditi primerno nadomestilo, ki je lahko v gotovini ali v likvidnih delnicah z glasovalno pravico, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Najnižja višina primerne nadomestila je določena s tehtanim povprečjem tečaja delnice na trgu v obdobju 3 mesecev pred objavo ponudbe oziroma pred dosegom prevzemnega praga. Za zagotovitev enakopravne obravnave delničarjev se pri določitvi najnižjega primerne nadomestila upoštevajo tudi nakupi paketov delnic s strani ponudnika samega (Letno poročilo BaFin, 2002, str. 172–174).

Ponudbe za pridobitev več kot 30–odstotnega deleža delnic z glasovalno pravico, ki se ne nanašajo na vse preostale delnice, ki niso v lasti prevzemnika, tako imenovane delne ponudbe, so prepovedane. Vendar pa WpÜG dovoljuje delne ponudbe delnic, katerih namen je pridobitev manj kot 30–odstotnega deleža glasovalnih pravic podjetja. V primeru pridobitve več kot 30–odstotnega deleža glasovalnih pravic pri prostovoljni ponudbi se rok za sprejem ponudbe avtomatsko podaljša za dodatna 2 tedna. Delničarji, ki so sprejeli ponudbo za nakup delnic, so upravičeni do razlike med ceno, ponujeno v ponudbi, in ceno, ki jo ponudnik plača za nakup dodatnih delnic izven organiziranega trga kapitala v roku enega leta po objavi ponudbe. Četudi prvoten namen ponudbe ni pridobitev kontrolnega deleža glasovalnih pravic v podjetju, se lahko zgodi, da ponudnik preseže 30–odstotni prag deleža glasovalnih pravic. V tem primeru je ponudnik zavezan k objavi ponudbe za nakup vseh preostalih delnic, ki že niso v njegovi lasti. Ko je 30–odstotni prag enkrat dosežen, mora ponudnik to javno objaviti. Pred pridobitvijo 30– oziroma več odstotnega deleža glasovalnih pravic v podjetju določila WpÜG ponudnika ne zavezuje k javni objavi podatka o deležu lastništva ciljnega podjetja. V roku 4 tednov po pridobitvi kontrolnega deleža mora ponudnik objaviti ponudbo za nakup vseh

preostalih delnic ciljnega podjetja. V kolikor je bil kontrolni delež pridobljen v postopku ponudbe za nakup delnic, določila WpÜG ponudnika ne zavezujejo k objavi deleža lastništva ciljnega podjetja in ponovni objavi ponudbe za nakup delnic (Rissel, 2002)

Slika 13: Potek postopka ponudbe za nakup vrednostnih papirjev ciljne družbe



Vir: BaFin, Die einzelnen Schritte eines Angebotsverfahrens, 2010.

2.1.1.6 Minimalno nadomestilo

V primeru obvezne ponudbe in ponudbe za prevzem WpÜG predpisuje način določitve minimalnega nadomestila delničarjem ciljnega podjetja. V kolikor gre za ponudbo za nakup, določbe WpÜG glede določitve minimalnega nadomestila niso zavezujoče.

Z WpÜG predpisano minimalno nadomestilo delničarjem ciljnega podjetja je enako višji ceni od:

- tehtanega povprečja cen borznega tečaja delnice ciljnega podjetja v obdobju 3 mesecev pred pridobitvijo kontrolnega deleža oziroma dneva objave namere za prevzem ter
- najvišji ceni, po kateri je prevzemnik ali z njim povezano podjetje ali njegovo hčerinsko podjetje kupilo delnice ciljnega podjetja oziroma najvišji ceni, ki jo je prevzemnik ali z njim povezano podjetje ali njegovo hčerinsko podjetje dogovorilo za nakup delnic ciljnega podjetja v obdobju 6 mesecev pred pridobitvijo kontrolnega deleža oziroma dnevom objave namere za prevzem.

V kolikor je v obdobju 3 mesecev pred pridobitvijo kontrolnega deleža oziroma dnevom objave namere za prevzem ciljnega podjetja mogoče določiti dnevni tečaj delnice ciljnega podjetja le za manj kot 1/3 trgovalnih dni in razlika med tečaji delnice ciljnega podjetja v zaporednih trgovalnih dnevih znaša več kot 5 odstotkov, je potrebno namesto tehtanega povprečja cen borznega tečaja delnice ciljnega podjetja pri določitvi minimalnega zahtevanega nadomestila upoštevati vrednost delnice ciljnega podjetja, ki izhaja iz ocene vrednosti ciljnega podjetja.

2.2 Prevzemno dogajanje v Nemčiji v obdobju 2002 do 2009

V poglavju predstavljeni rezultati analiz prevzemnih ponudb posameznega leta avtorjev Blättchena in Götza (2004 in 2006) oziroma Blättchena in Nespethala (2007, 2009 in 2010) ne vključujejo podatkov o ponudbah za nakup⁴⁹, tako da prihaja do razlik v navedbi števila objavljenih prevzemnih ponudb in števila vrst ponudb pri primerjavi s podatki BaFin-a.

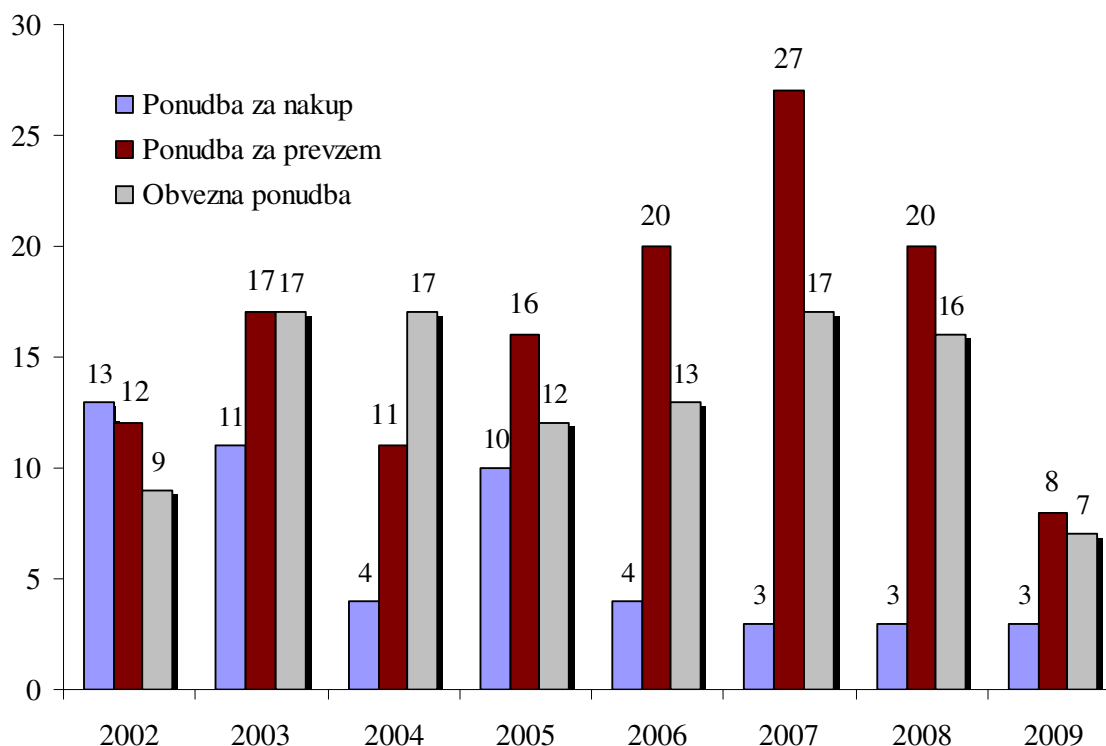
Ostali podatki, v kolikor ni izrecno navedeno drugače, temeljijo na podatkih analiz omenjenih avtorjev. Navedbe vrst prevzemnih ponudb v tej točki temeljijo na klasifikaciji ponudb po WpÜG⁵⁰.

Slika 14 ponazarja pregled prevzemnega dogajanja v proučevanem obdobju. Predstavljeno je število posameznih vrst prevzemnih ponudb v posameznem letu proučevanega obdobja.

⁴⁹ Glej točko 4.1.1.4 Vrste ponudb.

⁵⁰ Glej točko 4.1.1.4 Vrste ponudb.

Slika 14: Vrste prevzemnih ponudb v letih 2002 – 2009



2.2.1 Pregled po letih

2.2.1.1 Prevzemno dogajanje v letu 2002

Leto 2002 predstavlja mejnik prevzemne zakonodaje in predstavlja začetek veljavnosti WpÜG, ki zakonsko ureja področje prevzemov v Nemčiji.

V letu 2002 je bilo objavljenih 44 namer za oddajo prevzemne ponudbe, od tega je v 15 primerih šlo za ponudbo za nakup, v 14 primerih za ponudbo za prevzem in v 15 primerih za obvezno ponudbo. 1 primeru pa BaFin ni dovolil objave prevzemne ponudbe, v 1 nadaljnjem primeru pa ponudnik ni posredoval zahtevane dokumentacije. BaFin je v nadaljnjem postopku prepovedal objavo te ponudbe. V posameznih primerih postopek do konca leta 2002 ni bil zaključen. Pri 34 objavljenih prevzemnih ponudb je šlo v 13 primerih za ponudbo za nakup, v 12 primerih za ponudbo za prevzem in v 9 primerih za po WpÜG obvezno ponudbo (Letno poročilo BaFin za leto 2002, 2003, str. 171).

2.2.1.2 Prevzemno dogajanje v letu 2003

V letu 2003 je bilo s strani BaFin-a izdanih 45 dovoljenj za objavo prevzemne ponudbe. V 1 primeru je šlo za ponudbo za nakup, v 17 primerih je šlo za ponudbo za prevzem, v 17

primerih pa je šlo za obvezno ponudbo. V 3 primerih BaFin ni izdala dovoljenja za objavo prevzemne ponudbe (Letno poročilo BaFin za leto 2003, 2004, str. 206).

V kolikor bi bile sprejete ponudbe za vse delnice, ki niso v lasti ponudnika, bi znašal skupen obseg transakcij 10,8 milijard evrov, pri čemer bi znašal obseg največje kar 5,6 milijard evrov (Blättchen & Götz, 2004, str. 325).

Le pri eni izmed objavljenih ponudb so bili v zameno za delnice ponujeni nadomestni vrednostni papirji, pri ostalih pa je bilo sredstvo plačila gotovina (Blättchen & Götz, 2004, str. 325).

26 ponudb je bilo s strani strateških parterjev in 7 s strani finančnih investitorjev (Blättchen & Götz, 2004, str. 325).

V povprečju so ponudniki bili pripravljeni plačati prevzemno premijo v višini 19,5 odstotka (mediana 10,9 odstotka). Najvišja ponujena premija je znašala 84,5 odstotka (Blättchen & Götz, 2004, str. 325).

2.2.1.3 Prevzemno dogajanje v letu 2004

V letu 2004 je bil zabeležen padec prevzemne dejavnosti v primerjavi s preteklim obdobjem. Tako je bilo objavljenih le 32 prevzemnih namen (v letu 2003 45). Od objavljenih 45 prevzemnih ponudb je v 17 primerih šlo za obvezne ponudbe, v 11 za ponudbe za prevzem in v 4 za ponudbo za nakup (Letno poročilo BaFin za leto 2004, 2005, str. 203).

2.2.1.4 Prevzemno dogajanje v letu 2005

Še posebej v drugi polovici 2005 je bilo zaznati povečanje prevzemne aktivnosti v Nemčiji. Tako je skupno število objavljenih prevzemnih ponudb v letu 2008 znašalo 38. Od tega je bilo 12 obveznih ponudb, v 16 primerih je šlo za ponudbo za prevzem. V 10 primerih je bila dana ponudba za nakup (Letno poročilo BaFin za leto 2005, 2006, str. 171–172).

V kolikor bi bila vsa ciljna podjetja v celoti prevzeta, bi znašal znesek transakcij 23,4 milijard evrov, pri čemer bi znašal znesek pri največjem prevzemu 166 milijard evrov (Blättchen & Götz, 2006, str. 272).

Le pri dveh ponudbah so kot sredstvo plačila bili uporabljeni nadomestni vrednostni papirji. Pri 26 ponudbah je bilo v zameno za delnice obstoječih delničarjev ponujeno plačilo v denarju (Blättchen & Götz, 2006, str. 272).

Pri 17 prevzemnih ponudbah je bil ponudnik strateški partner, pri 11 ponudbah pa je ponudnik finančni investitor (Blättchen & Götz, 2006, str. 272).

V povprečju so ponudniki bili pripravljeni plačati premijo v višini 12,7 odstotka (mediana 4,4 odstotka). Najvišja ponujena premija je v letu 2005 znašala 70,1 odstotka (Blättchen & Götz, 2006, str. 272).

2.2.1.5 Prezemno dogajanje v letu 2006

V letu 2006 je z vidika nadzora prišlo do opaznega povečanja sovražnih in konkurenčnih prevzemnih ponudb (Letno poročilo BaFin za leto 2006, 2007, str. 181).

V letu 2006 je bil WpÜG v delu, ki se je nanašal na obvezno objavo prevzemne ponudbe v primeru nakupa lastnih delnic. Ta zahteva je bila v letu 2006 odpravljena. V preteklem letu so bili sicer zabeleženi 3 primeri ponudb za nakup lastnih delnic.

V letu 2006 je bilo objavljenih 39 namer za objavo prevzemne ponudbe. BaFin je v 2 primerih zavrnil dovoljenje za objavo prevzemne ponudbe. Od objavljenih 37 prevzemnih ponudb je v 13 primerih šlo za obvezno ponudbo, v 20 za ponudbo za prevzem, 4 pa so bile ponudbe za nakup (Letno poročilo BaFin za leto 2006, 2007, str. 181–182).

V kolikor bi bile vsa ciljna podjetja v celoti prevzeta, bi znašal znesek transakcij 28,8 milijard evrov. Do konca leta je bilo izplačanih 20,9 milijard evrov (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

Pri 28 ponudnikih je šlo za strateške partnerje, 8 ponudb pa je bilo oddanih s strani finančnih investitorjev (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

V povprečju so ponudniki bili pripravljeni plačali premijo glede na minimalno z zakonom določeno nadomestilo v višini 9,8 odstotkov (mediana 2,5 odstotkov). 35 odstotkov ponudnikov je ponudilo zgolj minimalno plačilo v zameno za delnice obstoječim delničarjem (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

2.2.1.6 Prezemno dogajanje v letu 2007

Neupoštevanje negativen razvoj dogodkov na finančnih trgih je število prevzemov v letu 2007 poraslo v primerjavi s predhodnim letom (Letno poročilo BaFin za leto 2007, 2008, str. 189).

V letu 2007 je bilo objavljenih 48 namer za objavo prevzemne ponudbe. BaFin je prepovedal objavo 1 ponudbe, v 1 primeru pa ponudnik ni niti objavil svoje namere prevzeti podjetje, niti ni posredoval z WpÜG zahtevane dokumentacije v presojo BaFin-u. BaFin je naknadno prepovedal objavo tudi te prevzemne ponudbe. Pri preostalih 47 prevzemnih ponudbah, katerih objavo je BaFin dovolil, je šlo v 17 primerih za obvezno ponudbo, pri 27 za ponudbo za prevzem, 3 pa so bile ponudbe za nakup (Letno poročilo BaFin za leto 2007, 2008, str. 189–190).

V kolikor bi bile vsa ciljna podjetja v celoti prevzeta, bi znašal znesek transakcij 39,1 milijard evrov. Do konca leta je bilo sicer izplačanih le 6,4 milijard evrov (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

Pri 35 ponudnikih je šlo za strateške partnerje, 12 ponudb pa je bilo oddanih s strani finančnih investorjev (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

Pri vseh ponudbah je šlo za plačilo v denarju.

Lastniški delež ponudnika v ciljni družbi je ob izteku roka za sprejem ponudbe znašal 72,1 odstotkov (mediana 78,3 odstotkov) (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

V povprečju so ponudniki bili pripravljeni plačati premijo glede na minimalno z zakonom določeno nadomestilo v višini 5,5 odstotkov (mediana 0,0 odstotkov). Največja ponujena premija je v letu 2007 znašala 95,9 odstotkov. Pri 33 ponudbah je bila ponujeno zgolj z zakonom zahtevano minimalno nadomestilo. 72 odstotkov ponudnikov je tako ponudili zgolj minimalno plačilo v zameno za delnice obstoječim delničarjem (Blättchen & Nespethal, 2008, str. 304).

2.2.1.7 Prezemno dogajanje v letu 2008

Učinki finančne krize so opazni tudi na področju prevzemov v Nemčiji, kar je opaziti na upadu števila in zneska prevzemnih transakcij v obravnavanem letu (Letno poročilo BaFin za leto 2008, 2009, str. 175).

V letu 2008 je bilo objavljenih 42 namer za oddajo prevzemne ponudbe. BaFin je dovolil objavo 39 prevzemnih ponudb, v preostalih 3 primerih pa BaFin ni izdal dovoljenja za objavo prevzemne ponudbe. V tem letu je bilo tudi 6 primerov kršitev WpÜG, kjer ponudnik ni objavil prevzemne ponudbe in jih je BaFin naknadno prepovedal. Podatki slednjih tako niso vključeni v nadaljnjo analizo. Od 39 objavljenih prevzemnih ponudb je v 16 primerih šlo za obvezno ponudbo po določilih WpÜG, v 20 primerih za ponudbo za prevzem, 3 pa so bile ponudbe za nakup (Letno poročilo BaFin za leto 2008, 2009, str. 176).

V kolikor bi bile vsa ciljna podjetja v celoti prevzeta, bi znašal znesek transakcij 11,5 milijard evrov (Blättchen & Nespethal, 2009, str. 220).

Pri 22 ponudnikih je šlo za strateške partnerje, 12 ponudb pa je bilo oddanih s strani finančnih investorjev (Blättchen & Nespethal, 2009, str. 220).

Lastniški delež ponudnika v ciljni družbi je ob izteku roka za sprejem ponudbe znašal 74,6 odstotkov (mediana 84,6 odstotkov) (Blättchen & Nespethal, 2009, str. 220).

V povprečju so ponudniki bili pripravljeni plačali premijo glede na minimalno z zakonom določeno nadomestilo v višini 6,4 odstotkov (mediana 0,0 odstotkov). Največja dosežena premija v letu 2009 je znašala 193,4 odstotkov. Pri 27 ponudbah je ponujena cena za delnice ciljnega podjetja bila enaka najmanjšemu zahtevanemu nadomestilu. Pri 87 odstotkih ponudb je bilo delničarjem ciljnih podjetij ponujena zgolj z zakonom zagotovljeno minimalno nadomestilo (Blättchen & Nespethal, 2009, str. 220).

2.2.1.8 Prezemno dogajanje v letu 2009

Negativen razvoj dogodkov na finančnih trgih in s tem povezano otežena zagotovitev financiranja je še posebej opazna na področju prevzemov (Letno poročilo BaFin za leto 2009, 2010, str. 201).

V zadevnem letu je bilo objavljenih 18 namer za oddajo prevzemne ponudbe. Od objavljenih 18 prevzemnih ponudb je v 7 primerih šlo za obvezno ponudbo po WpÜG in za 11 prostovoljnih ponudb. Pri tem je v 8 primerih šlo za ponudbo za prevzem, v 3 primerih pa za ponudbo za nakup (Letno poročilo BaFin za leto 2009, 2010, str. 202).

V kolikor bi bila vsa ciljna podjetja v celoti prevzeta, bi znašal znesek transakcij le še 1,1 milijarda evrov⁵¹ oziroma 0,72 milijarde evrov⁵², kar je precej manj od preteklih let, s čimer se leto 2009 uvršča med najslabša leta od 2003 dalje (Blättchen & Nespethal, 2010, str. 198).

4 ponudbe so bile dane s strani finančnih investorjev, 10 s strani strateških partnerjev, s strani Republike Nemčije pa je bila dana ponudba za prevzem Hypo Real Estate Holding AG (Blättchen & Nespethal, 2010, str. 198).

Lastniški delež ponudnika v ciljni družbi je ob izteku roka za sprejem ponudbe znašal 64,2 odstotkov (mediana 65,1 odstotek) (Blättchen & Nespethal, 2010, str. 198).

V povprečju so ponudniki bili pripravljeni plačali premijo glede na minimalno zakonsko določeno nadomestilo v višini 9,0 odstotkov (mediana 0,0 odstotkov). Največja dosežena premija v letu 2009 je znašala 63,8 odstotka.

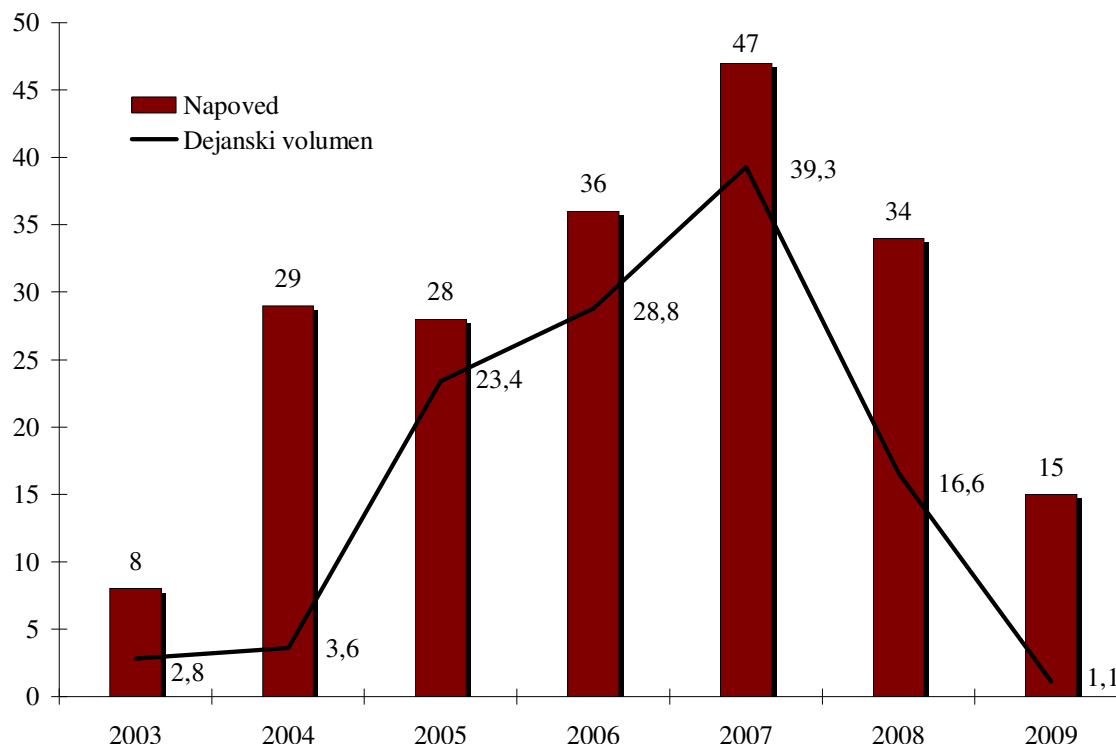
Pri 12 ponudbah je ponujena cena za delnice ciljnega podjetja bila enaka najmanjšemu zahtevanemu nadomestilu. Pri 80 odstotkih ponudb je bilo delničarjem ciljnih podjetij ponujena zgolj z zakonom zagotovljeno minimalno nadomestilo (Blättchen & Nespethal, 2010, str. 198).

⁵¹ Največji dosegljiv znesek za vse delnice ciljnega podjetja, ki v času objave prevzemne namere niso v lasti prevzemnika.

⁵² Največji dosegljiv znesek za vse delnice ciljnega podjetja, ki v času objave prevzemne ponudbe niso v lasti prevzemnika.

Slika 15 prikazuje razliko med napovedanim oziroma največjim dosegljivim zneskom za delnice ciljnih podjetij, ki že niso v lasti prevzemnika, in dejanskim zneskom izvedenih transakcij v obdobju 2003 do 2009.

Slika 15: Razlika med maksimalnimi v ponudbi ponujeni vrednosti transakcij in dejanskim zneskom prevzemov (zneski so v milijard evrov)



Vir: W. Blättchen in U. Nespethal, "Öffentliche Übernahmen" börsennotierter Unternehmen in Deutschland: Halbjahresreport 2. Halbjahr 2009, 2010, str. 198.

2.3 Prevzemno dogajanje v Nemčiji v letu 2010

Za leto 2010 ne obstaja uradni dokument BaFin-a o prevzemih v tem letu. Na spletnih straneh omenjene institucije je sicer mogoče dobiti podatke o 12 prevzemnih ponudbah objavljenih v obdobju od začetka tekočega leta do meseca julija tekočega leta.

3 PODATKI IN METODOLOGIJA

3.1 Podatki

Vzorec obravnavanih transakcij je sestavljen iz seznama objavljene ponudbene dokumentacije za nakup delnic podjetij na spletnih straneh BaFin-a.

V obdobju 2002 do 2009 je bilo v Nemčiji objavljenih 290 prevzemnih ponudb⁵³, od tega 108 obveznih ponudb, 131 ponudb za prevzem, v 51 primerih pa je šlo za ponudbo za nakup. V letu 2010 je bilo do vključno meseca julija objavljenih 12 prevzemnih ponudb, od tega 6 obveznih, 3 ponudbe za prevzem, v 3 primerih pa gre za ponudbo za nakup. Skupno število objavljenih prevzemnih ponudb znotraj obravnavanega obdobja tako znaša 302.

Po vzoru raziskave avtorjev Gondhalekarja in drugih (2004) so v analizo prevzemnih premij vključene le denarne transakcije. Iz nadaljnje analize so tako izključene transakcije, pri katerih so kot nadomestilo za delnice ciljnega podjetja ponujeni nadomestni vrednostnih papirji. Prav tako so iz nadaljnje analize izključene transakcije, kjer so predmet nakupa poleg navadnih delnic tudi drugi vrednostni papirji, ter transakcije s prednostnimi delnicami. Iz analize so izključene tudi transakcije, kjer je v prevzemu udeleženih več prevzemnikov. Iz nadaljnje obravnave so izključene tudi transakcije, kjer prevzemnik ne pridobi dovoljenja BaFin-a za objavo prevzemne ponudbe, ter transakcije, kjer je prevzemnik na podlagi odločbe BaFin-a oproščen obveze objave prevzemne ponudbe. Glede na odpravo obveze objave prevzemne ponudbe v primeru nakupa lastnih delnic leta 2006, so predhodne ponudbe za nakup lastnih delnic prav tako izločene iz nadaljnje obravnave. Iz nadaljnje obravnave so izključene tudi transakcije, kjer v vlogi prevzemnika nastopa fizična oseba oziroma je prevzemnik v neposredni lasti povezanih fizičnih oseb. Transakcije, za katere ni mogoče pridobiti za potrebe izvedbe analize zahtevanih podatkov, so prav tako izločene iz nadaljnje obravnave.

Upošteva se navedene izločitvene kriterije analiza prevzemnih premij obsega vzorec 185 prevzemnih ponudb objavljenih na spletnih straneh BaFin-a v obdobju januar 2002 do julij 2010. Od tega gre v 69 primerih za obvezno ponudbo, v 97 primerih za ponudbo za prevzem in v 19 primerih za ponudbo za nakup.

Kot že podano v točki 2.1.1.4 določila WpÜG glede minimalnega nadomestila v primeru ponudbe za nakup za prevzemnika niso zavezujoča. Kljub temu pa je iz objavljene prevzemne dokumentacije v obravnavanih primerih mogoče pridobiti podatek o minimalnem nadomestilu, v kolikor bi določbe WpÜG glede minimalnega nadomestila bile za prevzemnika zavezujoče. Analiza razlik med z WpÜG zahtevanim minimalnim nadomestilom in ponujeno ceno za delnico ciljnega podjetja v prevzemni ponudbi je tako mogoča na vseh v nadaljnjo obravnavo zajetih transakcijah.

Navezujoč se na določbe WpÜG glede minimalnega nadomestila je kot relevantni datum za potrebe izvedbe analize prevzemnih premij upoštevan datum objave namere za prevzem ciljnega podjetja oziroma datum pridobitve kontrole in ne datum objave prevzemne ponudbe.

⁵³ Pri podajanju informacij o vrstah prevzemnih ponudb je v okviru te točke prevzeta opredelitev slednjih v skladu z določbami WpÜG.

Glavni vir podatkov, potrebnih za testiranje veljavnosti hipotez H1 in H2, predstavlja objavljena ponudbena dokumentacija za nakup delnic ciljnih podjetij na spletnih straneh BaFin-a. Sekundarni vir podatkov za testiranje H1 in H2 predstavljajo javne objave prevzemnikov na spletni strani DGAP (nem. *Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbh*). Podatki o cenah delnic ciljnih podjetij, potrebnih za testiranje veljavnosti hipoteze H3, je spletna stran revije Boerse Online.

Historični podatki o cenah delnic ciljnih podjetij so na voljo na omenjeni spletni strani le za podjetja, z delnicami katerih se trguje na borznem trgu.

Sekundarni vir podatkov o cenah delnic ciljnih podjetij predstavlja podatkovna baza Bloomberg. Vir drugih podatkov, potrebnih za testiranje veljavnosti H3, predstavlja objavljena ponudbena dokumentacija za nakup delnic ciljnih podjetij na spletnih straneh BaFin-a.

3.2 Metodologija

Pri magistrskem delu se za potrebe izvedbe analize prevzemne premije poslužujem metod deskriptivne statistike za ponazoritev glavnih značilnosti vzorca, za testiranje veljavnosti hipotez, predstavljenih v prvem poglavju, pa se poslužujem metode primerjave vzorcev z uporabo Mann-Whitneyevega U testa.

Mann-Whitneyev U test je alternativa t-testu za ugotavljanje značilnih razlik med povprečnima vrednostnima za neodvisna vzorca. Je neparametrični test in se uporablja v primerih, ko številska spremenljivka ni normalno porazdeljena ali za opisne spremenljivke, merjene na ordinalni skali. Uporabljati ga je začel Frank Wilcoxon leta 1945 za enako velike vzorce, njegovo uporabnost pa sta leta 1947 dopolnila Mann in Whitney za testiranje razlik na različno velikih vzorcih.

Zelo podoben Mann-Whitneyevemu testu je Wilcoxon rank-sum test. Tako pri prvem kot pri drugem testu se vrednosti številske spremenljivke pretvorijo v range, tako da se najmanjši vrednosti pripiše rang 1, naslednji rang 2, itd. Za izračun testne statistike se uporabijo vrednosti rangov. (Bastič, 2006, str. 22).

Vrednost statistike U je pri Mann-Whitneyevemu testu statistično značilna pri stopnji značilnosti 0,05, če je njena absolutna standardizirana vrednost Z večja od 1,96. Izračun vrednosti Z je podan v nadaljevanju.

Spodnja enačba ponazarja matematični zapis Mann-Whitneyevega U testa:

$$U = n_1 n_2 + \frac{n_2(n_2+1)}{2} - R_i \quad (1)$$

pri čemer je

U	rezultat Mann–Whitneyevega testa
n_1	velikost prve skupine
n_2	velikost druge skupine
R_i	vsota rangov skupine i

Absolutna vrednost spremenljivke Z je izračunana z uporabo naslednje formule:

$$Z = (U - \mu_U) / \sigma_U \quad (2)$$

pri čemer je

μ_u	aritmetična sredina
σ_u	standardni odklon

izračun katerih je predstavljen spodaj

$$\mu_U = \frac{n_1(n_1 + n_2 + 1)}{2} \quad (3)$$

$$\sigma_U = \sqrt{\frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 + 1)}{12}} \quad (4)$$

4 ANALIZA PREVZEMNE PREMIJE

V vzorec je zajetih 185 transakcij v obdobju januar 2002 do julij 2010. Pri tem je 16 transakcij iz leta 2002, 22 transakcij iz leta 2003, 20 iz leta 2004, 19 iz leta 2005, 19 iz leta 2006, 38 iz leta 2007, 26 iz leta 2008, 18 iz leta 2009 in 7 iz leta 2010.

4.1 Deskriptivna statistika

4.1.1 Povprečne prevzemne premije

Slika 16 prikazuje gibanje povprečne prevzemne premije v obdobju 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma dnevom pridobitve kontrole ($T - 90$) pa do dneva objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole ($T - 0$).

Obdobje 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole je dovolj dober približek obdobja relevantnih 3 mesecev za izračun v skladu z določili WpÜG zahtevanega minimalnega nadomestila. Do nedavnega je bilo mogoče na spletnih straneh BaFin–a pridobiti podatek o minimalnem nadomestilu. V letu 2010 je bila ta možnost ukinjena. Prevzemnik je sicer še vedno upravičen do te informacije na podlagi pisne vloge BaFin–u.

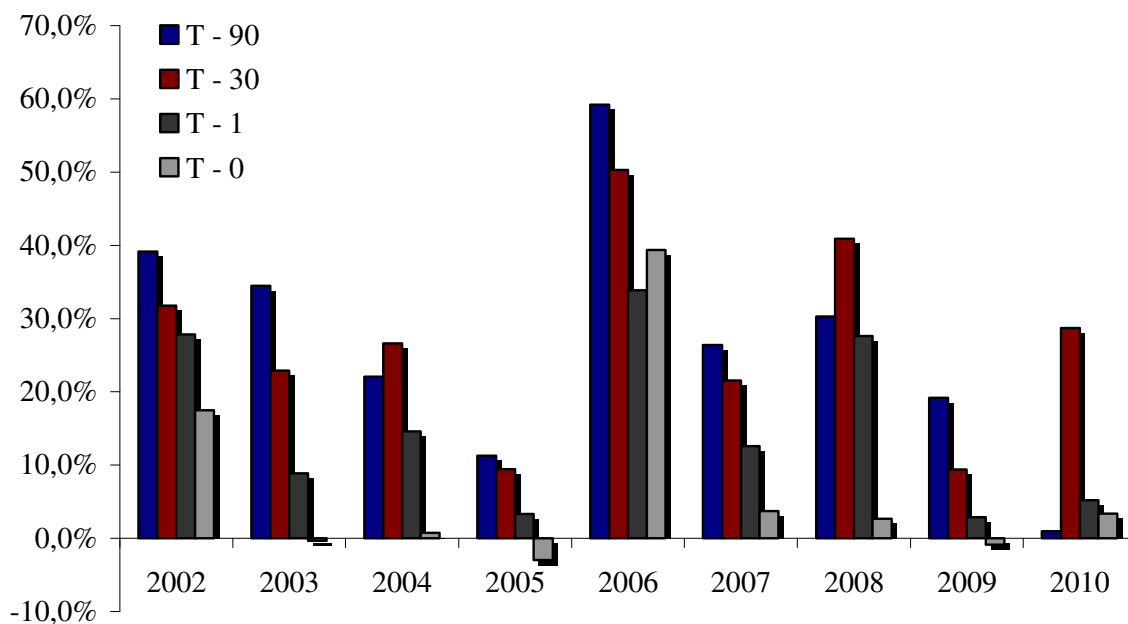
Iz gibanja povprečnih razlik med v prevzemni ponudbi ponujeno ceno delnice ciljnega podjetja in ceno te delnice na trgu v obdobju pred formalno objavo informacije v zvezi s prevzemom, dnevom objave prevzemne namere oziroma dnevom pridobitve kontrole, na ravni posameznega leta v obravnavanem obdobju izhaja upad razlik v ceni, ki jo je mogoče realizirati, s približevanjem dneva objave prevzemne namere.

To sliko sicer nekoliko popačijo podatki za leto 2010. Razlog je v relativno majhnem številu transakcij v letu 2010 in v posameznih primerih v razlikah v cenah, ki bistveno odstopajo od drugih realiziranih razlik v cenah znotraj navedenega leta.

Slika 16 podaja le okvirni prikaz gibanja razlik v ceni delnice ciljnega podjetja. Podrobneje so v Prilogi 3 tabelarično predstavljene dosežene razlike v ceni v obdobju 180 ($T - 180$) do dneva objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole ($T - 0$).

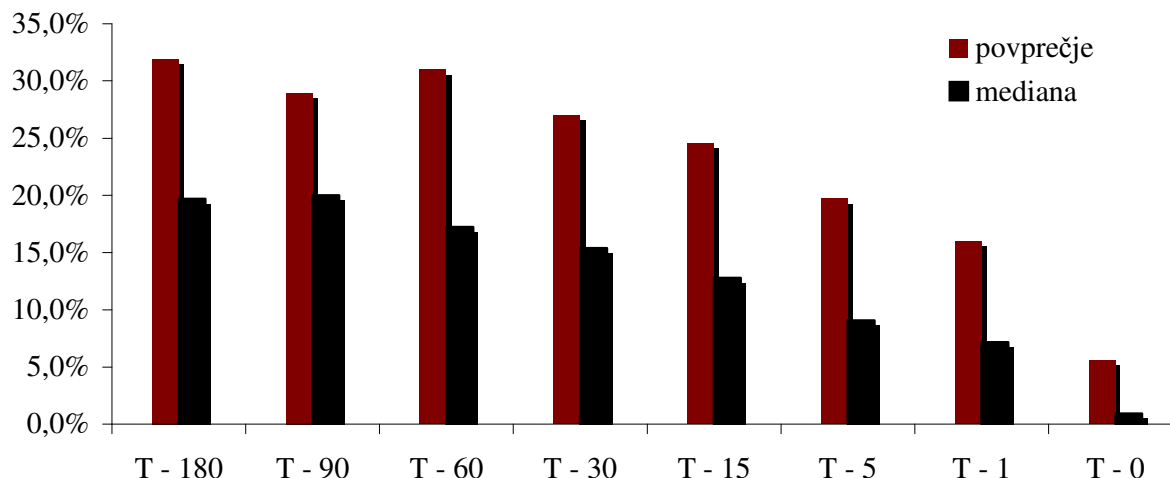
V omenjenih tabelah so predstavljeni podatki o doseženih povprečnih vrednostih po posameznih letih, mediani vrednosti, minimalnih in maksimalnih doseženih vrednostih znotraj posameznega leta v obravnavanem obdobju ter standardnem odklonu. Prav tako so podane podatki o razlikah v ceni za celotno obravnavano obdobje.

Slika 16: Gibanje povprečne prevzemne premije v obdobju 90 dni pred objavo prevzemne namere ($T - 90$) do dneva objave prevzemne namere ($T - 0$)



Dosežene povprečne vrednosti in mediana vrednosti celotnega obravnavanega obdobja prikazuje Slika 17.

Slika 17: Gibanje prevzemne premije v obdobju 180 dni do dneva objave prevzemne namere ($T - 180$) do dneva objave prevzemne namere ($T - 0$)



Slika 17 predstavlja gibanje povprečnih prevzemnih premij in mediane teh vrednosti za posamezna obdobja pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole za celoten vzorec obravnavanih transakcij.

Opazen je upad razlik v ceni med v prevzemni ponudbi ponujeno ceno za delnico ciljnega podjetja in zaključnim tečajem te delnice na trgu s približevanjem dneva objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole.

4.2 Primerjava vzorcev

Za predstavitev razlik v velikosti doseženih prevzemnih premij med v prevzemih udeleženih podjetij uporabljam Mann–Whitneyev U test v statistični aplikaciji SPSS. V nadaljevanju so predstavljeni rezultati testiranja postavljenih hipotez.

4.2.1 Analiza prevzemne premije glede na dejavnost v prevzemu udeleženih podjetij

S primerjavo prevzemnih premij transakcij želim pokazati, ali so prevzemne premije višje pri transakcijah, kjer prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v isti dejavnosti, od prevzemnih premij transakcij, kjer prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v različnih dejavnostih.

Za ta namen sta oblikovani ničelna H_0 in alternativna hipoteza H_1 in sicer:

H_0 : μ prevzemnih premij iste dejavnosti = μ prevzemne premije različnih dejavnosti

H_1 : μ prevzemnih premij iste dejavnosti > μ prevzemne premije različnih dejavnosti

V nadaljevanju je predstavljen rezultat Mann–Whitneyevega U testa za analizo razlik v velikosti doseženih prevzemnih premij glede na delovanje prevzemnika in ciljnega podjetja v isti oziroma različnih dejavnostih.

Spodnji tabeli predstavljata izpis rezultatov iz programa SPSS. Pri posamezni skupini je v stolpcu »Število« podano število enot posamezne skupine, sledi povprečni rang (angl. *mean rank*) in vsota rangov (angl. *sum of ranks*) posamezne skupine.

Tabela 3: Rangi glede na dejavnost v prevzemu udeleženih podjetij

	Skupina_1	Število	Povprečni rang	Vsota rangov
Dejavnost	1	75	89,29	6697,00
	2	110	95,53	10508,00
	Skupaj	185		

Iz zgornje tabele izhaja, da v 75 (110) primerih prevzemnik in ciljno podjetje delujeta (ne delujeta) v isti dejavnosti, iz primerjave povprečnih vrednosti rangov pa izhaja, da je povprečni rang prve skupine, torej skupine, ki vključuje podatke o prevzemnih premijah transakcij, kjer prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v isti dejavnosti, manjši in dosega vrednost 89,29.

Povprečna vrednost ranga druge skupine, skupine, ki vključuje podatke o prevzemnih premijah transakcij, kjer prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v različnih dejavnostih, je večji od povprečnega ranga prve skupine in znaša 95,53. Vprašanje je, ali so te razlike v povprečnih vrednostih rangov značilne. Odgovor na to vprašanje je podan v naslednji tabeli.

Tabela 4: Rezultat testne statistike glede dejavnosti v prevzemu udeleženih podjetij

	Dejavnost
Mann–Whitney U	3847,000
Wilcoxon W	6697,000
Z	–,777
Stopnja značilnosti (2–stranska)	,437
a uskupinjevana spremenljivka ⁵⁴ : Skupina_1	

V zgornji tabeli je kot prvo podan izračun Mann–Whitneyeve vrednosti U, sledi vrednost Wilcoxonove statistike W, vrednost spremenljivke Z ter pripadajoča stopnja značilnosti. Stopnja značilnosti 2–stranskega preizkusa znaša 0,437. Glede na uporabljen enostranski preizkus je potrebno dobljeno vrednost stopnje značilnosti deliti z 2 ($0,437 / 2$).

Ker dobljena vrednost presega vrednost $\alpha = 0,05$, ne morem zavreči ničelne hipoteze. Na podlagi primerjave obeh skupin transakcij tako ne morem trditi, da je prevzemna premija pri

⁵⁴ Prevod angleškega izraza grouping variable.

prevzemih, kjer prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v isti dejavnosti, višja kot pri prevzemih, kjer prevzemnik in ciljno podjetje delujeta v različnih dejavnostih.

4.2.2 Analiza prevzemne premije glede na lastništvo ciljnega podjetja s strani prevzemnika

V Prilogi 4 je podan prikaz deleža prevzemnika v lastništvu ciljnega podjetja na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole ($T - 0$). Povprečje lastniškega deleža prevzemnika v ciljnem podjetju na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole znaša na obravnavanem vzorcu 185 transakcij v obdobju 2002 do 2010 37,15 odstotkov.

Vzorec 185 transakcij sem za namen analize razlik v velikosti prevzemnih premij razdelil v dva vzorca glede na doseganje oziroma preseganje in nedoseganje povprečnega 37,15-odstotnega deleža lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole.

S primerjavo prevzemnih premij obeh vzorcev želim pokazati, ali so prevzemne premije pri transakcijah, pri katerih delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju dosega oziroma presega povprečni delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju, nižje od prevzemnih premij transakcij, pri katerih lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju ne dosega omenjenega povprečnega lastniškega deleža.

Za namen primerjave vzorcev transakcij sta oblikovani ničelna H_0 in alternativna hipoteza H_1 in sicer:

$H_0: \mu$ prevzemnih premij pri večjem deležu lastništva prevzemnika $= \mu$ prevzemnih premij pri nižjem deležu lastništva prevzemnika

$H_1: \mu$ prevzemnih premij pri večjem deležu lastništva prevzemnika $< \mu$ prevzemnih premij pri nižjem deležu lastništva prevzemnika

V nadaljevanju so predstavljeni rezultati Mann–Whitneyevega testa primerjave razlik v velikosti doseženih prevzemnih premij glede na povprečni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju.

Tabela 5: Rangi glede na začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju

	Skupina_2	Število	Povprečni rang	Vsota rangov
Lastništvo	1	78	90,54	7062,50
	2	107	94,79	10142,50
	Skupaj	185		

Kot izhaja iz zgornje tabele je v obravnavo zajetih 78 (107) transakcij, kjer je delež prevzemnika v lastništvu ciljnega podjetja na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole ($T - 0$) večji (manjši) od povprečnega lastniškega deleža prevzemnika v ciljnem podjetju na zadevni dan. Iz podatkov o povprečni vrednosti ranga je razvidno, da je ta

manjši v skupini, kjer delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju na dan objave namere prevzema presega zadevni povprečni lastniški delež. Povprečna vrednost ranga prve skupine znaša 90,54, medtem ko znaša povprečna vrednost ranga skupine, kjer delež lastništva prevzemnika na dan objave namere prevzema ne dosega povprečnega deleža lastništva prevzemnika, 94,79.

Tabela 6: Rezultat testne statistike glede na začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju

	Lastništvo
Mann–Whitney U	3981,500
Wilcoxon W	7062,500
Z	–,532
Stopnja značilnosti (2–stranska)	,594
a uskupinjevana spremenljivka: Skupina_2	

Iz rezultatov testne statistike izhaja pripadajoča stopnja značilnosti v višini 0,594. Glede na uporabljen enostranski preizkus je potrebno dobljeno vrednost deliti z 2. Ker dobljena vrednost presega $\alpha = 0,05$, ne morem zavreči ničelne hipoteze.

Na podlagi primerjave vzorcev ne morem trditi, da je prevzemna premija pri prevzemih, kjer lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju dosega oziroma presega povprečni delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju, nižja od prevzemne premije pri prevzemih, kjer delež lastništva prevzemnika ne dosega povprečnega deleža lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju.

4.2.3 Analiza prevzemne premije glede na uspešnost ciljnega podjetja pred prevzemom

Za ponazoritev uspešnosti preteklega poslovanja podjetja v svoji raziskavi Stulz, Walking in Song (1990) in Servaes (1991) uporabljajo Tobinov q koeficient. Zaradi pomanjkljivih podatkov za izračun q koeficienta po vzoru raziskave Bugeja in Walterja (1995) za ponazoritev uspešnosti poslovanja ciljnega podjetja v času pred objavo prevzemnikove namere za prevzem ciljnega podjetja uporabljam presežno donosnost ciljnega podjetja v obdobju $T - 3$ leta do $T - 90$ dni pred dnevom objave namere za prevzem oziroma dnevom pridobitve kontrole.

Za izračun presežne donosnosti uporabljam metodo tržno prilagojene donosnosti (angl. *market adjusted return method*), ki dejansko donosnost izbranega vrednostnega papirja v obravnavanem obdobju primerja z normalno donosnostjo istega obdobja. Kot normalno upoštevam donosnost indeksa DAX relevantnega obdobja. Razlika predstavlja presežno donosnost, torej del donosnosti, ki ni predviden in je posledica nastopa proučevanega dogodka – objave namere prevzema oziroma pridobitve kontrole.

S primerjavo prevzemnih premij obeh vzorcev želim pokazati, ali so prevzemne premije v vzorcu zajetih podjetij, ki ne dosegajo normalne donosnosti oziroma je presežna donosnost negativna, višje od prevzemnih premij v vzorec zajetih podjetij, katerih donosnost v obdobju 3 let do 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole dosega oziroma presega normalno donosnost oziroma je presežna donosnost večja ali enaka 0.

Za ta namen sta oblikovani ničelna H_0 in alternativna hipoteza H_1 in sicer:

H_0 : μ prevzemnih premij podjetij z negativno presežno donosnostjo = μ prevzemnih premij podjetij s pozitivno oziroma ničelno presežno donosnostjo

H_1 : μ prevzemnih premij podjetij z negativno presežne donosnostjo > μ prevzemnih premij podjetij s pozitivno oziroma ničelno presežno donosnostjo

V nadaljevanju so predstavljeni rezultati Mann–Whitneyevega testa primerjave razlik v velikosti doseženih prevzemnih premij glede na doseganje oziroma nedoseganje presežne donosnosti v vzorec zajetih podjetij v obdobju 3 leta do 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole.

Tabela 7: Rangi glede na presežno donosnost

	Skupina_3	Število	Povprečni rang	Vsota rangov
Presežna donosnost	1	88	93,16	8201,00
	2	97	92,82	9004,00
	Skupaj	185		

Iz podatkov zgornje tabele je moč razbrati, da donosnost v obravnavno zajetih delnic ciljnih podjetij v 88 (97) primerih presega (ne presega) donosnost primerjalnega indeksa DAX v obdobju 3 leta do 90 dni pred dnevom objave namere za prevzem ciljnega podjetja oziroma pridobitvijo kontrole s strani prevzemnika.

Iz podatkov o povprečni vrednosti ranga je razvidno, da je ta večji v skupini delnic ciljnih podjetij, katerih donosnost v obdobju 3 leta do 90 dni pred dnevom objave namere prevzema oziroma pridobitve kontrole presega donosnost indeksa DAX, in znaša 93,16. Povprečna vrednost ranga skupine delnic ciljnih podjetij, katerih donosnost v zadevnem obdobju ne dosega donosnost indeksa DAX, znaša 92,82.

Iz rezultatov primerjave vzorcev iz spodnje tabele je razvidno, ali so razlike med skupinama značilne. Iz rezultatov testne statistike izhaja pripadajoča stopnja značilnosti v višini 0,963. Glede na uporabljen enostranski preizkus je potrebno dobljeno vrednost deliti z 2. Ker dobljena vrednost presega $\alpha = 0,05$, ne morem zavreči ničelne hipoteze.

Tabela 8: Rezultat testne statistike glede na presežno donosnost

	Presežna donosnost
Mann–Whitney U	4251,000
Wilcoxon W	9004,000
Z	–,047
Stopnja značilnosti (2–stranska)	,963
a uskupinjevana spremenljivka: Skupina_3	

Na podlagi primerjave vzorcev ne morem trditi, da je prevzemna premija pri prevzemih, kjer donosnost ciljnega podjetja v času 3 let do 90 dni pred dnevom objave namere prevzema oziroma pridobitve kontrole, višja od prevzemne premije pri prevzemih, kjer donosnost ciljnega podjetja v omenjenem obdobju dosega oziroma presega normalno donosnost oziroma je dosežena presežna donosnost večja ali enaka 0.

SKLEP

Kot navedeno v uvodu magistrskega dela, iz ugotovitev empirične literature izhaja, tako Martynova in Renneboog (2008, str. 9), da gre večina v prevzemu ustvarjenih koristi delničarjem ciljnih družb. Ti naj bi bili nesporni zmagovalci prevzemov. Na podlagi rezultatov analize 185 prevzemov v Nemčiji, izvedenih v obdobju 2002 do 2010 izhaja, da to sicer načeloma drži. Delničarji ciljnih podjetij so tako bili v obravnavanem obdobju v povprečju upravičeni do 5,60–odstotne prevzemne premije, preračunano na celotno obravnavano obdobje. V kolikor pa analiziram koristi delničarjev ciljnih podjetij na ravni posameznega leta, iz rezultatov analize izhaja, da so bile prevzemne premije v posameznih letih v povprečju celo negativne.

Dogma o delničarjih ciljnih družb kot zmagovalci prevzemov se nekoliko popači tudi ob primerjavi donosov, ustvarjenih z delnicami ciljnih podjetij, z normalnimi oziroma pričakovanimi donosi. Iz rezultatov analize namreč izhaja, da je v povprečju donosnost indeksa DAX, ki sem ga uporabil kot referenčni indeks normalne oziroma pričakovane donosnosti, v obdobju 3 let do 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole v primeru prevzemov, katerih namera oziroma pridobitev kontrolnega deleža je bila objavljena v letu 2008 oziroma 2009, presegla donosnost delnic ciljnih družb v omenjenem obdobju. Donos, do katerega so upravičeni delničarji teh podjetij, tako ni upravičil večje tveganosti naložbe.

Iz podatkov o gibanju števila transakcij in o prevzemnih premijah je razvidno, da je svetovna finančna kriza pustila svoj pečat tudi v Nemčiji. Po precej eksplozivni rasti tako števila kot volumna transakcij v letih 2004 do 2007 je sledilo obdobje streznitve, katerega konci segajo tudi v leto 2010. Četudi še ni najti uradnega poročila o prevzemnem dogajanju v prvi polovici leta 2010, si je težko predstavljati, da bi bila stanje ob koncu letošnjega leta bistveno bolj drugačno, kot pa gre sklepati iz do konca meseca julija letos objavljenih transakcij. Na

podlagi teh nekaj transakcij lahko sklepam, da bo zgodba o prevzemih z letnico 2010 precej podobna tisti iz preteklega leta.

Začetek obravnavanega obdobja analize prevzemnih premij sovpada z začetkom veljavnosti nemškega zakona o prevzemih in zaznamuje konec samoregulacije udeležencev trga kapitala. Vendar pa se učinki obdobja samoregulacije poznajo še leta po začetku veljavnosti omenjenega zakona. Tako je mogoče tudi v zadnjem času naleteti na primere transakcij, pri katerih lastništvo delnic, ki so v lasti prevzemnika ali z njim povezanih podjetij, izvira še iz časa pred sprejetjem zakona, ki ureja obvezo objave prevzemne ponudbe v primeru pridobitve kontrolnega deleža v ciljnim podjetju. Trg kapitala Nemčije tako tudi danes zaznamujejo dogodki pred sprejetjem omenjenega zakona.

Pri interpretaciji rezultatov analize prevzemnih premij je potrebno upoštevati, da se v rezultatih odražajo transakcije z vrednostnimi papirji, ki so na dan objave namere prevzema oziroma pridobitve kontrole v lasti prevzemnika. Rezultati analize tako ne odražajo morebitnih učinkov transakcij z vrednostnimi papirji, za katere so obstoječi lastniki vrednostnih papirjev ciljnega podjetja še pred objavo prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole s prevzemnikom sklenili sporazum o nesprejetju prevzemnih ponudb oziroma neprodaji delnic v njihovi lasti do določenega trenutka ali izpolnitve v sporazumu dogovorjenih pogojev. Analiza učinkov odprave vseh ali vsaj nekaterih omejitev ni zajeta v tem magistrskem delu. V danem trenutku je tako mogoča zgolj napoved učinkov odprave teh omejitev. Upam si sicer trditi, da se rezultati analize ob odpravi navedenih omejitev ne bi pomembneje razlikovali od trenutnih, ali vsaj ne na ravni celotnega vzorca 185 v analizo zajetih transakcij. Najverjetneje pa bi odprava teh omejitev opazneje spremenila rezultate analize prevzemne premije na ravni posameznega leta.

Drug dejavnik, ki bi, če vključen, popačil rezultate analize prevzemnih premij, so transakcije s paketi delnic na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole. Enako kot slovenski tudi nemški trg kapitala ni imun na bolj ali manj skrivne dogovore s pomembnejšimi lastniki delnic ciljnih podjetij še pred uradno objavo informacij o nameravanem prevzemu podjetja. Tako rezultati analize ne odražajo transakcij z večjimi paketi delnic ciljnih podjetij na dan objave namere prevzema ali pridobitve kontrole. Za vključitev učinkov teh transakcij v rezultate analize prevzemne premije je potrebno izbrati ustrežnejši presečni dan. Alternativa dnevu objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole je lahko dan objave prevzemne ponudbe. Vendar pa se je ob tem potrebno zavedati, da je bila javnost o nameravanem prevzemu že obveščena na dan objave prevzemne namere in da cena delnice ciljnega podjetja na dan objave prevzemne ponudbe že vključuje vse javno znane informacije. Udeleženci borznega trga so tako obveščeni o nameravanem prevzemu in imajo oziroma so do konca leta 2009 imeli tudi dostop do informacij o v skladu z določbami WpÜG zahtevanem minimalnem nadomestilu. Na podlagi preteklih transakcij z delnicami potencialnih tarč v obdobju 3 mesecev pred dnevom objave namere prevzema oziroma pridobitve kontrole in informacijami o minimalnem zahtevanem nadomestilu lahko, oziroma

so lahko, ostali udeleženci borznega trga imeli dostop do informacij o potencialni ali vsaj najmanjši pričakovani ceni, ki jo je prevzemnik v postopku prevzema pripravljen oziroma primoran ponuditi za delnice ciljnega podjetja.

Pri posameznih transakcijah, zajetih v analizo prevzemnih premij, pa je bila informacija o ceni, ki jo je prevzemnik nameraval ponuditi delničarjem ciljnih podjetij v zameno za njihove delnice, objavljena že na dan objave namere za prevzem oziroma pridobitve kontrole. Element negotovosti glede ponujene cene v prevzemu je tako izključen in bi bilo, v primeru izbire dneva objave prevzemne ponudbe, smiselno takšne transakcije izključiti iz nadaljnje analize prevzemne premije.

Iz rezultatov statistične analize prevzemne premije sicer izhaja, da ni mogoče potrditi postavljenih hipotez. Četudi oblikovane na podlagi smiselnih domnev in empiričnih ugotovitev preteklih raziskav prevzemnih premij teh nisem uspel potrditi.

Četudi bi na podlagi rezultatov testne statistike uspel potrditi veljavnost postavljenih hipotez, s tem ne bi pridobil zadovoljive razlage razlik v višini prevzemnih premij. Analiza determinant tako ostaja predmet nadaljnjih raziskav prevzemnih premij v Nemčiji.

LITERATURA IN VIRI

1. Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120.
2. Ambrose, B. W., & Megginson, W. L. (1992). The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 575–589.
3. Amoaku–Adu, B., & Yagil, J. (1986). Stock Price Behaviour Between the Base, Announcement and Consummation Dates of the Merger. *Journal of Economics and Business*, 38(2), 105–111.
4. Asquith, P. (1983). Merger Bids, Uncertainty, and Stocholder Returns. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 51–83.
5. Auerback, A. J., & Reishus, D. (1988). The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions. V Auerbach, A. J., & Reichus D. (ur.), *Mergers and Acquisitions* (str. 69–86). Chicago: National Bureau of Economic Research.
6. BaFin. (2010). *Die einzelnen Schritte eines Angebotsverfahrens*. Aufsicht über Wertpapiererwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach dem WpÜG. Najdeno 16. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.bafin.de/nr_724104/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/Unternehmensuebernahmen/allgemein.html
7. BaFin. (2003). Letno poročilo za leto 2002. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
8. BaFin. (2004). Letno poročilo za leto 2003. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
9. BaFin. (2005). Letno poročilo za leto 2004. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
10. BaFin. (2006). Letno poročilo za leto 2005. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
11. BaFin. (2007). Letno poročilo za leto 2006. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
12. BaFin. (2008). Letno poročilo za leto 2007. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
13. BaFin. (2009). Letno poročilo za leto 2008. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
14. BaFin. (2010). Letno poročilo za leto 2009. Bonn in Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
15. Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–78.
16. Barclay, M. J., & Warner, J. B. (1993). Stealth trading and volatility. *Journal of Financial Economics*, 34(3), 281–305.

17. Barber, B., & Lyon, J. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359–399.
18. Bartley, J. W., & Boardman, C. M. (1986). Replacement–cost adjusted valuation ratio as a discriminator among takeover target and non–target firms. *Journal of Economics and business*, 38(1), 41–55.
19. Bastič, M. (2006). *Metode raziskovanja*. Maribor: Ekonomsko–poslovna fakulteta Maribor.
20. Baum, H. (2006). Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model. *University of Tokyo Journal of Law and Politics*, 3 (polletje), 60–72.
21. Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research Supplement*, 6, 67–92.
22. Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeover: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347–362.
23. Bertoncel, A. (2005). *Čas prevzemov: Prevzeti ali biti prevzet: Vodnik za uspešne prevzeme*. Ljubljana: GV Založba.
24. Berkshire Hathaway Inc. (1982). *Letno poročilo 1981*. Omaha: Bershire Hathaway, Inc.
25. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
26. Bešter, J. (2000). *Prevzemi podjetij in njihovi motivi – empirična analiza na primeru Slovenije* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Betton, S., & Eckbo, E. B. (2000). Toeholds, bid jumps, and expected payoff in takeovers. *Review of Financial Studies*, 13(4), 841–882.
28. Betton, S., Eckbo, E. B., & Thorburn, K. (2005). *The Toehold Puzzle*. CERP Discussion Paper No. 5084. Najdeno 12. julija 2010 na <http://ssrn.com/abstract=715601>.
29. Betton, S., Eckbo, E. B., & Thorburn, K. (2008). *Markup pricing revisited*. (Working Paper No. 2008 – 45). Dartmouth: Tuck School of Business. Najdeno 11. maja 2009 na spletni strani <http://ssrn.com/abstract=1094946>.
30. Bibler, S. R. (1989). *The Artur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions*. New York: John Wiley & Sons.
31. Bimberg, M. C. (2009). *Unternehmensübernahmen und Erwerbsangebote in Deutschland – Eine empirische Analyse* (1. izdaja). Wiesbaden: Gabler.
32. Blättchen, W., & Götz, A. (2002). Übernahmen börsennotierter Unternehmen in Deutschland im ersten Halbjahr 2002. *Finanz Betrieb*, (11), 660–666.
33. Blättchen, W., & Götz, A. (2004). Übernahmen börsennotierter Unternehmen in Deutschland im zweiten Halbjahr 2003. *Finanz Betrieb*, (4), 324–326.
34. Blättchen, W., & Götz, A. (2006). Übernahmen börsennotierter Unternehmen in Deutschland im zweiten Halbjahr 2005. *Finanz Betrieb*, (4), 270–272.

35. Blättchen, W., & Nespethal, U. (07.04.2008). "Öffentliche Übernahmen" börsennotierter Unternehmen in Deutschland: Halbjahresreport 2. Halbjahr 2007. *Corporate Finance Biz*, (4), 301–304.
36. Blättchen, W., & Nespethal, U. (2009). "Öffentliche Übernahmen" börsennotierter Unternehmen in Deutschland: Halbjahresreport 2. Halbjahr 2008. *Corporate Finance Biz*, (4), 217–220.
37. Blättchen, W., & Nespethal, U. (2010). "Öffentliche Übernahmen" börsennotierter Unternehmen in Deutschland: Halbjahresreport 2. Halbjahr 2009. *Corporate Finance Biz*, (3), 197–199.
38. Bloomberg. (b.l.). Historični podatki o cenah delnic obravnavanih podjetij.
39. Boerse Online. (b.l.). Historični podatki o cenah delnic obravnavanih podjetij. Najdeno na spletni strani <http://www.boerse-online.de/>
40. Bösecke, K. (2009). *Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances*. Wiesbaden: GWV Fachverlage GmbH.
41. Bradley, M., Desai, A., & Kim, H. E. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3–40.
42. Brealey, R. A. (1991). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill.
43. Bressmer, C., Moser, A. C., & Sertl, W. (1989). *Vorbereitung und Abwicklung der Übernahme von Unternehmen*. Stuttgart: Kohlhammer.
44. Brigham, F. E. (1992). *Fundamentals of Financial Management*. Fort Worth: The Dryden Press.
45. Bris, A. (1998). *Wehn do bidders purchase a toehold? Theory and Tests (Working paper)*. Yale University. Najdeno 18. marca 2010 na spletni strani <http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/98111710.pdf?abstractid=139824&mirid=1>.
46. Bris, A. (2002). Toeholds, takeoer premium, and the probability of being acquired. *Journal of Corporate Finance*, 8(3), 227–253.
47. Bugeja, M., & Walter, T. (1995). An Empirical Analysis of Some Determinants of the Target Shareholder Premium in Takeovers. *Accounting & Finance*, 35(2), 33–60.
48. Campbell, C., & Wasley, C. (1996). Measuring abnormal trading volume for samples of NYSE/ASE and NASDAQ securities using parametric and nonparametric test statistics. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 6(3), 309–326.
49. Chakravarty, S., & McConnell, J. J. (1997). An Analysis of Prices, Bid/Ask Spreads, and Bid and Ask Depths Surrounding Ivan Boesky's Illegal Trading in Carnation Stock. *Financial Management*, 26(2), 18–34.
50. Church, J. (2004). *The Impact of Vertical and Conglomerate Mergers on Competition. Final Report for Directorate General for Competition Directorate B Merger Task Force*. European Commission, (september). Najdeno 31. marca 2010

- na spletni strani
http://ec.europa.eu/competition/mergers/studies_reports/merger_impact.pdf
51. Cornell, B., & Sirri, E. R. (1992). The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading. *Journal of Finance*, 47(3), 1031–1059.
 52. Čargo, M. (2004). *Analiza problematike nacionalne kulture pri čezmejnih združitvah in prevzemih: analiza na primeru Daimler – Chrysler* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 53. Čeh, S. (2002, 1. junij). Nekateri so zelo obogateli. *Delo*, str. 8–9.
 54. Dahlin, P., Halinen, A., & Hvaila, V. (2009). Driving into »merger waves« – An analysis of inter-firm linkages in acquisitions. *25th IMP Conference*. Marseilles. Najdeno 28. januarja na spletni strani <http://www.impgroup.org/uploads/papers/7215.pdf>
 55. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools for Determining the Value of Any Asset* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
 56. DGAP – Die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität. (b.l.) Najdeno na spletni strani <http://www.dgap.org/>
 57. Dietrich, J. K., & Sorensen, E. (1984). An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Targets. *Journal of Business Research*, 12(3), 393–402.
 58. Dodd, P., & Ruback, R. (1977). Tender offers and stockholder returns – An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 351–374.
 59. Dolley, J. C. (1933). Characteristics and Procedure of Common Stock Split-ups. *Harvard Business Review*, 11(april), 316–326.
 60. Dubrovski, D. (2004). *Strateške poslovne in kapitalske povezave*. Koper: Fakulteta za management.
 61. Duchin, R., & Schmidt B. (2007). *Riding the Merger Wave (Working Paper)*. University of Southern California: Marshall School of Business. Najdeno 28. januarja 2010 na spletni strani <http://webuser.bus.umich.edu/duchin/Riding%20the%20Merger%20Wave.pdf>
 62. Dunstan, K. (1995). *Corporate Acquisitions: Motivation and Consequence (Working Paper)*. Queensland University of Technology. Najdeno 28. januarja 2010 na spletni strani http://jwc.jxnu.edu.cn:8080/kc/gsjr/file/Corporate%20Acquisitions_%20Motivation%20and%20Consequence.pdf
 63. Eckbo, E. B. (1986). Mergers and the Market for Corporate Control: The Canadian Evidence. *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Economiqe*, 19(2), 236–260.
 64. Eckbo, E. B., & Thorburn K. S. (2000). Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1), 1–25.
 65. Ellert, J. C. (1976). Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns. *Journal of Finance*, 31(2), 715–732

66. Eis, C. (1969). The 1919–1930 Merger Movement in American Industry. *Journal of Law & Economics*, 12(2), 267–296.
67. Fama, E. F. (1965). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analyst Journal*, 21, 55–60.
68. Fama, E. F., Jensen, M. C., Fisher, L., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21.
69. Fische, R. P., & Robe M. A. (2001). The Impact of Illegal Insider Trading in Dealer and Specialist Markets: Evidence from a Natural Experiment. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 461–488.
70. Flanagan, J. D., & O'Shaughnessy, K. C. (2003). Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research*, 56(8), 573–585.
71. Frank, M. G. (1993). *Rahmenbedingungen von Unternehmensübernahmen in Deutschland*. Stuttgart, Berlin, Köln: Kohlhammer.
72. Gaughan, A. P. (1999). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
73. Gaughan, A. P. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (4th ed.). New York: John Wiley & Sons.
74. Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpüG). *Uradni list Zvezne republike Nemčije* št. 72/2001.
75. Gilson, R. J., & Black, B. S. (1995). *The Law And Finance Of Corporate Acquisitions* (2nd ed.). New York: Westbury.
76. Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), 9–45.
77. Gondhalekar, V. B., Sant, R. R., & Ferris, P. S. (2004). The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Takeover Premia. *Applied Economics Letters*, 11(1), 735–739.
78. Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624–642.
79. Gupta, A., & Misra, L. (1989). Public Information and Pre-Announcement Trading in Takeover Stocks. *Journal of Economics and Business*, 41(3), 225–233.
80. Halpern, P. (1983). Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *Journal of Finance*, 38(2), 297–317.
81. Hampton, J. J. (1989). *Financial Decision Making: Concepts, Problems, and Cases*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International.
82. Han, A. (2010, 4. marec). Efficient Market Hypothesis. *Alvinhan.com*. Najdeno 2. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.alvinhan.com/Efficient-Market-Hypothesis.htm>
83. Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *Journal of Finance*, 54(6), 1969–1997.

84. Harford, J. (2004). What drive merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529–560.
85. Harris, S. R., Franks, J., & Mayer, C. (1987). Means of payment in takeovers: Results for the U.K. and U.S. *National Bureau of Economic Research (Working Paper No. 2456)*. Najdeno 28. aprila 2010 na spletni strani http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977752
86. Hasbrouck, J. (1985). The Characteristics of Takeover Targets: Q and Other Measures. *Journal of Banking and Finance*, 9(3), 351–362.
87. Hayward, L. A. M., & Hambrick, C. D. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103–127.
88. Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1997). Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial? *Sloan Business Review*, 38(4), 45–57.
89. Hitt, A. M., Jeffrey, S. H., & Ireland, R. D. (2001). *Mergers and Acquisitions – A Guide to Creating Value For Shareholders*. New York: Oxford University Press.
90. Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2007). *Strategic Management: Competitiveness and Globalisation Concepts*. London: South-Western.
91. Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1985). Raiders or Saviors? The Evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 555–579.
92. Homberg, F., Rost, K., & Osterloh, M. (2009). Do synergies exist in related acquisitions? – A meta-analysis of acquisition studies. *Review of Managerial Science*, 3(2), 75–116
93. Hrnčič, J. (2002). *Determinante prevzemne premije – teoretični in empirični vidik* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
94. Jabbour, A. R., Jalilvand, A., & Switzer, J. A. (2000). Pre-Bid Run-Ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 9(1), 21–43.
95. Jarell, A. G., & Poulsen, A. (1989). The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades. *Financial Management*, 18(3), 12–19.
96. Jarell, A. G., Brickley, A. J., & Netter, M. J. (1988). The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 49–68.
97. Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *Academy of Management Review*, 11(1), 145–163.
98. Jensen, C. M., & Ruback, S. R. (1983). The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 5–50.
99. Jensen, C. M. (1986a). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
100. Jensen, C. M. (1986b). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4(2), 6–32.
101. Jensen, C. M. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21–48.

102. Jennings, R. H., & Mazzeo, M. A. (1993). Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids. *Review of Financial Studies*, 6(4), 883–910.
103. Jörn, H. (2000). *Der Übernahmekodex für öffentliche Angebote : Darstellung und ökonomische Analyse*. Hamburg: LIT Verlag.
104. Kaiser S. (2004). *Teoretična analiza prevzemov podjetij s poudarkom na različnih oblikah financiranja* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko–poslovna fakulteta.
105. Kaplan, N. S., & Weisbach, S. M. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *Journal of Finance*, 47(1), 107–138.
106. Keown, A. J., & Pinkerton, J. M. (1981). Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 36(4), 855–869.
107. Khotari, S. P., & Warner J. B. (2006). Econometrics of Event Studies. V Eckbo, B. E. (ur.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (str. 5–58). Elsevier: North–Holland.
108. King, M. R., & Padalko, M. (2005). Pre–Bid Run–Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem? *Financial Management*, 38(4), 699–726.
109. Kirn, K. (2009). *Managerski odkupi s poudarkom na primeru Jate Emone* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
110. Kocbek, M. (1997). *Zakon o prevzemih s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
111. Koželj, G. (2003). *Uresničevanje ekonomskih interesov prevzetih slovenskih podjetij v primeru prevzema s strani tujih prevzemnikov* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
112. Kuehn, D. (1975). Takeovers and the Theory of The Firm. *Management Learning*, 6(3), 208–209.
113. Lahovnik, M. (1998). *Proučevanje strategije priključitve podjetja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
114. LaMotta, L. (2008, 15. april). Merge or Die. *Forbes.com*. Najdeno 24.decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.forbes.com/2008/04/15/continental-united-closer-markets-equity-cx_lal_0415markets40.html?feed=rss_popstories
115. Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walking, A. (1989). Managerial Performance, Tobin's Q, And the Gains From Successful Tender Offers. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 137–154.
116. Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walking, A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis – The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 315–335.
117. Langetieg, T. (1978). An Application of a Three–factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger. *Journal of Financial Economics*, 6(2/3), 365–384.

118. Lehn, K., & Poulsen, A. B. (1987). Sources of Value in Leveraged Buyout. V Weidenbaum, M. L. & Chilton, K. W. (ur.), *Public Policy Towards Corporate Takeovers* (str. 46–63). New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers.
119. Levine, N. S. (1989). *The Acquisition Manual*. New York: New York Institute of Finance.
120. Lennenbach, M. (2009). Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. V P. Derleder, K. O. Knops, H. G. Bamberer, *Handbuch zum Deutschen und europäischen Bankrecht* (str. 1585–1615). Hiedelberg: Springer–Verlag Berlin Heidelberg.
121. Levine, P., & Aaronovitch, S. (1981). The Financial Characteristics of Firms and Theories of Merger Activity. *The Journal of Industrial Economics*, 30(2), 149–172.
122. Lipton, M. (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. *The Davies Lecture*. York: Osgoode Hall Law School. Najdeno 19. februarja 2010 na spletni strani [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$file/merger%20waves_toronto_lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$file/merger%20waves_toronto_lipton.pdf)
123. Machiraju, H. R. (2003). *Mergers, Acquisitions and Takeovers*. New Delhi: New Age International Ltd.
124. MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
125. Majdič, Š. S. (2007). *Prevzemi in prevzemne premije: Teoretični in empirični vidik* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
126. Mandelker, G. (1974). Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303–335.
127. Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110–120.
128. Markham, J. W. (1955). Survey of the Evidence and Findings on Mergers. V *Business Concentration and Price Policy* (str. 139–210). Princeton: Princeton University Press.
129. Martynova, M., & Renneboog, L. (2005). *Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives (Discussion Paper 2005–029)*. Tilburg: Tilburg Law and Economic Center. Najdeno 20. februarja 2009 na spletni strani <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=53844>
130. Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148–2177.
131. Meulbroek, L. K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *Journal of Finance*, 47(5), 1661–1699.
132. Miranda, D. F. (2007, 1. april). Merge, Die or Thrive? *National Real Estate Investor*. Najdeno 1. junija 2008 na spletnem naslovu http://nreionline.com/commentary/brokerageinsights/real_estate_merge_die_thrive
133. Moeller, S., & Brady, C. (2007). *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

134. Mramor, D. (1994). *Poglavja iz poslovnih financ.* Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
135. Mramor, D. (1999). *Slovensko–angleški, angl. slovenski slovar poslovnofinančnih izrazov.* Ljubljana: Gospodarski vestnik.
136. Mukherjee, T. K., Kiymaz, H., & Baker, K. H. (2004). Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7–24.
137. Mulherin, J. H., & Boone, L. A. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117–139.
138. Nahavandi, A., & Malekzadeh, R. A. (1993). *Organizational culture in the management of mergers.* Westport, CT: Quorum Books.
139. Nielsen, F. J., & Melicher, R. W. (1971). A financial analysis of acquisitions and merger premiums. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(2), 139–148.
140. O'Brien, A. P. (1988). Factory Size, Economies of Scale, and the Great Merger Wave of 1898 – 1902. *The Journal of Economic History*, 48(3), 639–649.
141. Owen, S. (2006). *The history and mystery of merger waves: A UK and US perspective (Working Paper No. 2006-02).* Australia: University of New South Wales. Najdeno 15. maja 2009 na spletni strani http://www.docs.fce.unsw.edu.au/banking/workpap/wp_02_2006.pdf
142. Pajek, I. (2008). *Sinergijski učinki združevanja finančnih holdingov na izbranem primeru* (magistrsko delo). Koper: Fakulteta za management.
143. Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 3–35.
144. Pass, C., Lowes, B., Pendelton, A., & Chadwick, L. (1995). *Collins Dictionary of Business.* Glasgow: HarperCollins
145. Patell, J. (1976). Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests. *Journal of Accounting Research*, 14(2), 246–276.
146. Pausenberger, E. (1990). Merger. V Grochla, E., Gaugler, E., Büschgen, H. E., Chmielewicz, K., Coenenberg, A. G., Kern, W., Köhle, R., Meffert, H., Schweitzer, M., Szyperski, N., Wittman, W. & Wysocki, K. (ur.), *Handbook of German Business Management* (str. 1482–1489). Stuttgart/Heidelberg: C. E. Poeschel–Verlag GmbH.
147. Petty, J. W., Keown, J. A., Scott, D. F. Jr. & Martin, J. D. (1993). *Basic Financial Management* (6th ed.). New York: Engelwood Cliffs.
148. Piatkowski, M. (2001). *Leveraged Buyouts in Poland.* Warsaw: Centre for Transformation, Integration and Globalization.
149. Pikula, A. D. (1999). *Mergers & Acquisitions: Organizational Culture & HR Issues.* Kingston: Queen's University.
150. Pound, J., & Zeckhauser, R. J. (1990). Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumours on Stock Prices. *Journal of Business*, 63(3), 291–308.
151. Powell, R. G. (1997). Modelling Takeover Likelihood. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7/8), 1009–1030.

152. Ravenscraft, J. D. (1987). The 1980s Merger Wave: An Industrial Perspective. V Browne, L. E., & Rosengren, E. S. (ur.), *The merger boom* (str. 17–37). Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
153. Reis, E. (2006). *Managerial Incentives and Takeover Wealth Gains* (doktorska disertacija). Georgia State University.
154. Rhodes–Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685–2718.
155. Rissel, D. R. (2002, 12. marec). Overview of the new German Takeover Law. *Eurojuris Law Journal*. Najdeno 12. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.eurojurislawjournal.net/RA/Rissel/Overview-of-the-new-German-Takeover-Law.html>.
156. Rock, M. L., Rock, R. H., & Sikora, M. (1994). *The Mergers & Acquisitions Handbook* (2nd ed.). New York: McGraw–Hill.
157. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1993). *Corporate Finance*. Boston: Irwin.
158. Samuelson, P. A. (1970) *Economics* (8th ed.). New York: McGraw Hill.
159. Scharf, A. C., Seha, E. E., & Beck, C. G. (1991). *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers: A Handbook with Forms*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
160. Sanders, R. W., & Zdanowicz, J. S. (1992). Target Firm Abnormal Returns and Trading Volume Around the Initiation of Change in Control Transactions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1), 109–129.
161. Scherer, M. F. (1970). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Chicago: Rand McNally & Company.
162. Schlossberg, R. S. (2008). *Mergers and acquisitions: Understanding the Antitrust Issues* (3rd ed.). Chicago: American Bar Association. Section of Antitrust Law.
163. Schwert, W. G. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153–192.
164. Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance*, 46(1), 409–419.
165. Shapiro, A. C. (1990). *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
166. Shleifer, A., & Vishny, W. R. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 17(4), 1343–1366.
167. Shleifer, A., & Vishny, W. R. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311.
168. Singh, H., & Montgomery, C. (1987). Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377–387.
169. Sirower, M. L. (2000). *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: Free Press.
170. Steiner, P. O. (1975). *Mergers: Motives, Effects, Policies*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

171. Stigler, G. (1950). Monopoly and Oligopoly Power by Merger. *American Economic Review*, 40(2), 23–34.
172. Stulz, R. M., & Walkling, R. A. & Song, M. H. (1990). The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers. *The Journal of Finance*, 45(3), 817–833.
173. Straub, T. (2007). *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Analysis*. Deutscher Universitäts-Verlag.
174. Stulz, R. M., & Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 501–521.
175. Sudarsanam, P. S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Hemel Hempstead: Prentice Hall International Ltd.
176. Sudarsanam, P. S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Essex: Prentice Hall / Financial Times.
177. Špec, B. (1996). Nemška pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij. *Pravna praksa*, 5, 15–23.
178. Štepec, S. (2008, 13. maj). Kakšne so možne tehnike nakupa podjetja. *Finance*, str. 4.
179. Tajnikar, M. (2000). Pripojitve, spojitve in prevzemi. V *Združitve in prevzemi gospodarskih družb* (str. 25–38) . Ljubljana: Društvo ekonomistov.
180. Tekavec, J., & Pučnik, J. (2002). *Prevzemi podjetji in varovanje konkurence*. Tržič: Učila International.
181. Thorp, L. W. (1941). The Increasing Responsibility of Management. *Journal of Accountancy*, 72(5).
182. Toutant, C. (2005, 17. oktober). It's Grow, Merge or Die. *New Jersey Law Journal*. Najdeno 10. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.law.com/jsp/law/sfb/lawArticleSFB.jsp?id=900005545824>
183. Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283–295.
184. Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms's Stock Returns. *The Journal of Finance*, 17(4), 943–963.
185. Troha, A. B. (2003). *Združitve v avtomobilski industriji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
186. Turner, D. F. (1965). Conglomerate Mergers and Section 7 of the Clayton Act. *Harvard Law Review*, 78(7), 1313–1395.
187. Vahčič, T. (2003). *Učinkovitost trga kapitala in testiranje srednje močne oblike s študijo dogodka* (diplomsko delo). Univerza v Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
188. Varanelli, L. (2001, 15. junij). Leveraged buyouts med teorijo in prakso. *Podjetje in delo*, 3(27), str. 356–369.
189. Vasilaki, A., & O'Regan, N. (2008). Enchanting post-acquisition organisational performance: The role of the top management team. *Team Performance Management*, 14(3/4), 134–145.

190. Walkling, A. R., & Edmister, O. R. (1985). Determinants Of Tender Offer Premiums. *Financial Analyst Journal*, 41(1), 30–37.
191. Walter, A. G. (1985). Culture collisions in mergers and acquisitions. V Frost, P. J. & Moore, L. R. & Reis, M. & Lundberg C. D. & Martin, J., *Organizational culture* *Organizational culture* (str. 301–314). San Francisco: Sage Publications.
192. Walter, R. M. (1994). The usefulness of current cost information for identifying takeover targets and earning above-average stock returns. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 9(2), 349–380.
193. Walters, S. J. K. (1993). *Enterprise, Government and the Public*. New York: McGraw–Hill.
194. Wensley, R. (1982). PIMS and BCG: New horizons or false dawn? *Strategic Management Journal*, 3(2), 147–158.
195. Weston, J. F. (1961). The Management of Corporate Capital: A Review Article. *The Journal of Business*, 34(2), 129–139.
196. Weston, J. F., Chung, S. K., & Hoag, E. S. (1990). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. Englewood Cliffs (N. J.): Prentice Hall.
197. Weston, J. F., & Chen, Y. (1994). *A Tale of Two Eras*. Washington: Business Economics.
198. Weston J. F., Siu, A. J., & Johnson, A. B. (2001). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance* (3rd ed.). New Jersey: Prentice Hall.
199. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/2006–NPB–1.
200. Zidar, J. (2007). *Managementski vidik prevzemov podjetij* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko – poslovna fakulteta.
201. Zupančič, A. (2001). *Kultura podjetja pri prevzemih in združitvah* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov	1
Priloga 2: Dinamika gibanja cen in obsega prometa	4
Priloga 3: Razlika med ceno delnice ciljnega podjetja v prevzemni ponudbi in zaključnim tečajem delnice na trgu	5
Priloga 4: Delež prevzemnika v lastništvu ciljnega podjetja na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole ($T - 0$)	10
Priloga 5: Porazdelitev prevzemnih premij	11
Priloga 6: Porazdelitev lastništva	12
Priloga 7: Dinamika povprečne presežne donosnosti	13
Priloga 8: Slovar tujih izrazov	14

Priloga 1: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov

Tabela 9: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov

	Prvi prevzemni val	Drugi prevzemni val	Tretji prevzemni val	Četrti prevzemni val	Peti prevzemni val	Novi prevzemni val
Obdobje	1890–ta do 1903	1910–ta do 1929	1950–ta do 1973	1981 do 1989	1993 do 2001	2003 do ?
Regija	ZDA	ZDA	ZDA, Velika Britanija, Evropa	ZDA, Velika Britanija, Evropa, Azija	ZDA, Velika Britanija, Evropa, Azija	ZDA, Velika Britanija, Evropa, Azija
Rezultat prevzemov	ustvarjanje monopolov	ustvarjanje oligopolov	rast skozi diverzifikacijo	odpravljanje neučinkovitosti	prilagajanje globalizaciji	globalna ekspanzija
Sorodnost industrije	Fokus	fokus	diverzifikacija	fokus	fokus	fokus
Industrije	hidravlična energija; tekstilna industrija; težka industrija	parni stroji; železo; železniške proge	elektrika; kemikalije; motorji z notranjim izgorevanjem	petrokemikalije; aviacija; elektronika; komunikacijska tehnologija	komunikacijska / informacijska tehnologija	n.a.
Glavni viri financiranja / sredstvo plačila	denar	lastniški kapital	lastniški kapital	plačilo z dolgom / plačilo z denarjem	lastniški kapital	financirano z lastniškim in dolžniškim kapitalom / plačilo z denarjem

Vir: Prirejeno po M. Martynova in L. Renneboog, 2008, str. 35.

Tabela 10: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov – nadaljevanje

	Prvi prevzemni val	Drugi prevzemni val	Tretji prevzemni val	Četrty prevzemni val	Peti prevzemni val	Novi prevzemni val
Sovražna prevzemna aktivnost	n.a.	n.a.	brez	visoka (ZDA in Velika Britanija); brez (Evropa); brez (Azija)	nekaj (ZDA in Velika Britanija); visoka (Evropa); brez (Azija)	nekaj (ZDA in Velika Britanija); nekaj (Evropa); nekaj (Azija)
Prevzemna aktivnost zunaj meja	n.a.	n.a.	n.a.	nekaj	srednja	Visoka
Dogodki, ki sovpadajo z začetkom vala	ekonomska ekspanzija; razvoj industrializacije; uvedba nove državne zakonodaje na področju inkorporacij; razvoj trgovanja na NYSE; radikalne spremembe v tehnologiji	ekonomsko okrevanje po Prvi svetovni vojni in borznem zlomu; okrepljeno uveljavljanje protimonopolne zakonodaje	ekonomsko okrevanje po Drugi svetovni vojni; zategovanje protimonopolne ureditve	ekonomsko okrevanje po recesiji; spremembe v protimonopolni zakonodaji; deregulacija sektorja finančnih storitev; novi finančni produkti in trgi; tehnološki napredek v elektroniki	razcvet ekonomskih in finančnih trgov; proces globalizacije; tehnološke inovacije; deregulacija in privatizacija	gospodarsko okrevanje po padcu 2000–2001

Vir: Prirejeno po M. Martynova in L. Renneboog, 2008, str. 35.

Tabela 11: Prikaz glavnih značilnosti prevzemnih valov – nadaljevanje II

	Prvi prevzemni val	Drugi prevzemni val	Tretji prevzemni val	Četrty prevzemni val	Peti prevzemni val	Novi prevzemni val
Druge posebnosti				LBO; MBO; »going private« transakcije; odprodaje premoženja	»mega« transakcije; odprodaje premoženja	transakcije s skladi privatnega kapitala
Dogodki, ki sovpadajo z zaključkom vala	zlom borze; ekonomska stagnacija; začetek Prve svetovne vojne	zlom borze; začetek Velike depresije	zlom borze; naftna kriza; ekonomsko upočasnjevanje	zlom borze	zlom trga; teroristični napad 11. septembra	n.a.

Vir: Prirejeno po M. Martynova in L. Renneboog, 2008, str. 35.

Priloga 2: Dinamika gibanja cen in obsega prometa

Tabela 12: Napoved dinamike gibanja cen in obsega (volumna) prometa

Spremenljivka	Hipoteza uhajanja informacij	Hipoteza pričakovanja trga
Presežni donosi	sovpadajo s presežnim obsegom trgovanja	blizu dneva objave namere prevzema
Vzorec presežnih donosov	presežni obseg v času aktivnosti insajderjev	vzorec se razkrije zgodaj; pozitivna avtokorelacija blizu dneva objave namere prevzema
Reakcija cene delnice na objavo namere prevzema	omejena reakcija na objavo namere prevzemu zaradi oblikovanja nove cene pred dnevom objave namere prevzema	precejšnja reakcija cene na objavo namere prevzema
Presežni obseg (volumen) trgovanja	sovpada z presežnimi donosi	pred presežnimi donosi
Vzorec presežnega obsega (volumna) trgovanja	brez vzorca	serijska korelacija raste blizu dneva objave namere prevzema podjetja

Vir: King, Padalko, Pre-Bid Run-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem, 2005, str. 31

Predstavljena tabela služi ponazoritvi napovedi dinamike gibanja cen delnice ciljnega podjetja in obsega (volumna) trgovanja glede na posamezno hipotezo porasta tečaja delnice ciljnega podjetja pred dnevom javne objave namere prevzema ciljnega podjetja.

Priloga 3: Razlika med ceno delnice ciljnega podjetja v prevzemni ponudbi in zaključnim tečajem delnice na trgu

Tabela 13: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 180 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole (T – 180) v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	31,94	-11,79	15,17	36,28	18,12	23,28	54,45	30,37	56,05	48,05
Mediana	19,69	1,56	1,88	21,55	7,78	3,23	36,05	23,53	42,46	43,90
Najmanjša vrednost	-83,99	-67,30	-83,99	-82,35	-56,87	-39,88	-10,39	-22,62	-6,43	-31,61
Največja vrednost	282,79	16,28	122,42	282,79	189,37	156,41	181,97	110,28	257,14	196,30
Standardni odklon	56,11	29,19	50,92	77,91	42,01	57,14	53,91	30,20	61,23	58,69

Tabela 14: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole (T – 90) v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	28,97	3,28	20,96	32,44	19,65	29,50	40,30	35,39	38,83	30,02
Mediana	20,00	7,03	20,18	15,97	8,81	20,00	25,00	26,79	26,93	28,72
Najmanjša vrednost	-82,35	-19,27	-75,38	-82,35	-20,20	-31,97	-17,50	-9,72	-3,58	-21,48
Največja vrednost	264,84	32,65	143,19	264,84	183,65	138,47	131,48	132,76	243,92	89,47
Standardni odklon	45,91	18,05	44,66	73,68	37,32	37,79	44,17	33,54	50,09	31,61

Tabela 15: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 60 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole (T – 60)
v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	30,96	32,15	27,19	39,30	23,01	27,62	35,86	34,64	31,77	32,42
Mediana	17,24	8,70	15,56	18,78	10,09	17,20	20,97	24,85	18,68	23,43
Najmanjša vrednost	-82,35	-8,50	-74,21	-82,35	-20,20	-14,65	-1,79	-7,14	-4,47	0,95
Največja vrednost	313,91	170,73	313,91	264,84	187,20	155,54	143,75	110,94	239,60	135,07
Standardni odklon	50,99	62,26	77,38	73,06	41,83	41,58	39,06	32,60	49,53	36,04

Tabela 16: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 30 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole (T – 30)
v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	26,96	35,49	23,45	28,49	21,98	26,28	32,05	30,18	26,96	27,20
Mediana	15,38	15,38	21,39	7,44	10,30	10,10	25,00	28,25	16,76	15,24
Najmanjša vrednost	-82,35	-1,00	-71,18	-82,35	-20,20	-10,75	-1,79	-10,38	-5,96	-9,09
Največja vrednost	285,77	177,50	151,00	285,77	272,55	140,00	191,04	74,55	230,62	121,83
Standardni odklon	48,14	63,58	45,23	78,30	45,95	35,65	44,67	24,30	47,51	32,84

Tabela 17: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 15 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole (T – 15) v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	24,54	34,72	15,45	28,17	20,72	21,52	26,87	30,16	25,77	25,64
Mediana	12,78	9,49	14,43	4,47	9,75	7,87	19,74	24,55	13,44	16,31
Najmanjša vrednost	-86,05	-0,75	-71,18	-86,05	-20,20	-9,78	-1,79	-7,32	-15,49	-6,76
Največja vrednost	304,26	170,73	102,27	296,15	304,26	99,73	159,31	92,06	229,95	136,84
Standardni odklon	48,08	60,79	35,93	80,16	50,80	27,00	37,54	27,06	49,16	34,55

Tabela 18: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno 5 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitvijo kontrole (T – 5) v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	19,70	16,11	11,47	25,42	15,81	17,98	20,04	27,96	21,08	19,87
Mediana	9,09	10,45	7,65	2,46	5,97	18,11	11,11	21,69	8,53	7,67
Najmanjša vrednost	-82,35	-0,75	-71,18	-82,35	-20,20	-12,63	-13,79	-13,64	-19,33	-10,45
Največja vrednost	274,55	32,65	80,12	274,55	192,31	74,62	167,12	89,10	221,78	156,10
Standardni odklon	42,59	12,59	32,70	76,98	34,27	21,26	38,80	26,56	46,98	39,94

Tabela 19: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno na dan pred objavo namere prevzema oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 1$) v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	15,99	11,49	7,51	13,87	12,72	16,94	19,82	26,48	20,28	14,01
Mediana	7,17	10,45	5,73	2,09	5,44	13,51	9,84	19,00	7,43	6,17
Najmanjša vrednost	-86,05	-2,60	-71,18	-86,05	-20,20	-9,78	-6,72	-13,64	-18,64	-21,26
Največja vrednost	244,48	22,95	82,22	244,48	163,89	72,61	170,83	92,06	214,62	156,10
Standardni odklon	37,04	10,88	31,28	55,76	30,54	20,16	39,19	26,57	45,80	41,19

Tabela 20: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in ceno na dan objave namere prevzema oziroma pridobitvijo kontrole ($T - 0$) v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	5,60	10,75	-0,56	8,65	1,30	7,44	2,07	5,50	13,79	6,39
Mediana	0,94	10,45	0,63	-1,01	0,25	0,48	0,00	3,73	1,77	0,91
Največja vrednost	-86,05	-2,60	-71,18	-86,05	-20,54	-25,23	-12,50	-26,92	-19,33	-34,97
Najmanjša vrednost	244,48	27,45	41,56	244,48	40,60	49,85	26,07	31,91	214,62	156,10
Standardni odklon	31,06	12,90	23,83	55,38	11,35	18,19	10,33	12,62	46,19	41,70

Tabela 21 podaja prikaz razlik med ceno delnice ciljnega podjetja v prevzemni ponudbi in z WpÜG določenim minimalnim nadomestilom po posameznih letih obravnavanega obdobja.

Tabela 21: Razlika med ceno v prevzemni ponudbi in z WpÜG določenim minimalnim nadomestilom po letih v %

Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	5,66	5,21	2,68	4,33	5,99	1,34	6,40	12,54	6,26	5,46
Mediana	0,00	0,27	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Največja vrednost	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Najmanjša vrednost	95,15	21,20	30,65	66,58	60,00	23,11	95,15	74,55	39,66	46,51
Standardni odklon	14,29	7,87	7,94	13,28	12,21	5,29	21,71	23,27	10,87	13,90

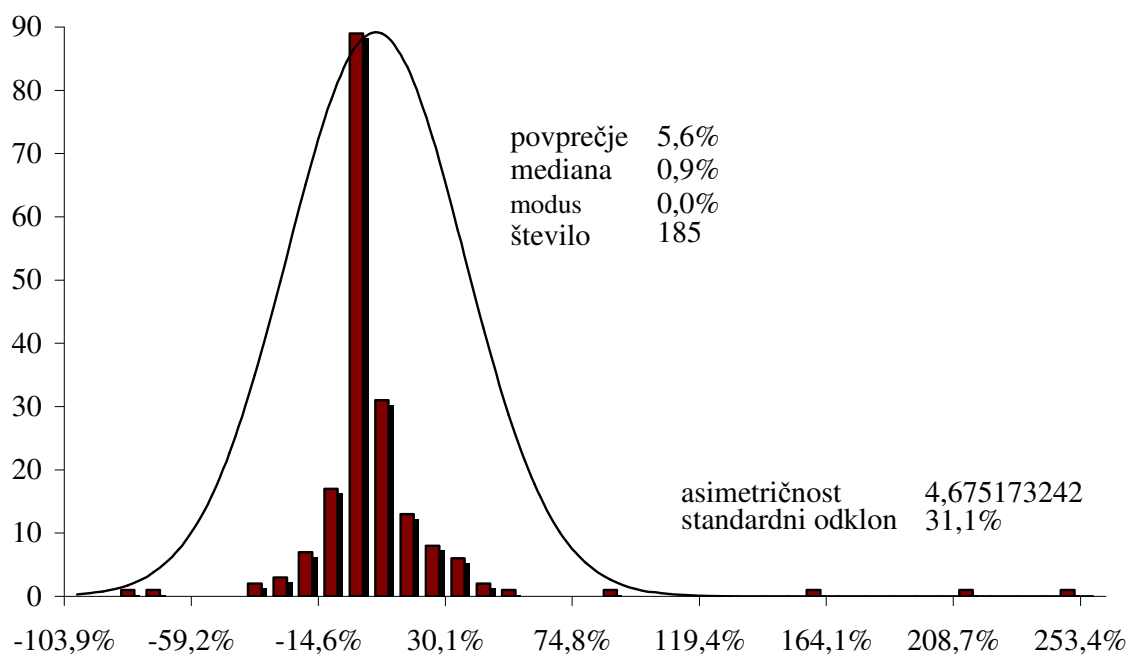
Priloga 4: Delež prevzemnika v lastništvu ciljnega podjetja na dan objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole (T – 0)

Tabela 22: Delež lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pri transakcijah po letih v %

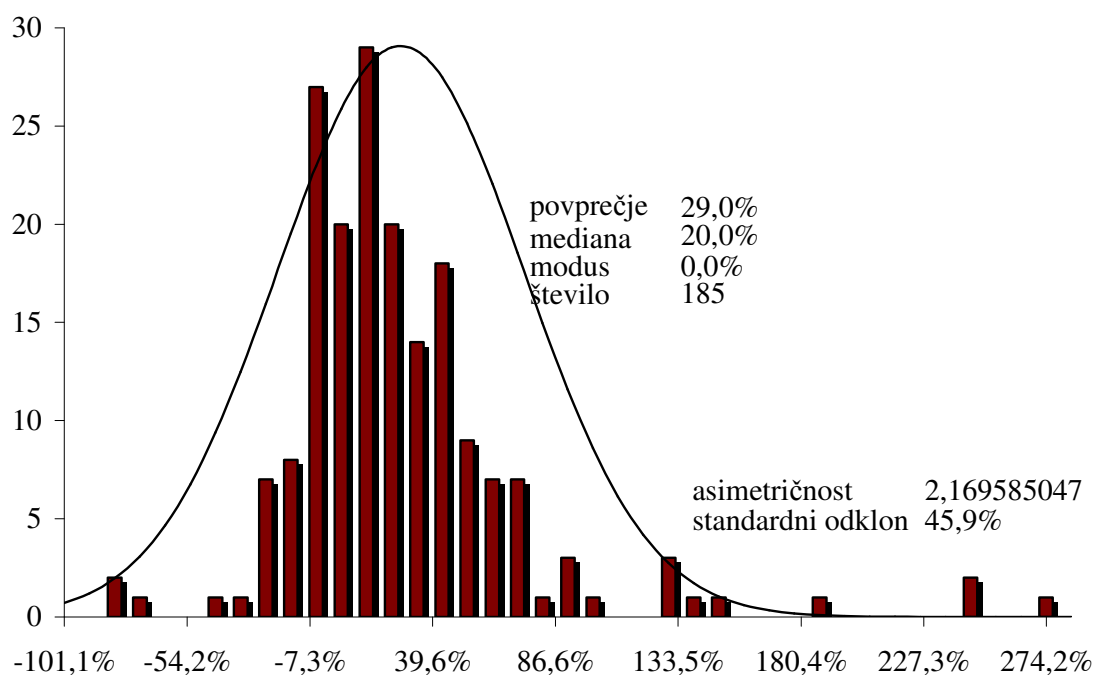
Proučevana spremenljivka	Celotno obdobje	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Število transakcij	185	7	18	26	38	19	19	20	22	16
Povprečje	37,15	57,18	49,26	27,61	36,38	40,82	42,49	33,07	16,61	54,72
Mediana	29,97	50,88	47,03	29,54	29,21	29,97	39,18	17,46	0,00	73,60
Največja vrednost	99,31	99,04	95,63	95,48	95,17	94,45	99,31	98,26	91,44	96,10
Najmanjša vrednost	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Standardni odklon	35,79	38,01	31,58	28,05	34,16	39,58	40,32	36,99	31,02	36,92

Priloga 5: Porazdelitev prevzemnih premij

Slika 18: Histogram prevzemne premije na dan $T - 0$

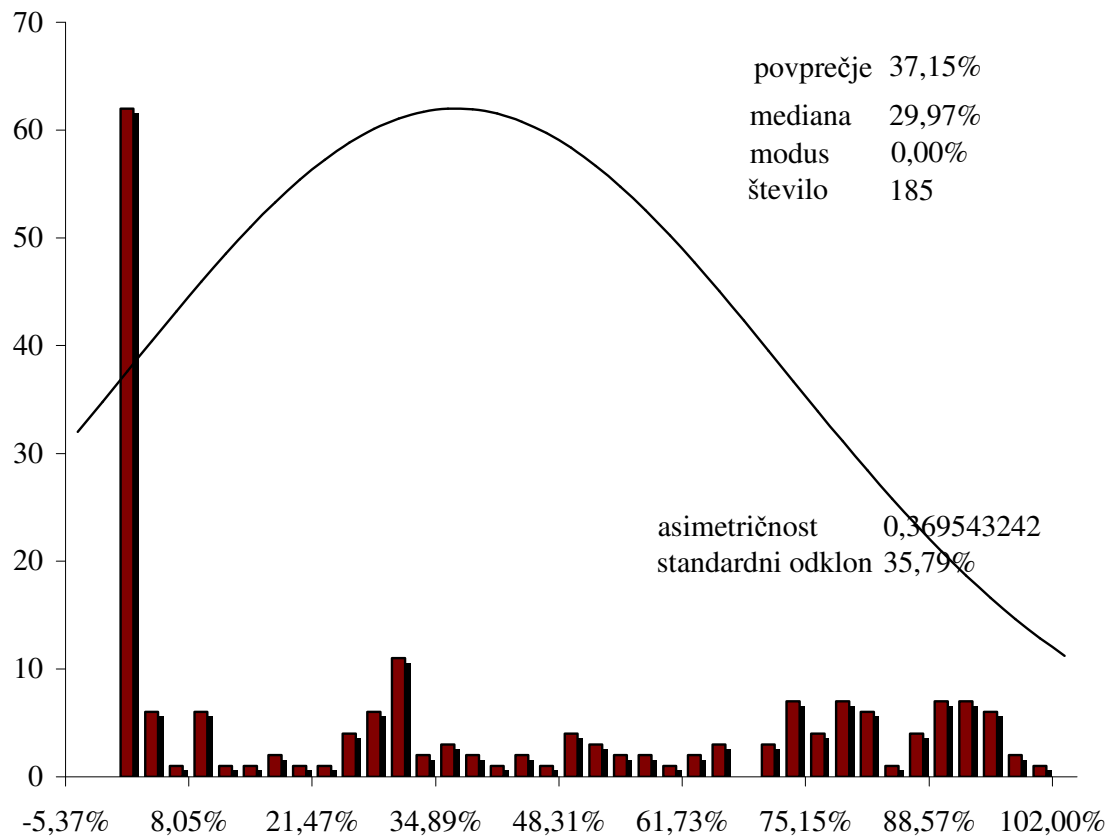


Slika 19: Histogram prevzemne premije na dan $T - 90$



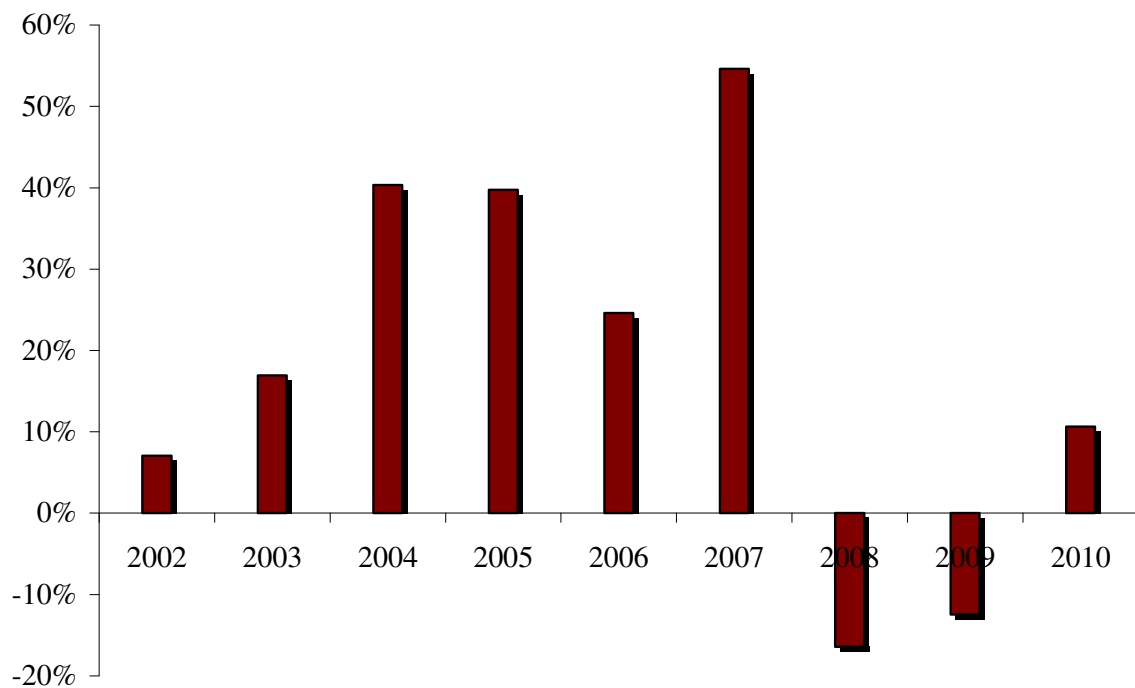
Priloga 6: Porazdelitev lastništva

Slika 20: Histogram lastništva na dan objave prevzemne namere oz. pridobitve kontrole (T – 0)



Priloga 7: Dinamika povprečne presežne donosnosti

Slika 21: Povprečna presežna donosnost v obdobju $T - 3$ leta do $T - 90$ dni po letih



Slika 21 prikazuje povprečne presežne donosnosti v obdobju 3 let do 90 dni pred dnevom objave prevzemne namere oziroma pridobitve kontrole ($T - 3$ leta do $T - 90$ dni) na vzorcu 185 transakcij v obdobju 2002 do 2010.

Priloga 8: Slovar tujih izrazov

acquisition	pridobitev, prevzem
acquisition of assets	nakup sredstev
acquisition of stocks	nakup delnic
agency motive	motiv zastopstva
Angebotsverordnung	Uredba o ponudbi
Beiratsverordnung	Uredba o posvetovalnem telesu
Börsensachverständigenkommission	ekspertna skupina za borzne zadeve
break-up value	vrednost po delih
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	Nemška agencija za nadzor finančnih storitev
Bundesfinanzministerium	Ministrstvo za finance Nemčije
Bundesgesetzblatt	Uradni list Zvezne republike Nemčije
Bundestag	parlament
collusive synergy	skrivna sinergija
competitor interrelationship	razmerje med konkurenti
consolidation	konsolidacija
corporate raider	plenilec podjetij
Der Neue Markt	Novi trg
Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbh	Nemška agencija za javne objave
disturbance theory	teorija nemira
dot.com bubble	internetni mehurček
economy of scale	ekonomija obsega
economy of scope	ekonomija učinkovitosti
efficiency market hypothesis	hipoteza učinkovitega trga kapitala
empire building theory	teorija gradnje cesarstva
Erwerbsangebot	ponudba za nakup
Gebührenverordnung	Uredba o taksah
Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen	Nemški zakon o prevzemih
going private transaction	umik delnic z organiziranega trga vrednostih papirjev
going private transaction	umik podjetja z borze
goodwill	dobro ime
greenmail	premijski odkup delnic
grouping variable	uskupinjevana spremenljivka
information leakage hypothesis	hipoteza uhajanja informacij
junk bond	visoko tvegana obveznica
leveraged buy-out	nakup z zadolžitvijo
market anticipation hypothesis	hipoteza pričakovanja trga

Market Adjusted Return Method	metoda tržno prilagojene donosnosti
market for corporate control	trg upravljanja podjetij
markup	porast tečaja delnic
markup pricing hypothesis	hipoteza pribitka
Mean Rank	srednja vrednost ranga
merger	združitev
pecuniary	denaren, gmoten
process theory	procesna teorija
proxy contest	pridobivanje pooblastil za zastopanje
raider theory	teorija plenilcev
Risikobegrenzungsgesetz	Zakon o omejitvi tveganj
Sum of Ranks	vsota rangov
takeover	prevzem
toehold	lastniški delež v ciljnem podjetju pred objavo prevzema
Transparenzrichtlinie	Direktiva o transparentnosti
Übernahmekodex	Kodeks o prevzemih
überregional	nacionalen
Verordnung über Gebühren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	Uredba o taksah po nemškem zakonu o prevzemih (WpÜG)
Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots	Uredbi o vsebini ponudbe, nadomestilu pri ponudbi za prevzem in obvezni ponudbi ter izjemi javne objave in oddaje ponudbe
Verordnung über den Zeitpunkt sowie den Inhalt und die Form der Mitteilung und der Veröffentlichung der Entscheidung einer Zielgesellschaft nach § 1 Abs. 5 Satz 1 und 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes	Uredba o času in vsebini ter obliki sporočila in objave odločbe ciljnega podjetja v skladu z določbami nemškega zakona o prevzemih (WpÜG)
Verordnung über die Anwendbarkeit von Vorschriften betreffend Angebote im Sinne des § 1 Abs. 2 und 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes	Uredba o uporabi določb pri ponudbah, kot jih opredeljuje nemški zakon o prevzemih (WpÜG)
Verordnung über die Zusammensetzung, die Bestellung der Mitglieder und das Verfahren des Beirats bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	Uredba o posvetovalnem telesu, o postopku pri posvetovalnem odboru pri Agenciji za nadzor finančnih storitev
Verordnung über die Zusammensetzung und das Verfahren des Widerspruchsausschusses	Uredba o sestavi in pritožbenem postopku pri nemški agenciji za nadzor

bei der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
warrant
Widerspruchsausschussverordnung

finančnih storitev
nakupni bon
Uredba o pritožbenem odboru