

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**STRATEŠKI MOTIVI PREVZEMA
ELEKTRONABAVE**

Ljubljana, junij 2004

Igor Kulašič

Študent Igor Kulašič izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Maksa Tajnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 28. 6. 2004

Podpis: _____

KAZALO	stran
1 UVOD	1
1.1 PROBLEMATIKA, NAMEN IN ZASNOVA DELA	1
1.2 CILJ IN METODE DELA	4
2 KAPITALSKE POVEZAVE	5
2.1 RAST PODJETJA	7
2.1.1 STRATEGIJE RASTI	10
2.2 VRSTE IN OBLIKE KAPITALSKIH POVEZAV	13
2.2.1 OBLIKE SPOJITEV, PRIPOJITEV IN PREVZEMOV	13
2.2.1.1 HORIZONTALNE KAPITALSKE POVEZAVE	14
2.2.1.2 VERTIKALNE KAPITALSKE POVEZAVE	15
2.2.1.3 KONCENTRIČNE KAPITALSKE POVEZAVE	16
2.2.1.4 KONGLOMERATNE KAPITALSKE POVEZAVE	16
2.2.2 VRSTE KAPITALSKIH POVEZAV	17
2.2.2.1 SPOJITVE	17
2.2.2.3 PRIPOJITVE	18
2.2.2.4 PREVZEMI	19
3 MOTIVI	21
3.1 HIPOTEZE POVEČEVANJA UČINKOVITOSTI	24
3.1.1 RAZLIKE V UČINKOVITOSTI	25
3.1.2 HIPOTEZA NEUČINKOVITEGA MENEDŽMENTA	25
3.1.3 STRATEGIJA PRESTRUKTURIRANJA POSLOVANJA	26
3.1.4 OPERATIVNE SINERGIJE	26
3.1.4.1 PRENOS POSLOVNIH PRAKS	27
3.1.4.2 POVEZOVANJE AKTIVNOSTI	28
3.1.5 FINANČNE SINERGIJE	28
3.1.6 ANALIZA PORTFELJEV	29
3.3 INFORMACIJE IN SIGNALI	30
3.3.1 HIPOTEZA ISKANJA	30
3.3.3 HIPOTEZE SEDENJA NA ZLATEM RUDNIKU	31
3.4 HIPOTEZE PODCENJENOSTI	32
3.4.1 KRATKOVIDNOST	32
3.4.2 Q HIPOTEZA INVESTICIJ	32
3.5 PROBLEM AGENTOV	32
3.5.1 HIPOTEZA PROBLEMA AGENTOV	33
3.5.3 MENEDŽERSKA HIPOTEZA	33
3.6 STRATEŠKO PRILAGAJANJE SPREMEMBAM V POSLOVNEM OKOLJU	34
3.7 HIPOTEZA PRECENJENOSTI	34
3.8 HIPOTEZE PRERAZDELITVE	35
3.8.1 HIPOTEZA TRŽNE MOČI – V BREME POTROŠNIKOV	35
3.8.2 DAVČNI RAZLOGI – V BREME PRORAČUNA	36

3.9	HIPOTEZA RAZLIČNIH PRIČAKOVANJ	36
3.10	MOTIVI DELNIČARJEV CILJNIH PODJETIJ	37
3.11	MOTIVI PREVZEMOV V TUJINI	38
4	PRIMER PREVZEMA ELEKTRONABAVE	39
4.1	OPIS PODJETJA REXEL	40
4.1.1	ZGODOVINA PODJETJA	40
4.1.2	LASTNIŠKA STRUKTURA	41
4.1.2.2	SKUPINA PINAULT-PRINTEMPS-REDOUTE	42
4.1.2.3	LASTNIŠKA STRUKTURA IN GLASOVALNE PRAVICE V SKUPINI PPR	43
4.1.3	STRUKTURA PODJETJA REXEL	46
4.1.4	POSLOVNI REZULTATI	48
4.1.6	ANALIZA NOTRANJEGA OKOLJA	51
4.1.6.1	PREDNOSTI	51
4.1.6.3	SLABOSTI	52
4.1.7	ANALIZA ZUNANJEGA OKOLJA	53
4.1.7.1	PREGLED PANOGE	53
4.1.7.2	PRILOŽNOSTI IN NEVARNOSTI	58
4.1.8	CILJ POSLOVANJA V PRIHODNOSTI	59
4.2	OPIS PODJETJA ELEKTRONABAVA	61
4.2.1	ZGODOVINA PODJETJA	62
4.2.2	POSLOVNO OKOLJE IN LASTNIŠKA STRUKTURA PRED PREVZEMOM	63
4.2.3	PREGLED PANOGE V SLOVENIJI	65
4.2.4	POSLOVNI REZULTATI	67
4.4	PREVZEM IN NJEGOVI UČINKI	72
4.4.1	INTERESI POSAMEZNIH AKTERJEV PRI PREVZEMU	73
4.4.1.1	INTERES LASTNIKOV ELEKTRONABAVE	74
4.4.1.2	STRATEGIJA VODILNIH V ELEKTRONABAVI	75
4.4.1.3	STRATEGIJA REXELA V PRIMERU ELEKTRONABAVE	76
4.4.2	FAZA POGAJANJA	77
4.4.3	UČINKI PREVZEMA	80
4.4.3.1	INTEGRACIJA	82
4.4.4	OCENA USPEŠNOSTI PREVZEMA	87
4.4.4.1	OCENA USPEŠNOSTI PREVZEMA NA PODLAGI URESNIČEVANJA MOTIVOV POSAMEZNIH UDELEŽENCEV	87
5	SKLEP	95
6	LITERATURA IN VIRI	98

SEZNAM TABEL

stran

<i>Tabela 1: Lastniški deleži in glasovalne pravice posameznih lastnikov v Rexelu</i>	42
<i>Tabela 2: Tržni deleži posameznih podjetij na slovenskem trgu v letu 2003</i>	66
<i>Tabela 3: Prodajni delež posamezne skupine izdelkov v celotni realizaciji</i>	68

SEZNAM SLIK

stran

<i>Slika 1: Vrzel v strateškem načrtovanju</i>	6
<i>Slika 2: Odločitev podjetja o osnovni strategiji</i>	7
<i>Slika 3: Dolgoročno ravnoesje podjetja pri popolni konkurenci</i>	8
<i>Slika 4: Primer analize stroškov pri vertikalni integraciji</i>	9
<i>Slika 5: Tradicionalni in strateški pristop pri zunanjih strategijah rasti</i>	12
<i>Slika 6: Temeljna oblika spojitve</i>	18
<i>Slika 7: Temeljna oblika pripojitve</i>	19
<i>Slika 8: Primer prevzema podjetja po podjetju</i>	20
<i>Slika 9: Ravnotežje delničarjev in ravnotežje menedžmenta</i>	22
<i>Slika 10: Matrika tržni delež/rast trga – Metoda BCG</i>	30
<i>Slika 11: Geografska razširjenost Rexela</i>	41
<i>Slika 12: Lastniški delež PPR v Rexelu konec leta 2003</i>	41
<i>Slika 13: Glasovalne pravice v Rexelu v odstotkih konec leta 2003</i>	42
<i>Slika 14: Realizacija skupine PPR v letu 2002 po posameznih dejavnostih</i>	43
<i>Slika 15: Lastniški deleži v skupini PPR konec leta 2003</i>	44
<i>Slika 16: Glasovalne pravice v skupini PPR konec leta 2003</i>	44
<i>Slika 17: Vrednost delnice skupine PPR</i>	45
<i>Slika 18: Primerjava vrednosti delnice skupine PPR in indeksa CAC</i>	46
<i>Slika 19: Organizacijska struktura Rexela</i>	47
<i>Slika 20: Celotna realizacije Rexela po letih</i>	48
<i>Slika 21: Kosmati dobiček Rexela glede na celotno realizacijo po letih</i>	49
<i>Slika 22: Struktura kapitala po letih (razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom)</i>	49
<i>Slika 23: Gibanje lastniškega kapitala</i>	50
<i>Slika 24: Cena delnice v evrih</i>	50
<i>Slika 25: Zmanjševanje števila zaposlenih v Rexelu</i>	51

<i>Slika 26: Pet dejavnikov konkurence</i>	53
<i>Slika 27: Deleži posrednikov in proizvajalcev na trgu nizkonapetostnih izdelkov</i>	54
<i>Slika 28: Lastniška struktura Elektronabave po lastninjenju</i>	63
<i>Slika 29: Tržni delež posrednikov in proizvajalcev na slovenskem trgu elektromateriala v letu 2003</i>	65
<i>Slika 30: Struktura prihodkov Elektronabave</i>	68
<i>Slika 31: Realizacija podjetja s prodajo po letih</i>	69
<i>Slika 32: Realizacija na zaposlenega po letih</i>	69
<i>Slika 33: Kratkoročne terjatve iz poslovanja po letih</i>	70
<i>Slika 34: Donos na lastniški kapital po letih</i>	71
<i>Slika 35: Stopnja tveganja neuspeha v posameznih fazah prevzema</i>	82

1 UVOD

1.1 PROBLEMATIKA, NAMEN IN ZASNOVA DELA

V zadnjih letih lahko med podjetji opazimo trend združevanj in prevzemov. Govorimo lahko o kapitalskih povezavah. V osnovi jih lahko razdelimo na spojitve, pripojitve in prevzeme (Tajnikar, 2000, str. 149). Vsaka izmed naštetih oblik ima svoje značilnosti. Te aktivnosti na splošno potekajo tako znotraj posameznega nacionalnega gospodarstva kot tudi globalno.

Eden od mnogih tovrstnih primerov je bil tudi prevzem podjetja Elektronabava s strani francoskega podjetja Rexel. Pri vsakem prevzemu je prisotnih več akterjev, ki ga tudi sprožijo. Glavni akterji so lastniki ciljnega in prevzemnega podjetja ter menedžment obeh podjetij. Pojavljajo se še ostali, ki tudi vplivajo na tovrstne odločitve (npr. zaposleni, investitorji, državne institucije ...). Seveda ima vsak akter svoje motive, na podlagi katerih se odloči za prevzem.

V magistrskem delu bom obravnaval motive posameznih udeležencev pri prevzemu podjetja Elektronabava. Pri vseh vrstah kapitalskih povezav je ključno vprašanje, kaj žene podjetja, njihove lastnike ali vodstvo v tovrstne aktivnosti. Zato bom za obravnavani prevzem poskušal opredeliti vse pomembnejše motive.

Odgovor ni enostaven in enoličen. Pri vsakem posameznem primeru gre za splet več motivov (Lahovnik, 2000b, str. 81). Avtor v svojem delu navaja, da so bili najpomembnejši motivi pri horizontalnih prevzemih v Sloveniji od leta 1991 do leta 1999 sledeči: povezovanje aktivnosti, dopolnjevanje virov, prenos poslovnih praks, maksimiziranje dobička in strateško prilagajanje (Lahovnik, 2000b, str 155).

Na odločitve o povezovanju vplivajo tako notranji dejavniki podjetja (npr. optimalna velikost podjetja) kot tudi zunanji dejavniki (npr. okolje in panoga, v kateri podjetje deluje). Tako Goldberg navaja, da je negotovost eden izmed glavnih razlogov za kapitalska povezovanja (1986, str. 54).

O kapitalskih povezavah odločajo lastniki podjetij. Nanje mnogokrat močno vplivajo mnenja njihovih menedžerjev. Menedžerji pa nimajo povsem enakih interesov kot lastniki. Sundarsanam navaja, da strategije za kapitalska povezovanja določa menedžment (Sundarsanam, 1995, str. 13). Strategije lahko zasledujejo cilje in interes lastnikov ter tako maksimizirajo premoženje

delničarjev (t. i. neoklasičen pristop). Po drugi strani se interesi menedžmenta in lastnikov lahko razlikujejo. V tem primeru menedžment izvaja kapitalske povezave le v svojem interesu. Model, ki kaže razlike v interesih, je predstavil Marris (Prašnikar, Debeljak, 1998, str. 287). V tem modelu menedžment maksimizira svojo funkcijo koristi predvsem z rastjo podjetja in zadovoljivo donosnostjo.

Hipoteze in zakoni v ekonomski teoriji temeljijo na nekaj osnovnih predpostavkah. Ena od teh je racionalnost. Mnogi avtorji navajajo kot dodatne motive, ki so se v praksi velikokrat izkazali kot ključni, tudi interese posameznikov oz. skupin, ki ne sledijo tej predpostavki. Gre na primer za politične interese, ugled ipd. Goldberg jih uvršča med tako imenovane socio-politične motive za razliko od tehno-ekonomskih (Goldberg, 1986, str. 13).

Tudi cilji lastnikov mnogokrat niso enaki. Nekaterim je cilj dolgoročno uspešno poslovanje in rast podjetja, drugim le maksimiziranje vrednosti svojega premoženja. Slednji se odločajo za prodajo svojih deležev, ko dobijo dovolj dobro ponudbo. Tajnikar opredeljuje t. i. žetveno strategijo in posebej obravnava podjetnika ter investitorja (Tajnikar, 2000, str. 112). Podjetnik vstopa v posle zaradi uresničevanja svojih nagnjenosti do izzivov, tveganja, zadovoljstva in užitkov. Investitor pa vlaga svoje premoženje tako, da se čim bolj oplodi.

S stališča lastnika, ki želi ostati aktiven v poslovanju s svojim podjetjem, je v obdobju, ki smo mu priča danes (čas globalizacije, deregulacije gospodarstev, liberalizacije kapitalskih tokov, razvoj finančnih in informacijskih procesov (Lahovnik, 1998, str. 1)), rast podjetja mnogokrat pogoj, če želi le-to imeti zagotovljen dolgoročen obstoj. Razlogov je več. Veliko podjetje ima pogajalsko moč pri dobaviteljih in večji vpliv na okolje ter panogo, razpolaga z več sredstvi za razvoj in z bolj specializiranim kadrom ter je manj občutljivo na šoke, ki bi lahko doleteli le določena geografska področja. Seveda ima pretirana rast tudi neizogibne težave, kot so učinkovitost upravljanja, hitro prilagajanje razmeram ipd.

Za kapitalske povezave je ključna tudi razvitost in učinkovitost trga kapitala. Vse bolj razvita tehnologija, pretok informacij in visoki razvojni stroški ta povezovanja še dodatno vzpodbujajo.

Poznamo več možnih načinov rasti. Med njimi naj omenim generično rast (rast s sredstvi, ki jih podjetje dobi iz poslovanja v obstoječi panogi). Je stabilnejša, vendar počasna. Med najhitrejšimi oblikami rasti so spojitev, pripojitev in

prevzem podjetij. Pri spojitvi iz dveh podjetij nastane novo. Pripojitev pomeni, da se podjetje pripoji matičnemu podjetju (lahko tudi preneha obstajati). Prevzem pa običajno pomeni pridobitev kontrolnega deleža, s katerim lahko novi lastniki odločilno vplivajo na poslovanje podjetja. Temeljna značilnost prevzemov je, da gre za kupoprodajne odnose (Tajnikar, 2000, str. 155).

Prevzemi se izvajajo v več različnih oblikah, npr. prijateljski ali sovražni prevzem, prevzem uspešnega ali neuspešnega podjetja, horizontalni, vertikalni ali konglomeratni prevzem ... Za vsako obliko veljajo določena pravila in zakonitosti, ki jih mora prevzemnik poznati in upoštevati, če želi uspešen prevzem. Izbira strategije mora vsekakor temeljiti na podlagi dobro zamišljene vizije podjetja in njej podrejenim ciljem ter strategijam. Govorimo lahko o strateškem pristopu k procesu priključitve podjetja (Lahovnik, 2000b, str. 35). Skladno z njim prevzemno podjetje opredeli svoje osrednje sposobnosti in poslovna področja. Na tej podlagi nato razvije strategijo za pridobitev trajnejših konkurenčnih prednosti. Ciljna podjetja morajo strateško ustrezati prevzemniku. Prevzem je tako samo sredstvo za doseganje strateških ciljev.

Bešter v svojem članku ugotavlja, da je za podjetja, ki ocenjujejo verjetnost za prevzem z višjimi ocenami, značilno, da so relativno večja - merjeno z obsegom njihove realizacije (2001, str. 4). Avtor v članku statistično obravnava 271 privatiziranih slovenskih podjetij.

Nekateri avtorji posebej obravnavajo motive v primeru prevzema podjetja v tujini (cross-border acquisition). Tu se poleg motivov, ki so prisotni pri prevzemih na splošno, pojavijo še dodatni. Sundarsanam navaja sledeče motive (1995, str. 269): strategija rasti zaradi majhnega domačega trga, dostop do specifičnih inputov, izkoriščanje edinstvenih prednosti (blagovne znamke, ugled ...), obrambna strategija (konkuriranje s konkurenti na njihovem domačem trgu, premagovanje mednarodnih trgovinskih ovir ...), prilagajanje potrebam poslovnih partnerjev (domače banke, računovodski standardi), oportunitizem (izkoriščanje menjalniškega tečaja).

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

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

Primer prevzema Elektronabave s strani Rexela predstavlja prijateljski prevzem poslovno uspešnega podjetja. Rexel je vodilno podjetje na globalnem trgu z elektromaterialom. Tako kot mnogi prevzemi, ki jih je Rexel izvedel v svoji zgodovini, je tudi ta izhajal iz enakih ali vsaj podobnih izhodišč, ki jih kot prevzemnik pri svoji širitvi upošteva. Gre za geografsko, horizontalno rast. Na splošno je strategija Rexela povečevanje tržne moči in širitev na čim večje geografsko področje.

Rixel sicer kotira na pariški borzi, vendar je njegov večinski lastnik podjetje Pinault Printemps-Redoute, ki ima na spletni strani zapisan sledeč slogan: »Vodilno podjetje v svetu v specializiranih distribucijah in luksuznih dobrinah« (URL: <http://www.pprfinance.com>). Že iz navedenega je lahko razvidno, da je podjetje diverzificirano. Deluje na trgu luksuznih dobrin (npr. blagovna znamka Gucci) in hkrati na drugih specializiranih trgih (npr. distribucija elektroinštalacijskega materiala). Večinski lastniki podjetja so institucionalni investitorji in individualni delničarji.

Iz ekonomske teorije je znano, da lahko delničarji razpršujejo svoje premoženje sami in tako prilagajajo tveganje na podlagi svojih zaznav. Diverzifikacija na nivoju podjetja je tako lahko le posledica interesa menedžerjev, ne pa samih lastnikov (Goldberg, 1986, str. 15).

1.2 CILJ IN METODE DELA

V magistrskem delu bom na izbranem primeru:

- opredelil posamezne akterje, ki so bili pri prevzemu udeleženi, predvsem prvotne in nove lastnike podjetja ter vodilne v obeh podjetjih. Vendar pa na te odločitve vpliva tudi odnos vseh ostalih manj pomembnih akterjev (npr. investitorji, javne interesne skupine, mediji, špekulativni akterji, državne ustanove ...). Vsekakor velja, da je imel vsak akter več motivov, ki so se med njimi razlikovali;
- v skladu s hipotezami, ki vsebujejo motive za prevzeme in priključitve, bom določil relevantne motive za vsakega akterja posebej;

- ocenil bom uspešnost prevzema podjetja.

Upošteval bom lastnosti prevzetega podjetja in prevzemnika ter okolje in čas. Pregledal bom tudi panogo, v kateri podjetje posluje. Za razumevanje in poglobljen vpogled v navedeni primer je potrebno razčistiti posamezne pojme in zgodovino kapitalskih povezav. Na osnovi teh podatkov je lažje razložiti posamezne vzroke in posledice, ki so obravnavani primer sprožili.

Najprej bom opredelil posamezne pojme, kot so prevzem, pripojitve, spojitve ipd., kot jih opredeljujejo razni avtorji. Opisal bom tudi osnovne strategije povezovanj, npr. obsežno (horizontalno), vertikalno, koncentrično in stransko (konglomeratno) strategijo (Habeck, Kröger, Träm, 2000, str. 19). Iz strokovne literature bom navedel in obravnaval hipoteze, ki se ukvarjajo z motivi za prevzeme podjetij. Opisal bom prevzemno in ciljno podjetje, njuno zgodovino, poslovne značilnosti, lastniško strukturo in samo poslovanje. Na kratko bom prikazal tudi postopek prevzema.

Viri, iz katerih bom črpal potrebne informacije, bodo predvsem strokovna literatura, članki domačih in tujih avtorjev s področja prevzemov ter podatki s spletnih strani o obeh podjetjih. Upošteval bom tudi informacije, ki sem jih dobil na podlagi razgovorov z vodilnimi v Elektronabavi in iz njihovih poslovnih poročil ter drugih internih virov obeh podjetij.

Metode dela, ki jih bom uporabljal, so naslednje:

- upoštevanje znanstvenih deskripcij;
- uporaba deduktivne metode;
- študija izbranega primera.

2 KAPITALSKE POVEZAVE

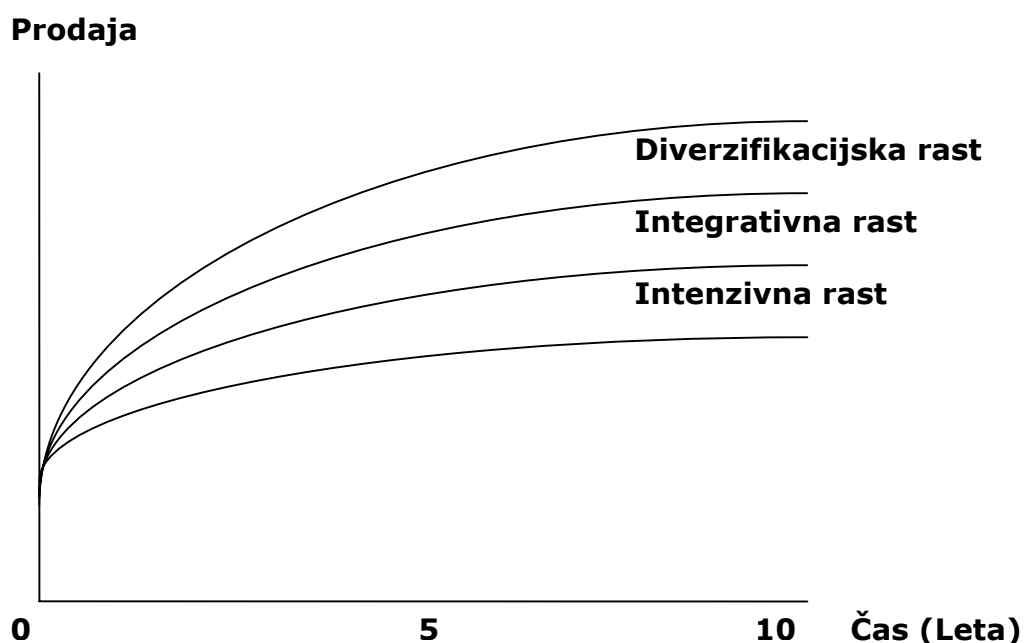
Kot sem že v uvodu navedel, bom v delu obravnaval motive prevzema Elektronabave. Pred tem bom opredelil prevzem z vsemi pripadajočimi kategorijami, ki spadajo med kapitalske povezave podjetij. Le-te so del strategije rasti podjetja. Torej, če želim obravnavati prevzeme, bi bilo prav, da najprej opredelim potrebo po rasti.

Vsako podjetje mora opredeliti svoje poslanstvo in vizijo. Kotler navaja (1996, str. 66), da poslanstvo podjetja sestoji iz petih elementov: zgodovine podjetja, trenutnih preferenc lastnikov in posloводства podjetja, tržnega okolja, virov organizacije in značilnih znanj, ki jih podjetje ima. Podjetje, ki deluje, že

posluje v svoji panogi oz. v več panogah hkrati. Če vodstvo podjetja želi preveriti, katero panogo bo dograjevalo, vzdrževalo, izkoriščalo oz. zapustilo, lahko uporabi različne metode za vrednotenje poslovnih portfeljev (npr. Metoda Boston Consulting Group (BCG), General Electrica ...).

Načrti podjetja, ki se nanašajo na že obstoječe dejavnosti, dopuščajo načrtovanje celotne prodaje in dobička. Če pride do razlike med bodočo želeno in načrtovano prodajo, mora menedžment pridobiti nove posle, da zapolni vrzel v strateškem načrtovanju (Kotler, 1996, str. 76). Slika 1, ki prikazuje takšno vrzel, kaže tri možne načine zapolnitve vrzeli. Prvi je intenzivna rast, pri kateri podjetje opredeli svoje priložnosti za rast v obstoječi dejavnosti. Drugi način je integrativna rast. V njej podjetje opredeli priložnosti za pridobitev sorodnih dejavnosti. Tretji način se imenuje diverzifikacijska rast, pri kateri podjetje opredeli priložnosti za nove, privlačne dejavnosti, ki niso sorodne trenutnim dejavnostim.

Slika 1: Vrzel v strateškem načrtovanju



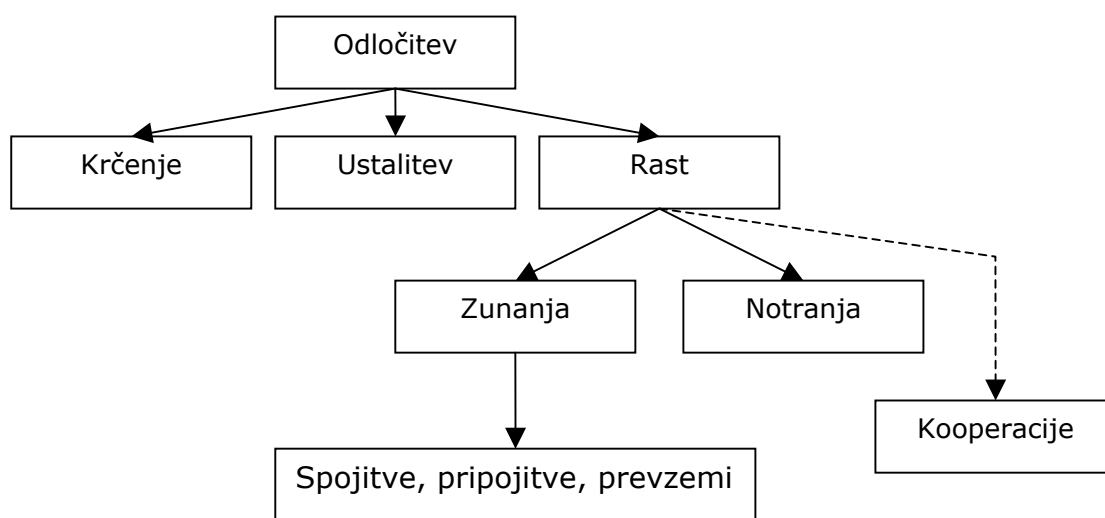
Vir: Kotler: Marketing management, 1996, str. 76.

Pri strateškem planiranju mora podjetje upoštevati vse dejavnike, ki vplivajo na njegovo poslovanje; konkurenco, kupce, dobavitelje, substitute in komplemente. Za dolgoročno uspešnost organizacije je potreben jasn in nedvoumen koncept uspešnega poslovanja, le-tega pa oblikuje vrhni menedžment (Tomažin, 2003, str. 13).

Podjetje, ki deluje v več panogah hkrati, ima običajno tri ravni strategij: korporacijsko, poslovno in funkcijsko raven (Lahovnik, 2000b, str. 16).

Korporacijska oz. celovita raven zajema portfelj poslovnih področij. Na korporacijski ravni lahko strategije delimo na strategijo rasti, strategijo stabilizacije in strategijo krčenja. Poslovna raven izbira način konkuriranja podjetja v določeni panogi. Na tej ravni se določajo poslovni cilji in strategije, ki morajo biti realni in se med seboj ne smejo izključevati (Kotler, 1996, str. 84) (npr. velika rast – majhno tveganje ali visoka stopnja dobička – velik tržni delež). Na podlagi izbranih ciljev podjetje izbere primerno strategijo (npr. stroškovna učinkovitost, diferenciacija ...). Funkcijska raven izbira cilje in strategije za razvoj značilnih sposobnosti podjetja. Odločitve podjetja o osnovni strategiji razvoja lahko ponazorimo s sliko 2.

Slika 2: Odločitev podjetja o osnovni strategiji



Vir: Pučko, Strateško upravljanje, 1996, str. 25.

2.1 RAST PODJETJA

Rast podjetja je zelo širok pojem. Govorimo lahko o rasti dobička, števila zaposlenih, količine prodaje ipd. Rast je lahko tudi krčenje podjetja, pri čemer s tem povečuje svoj dobiček.

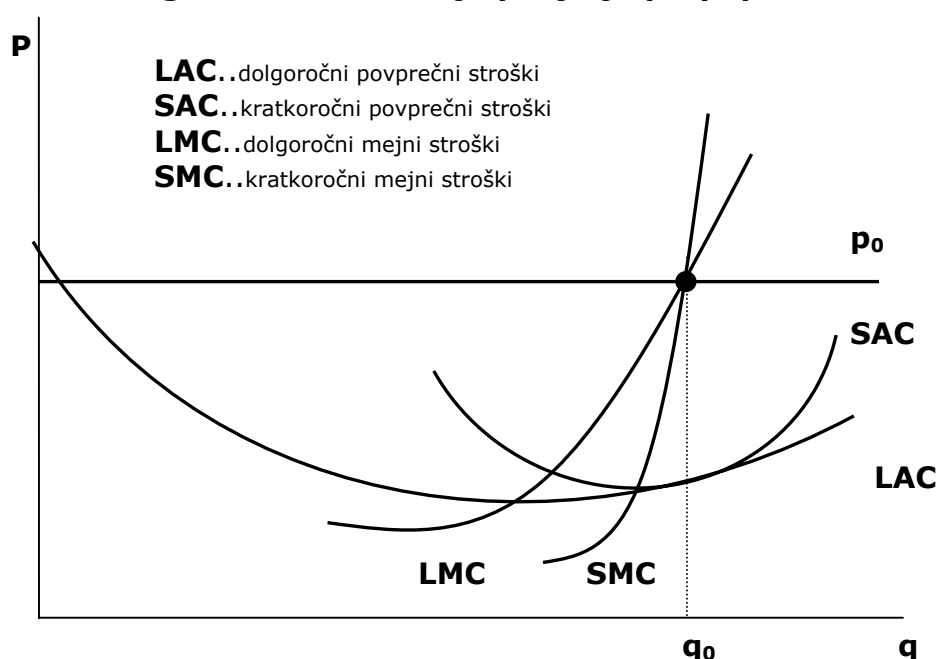
Za nas bo rast podjetja smiselna, kadar se z njo povečuje premoženje lastnikov – investorjev. Da bi se jim premoženje povečevalo, se mora v podjetju kapital povečevati tako, da se vrednost podjetja maksimizira. Podjetje pa maksimizira svojo vrednost, če je sposobno izvajati vse projekte, katerih neto dodana vrednost je večja od nič.

V literaturi lahko najdemo več teorij o optimalni velikosti podjetja. Če je podjetje manjše, kot je njegova optimalna velikost, je rast smiselna. Obratno

velja, če je podjetje večje od optimalne velikosti. Takrat bi bilo smiselno njegovo krčenje.

Že **mikroekonomska teorija** v primeru popolne konkurence govori o optimalni velikosti podjetja in dolgoročnem ravnotežju popolnega konkurenta (Tajnikar, 2001, str. 165). Optimalna velikost je določena v točki, kjer mejni kratkoročni stroški (pri določeni proizvodni zmogljivosti) tečejo skozi točko presečišča premice cene in dolgoročnih mejnih stroškov, kratkoročni povprečni stroški pa se pri tej točki dotikajo funkcije dolgoročnih povprečnih stroškov (Tajnikar, 2000, str. 41).

Slika 3: Dolgoročno ravnoesje podjetja pri popolni konkurenci

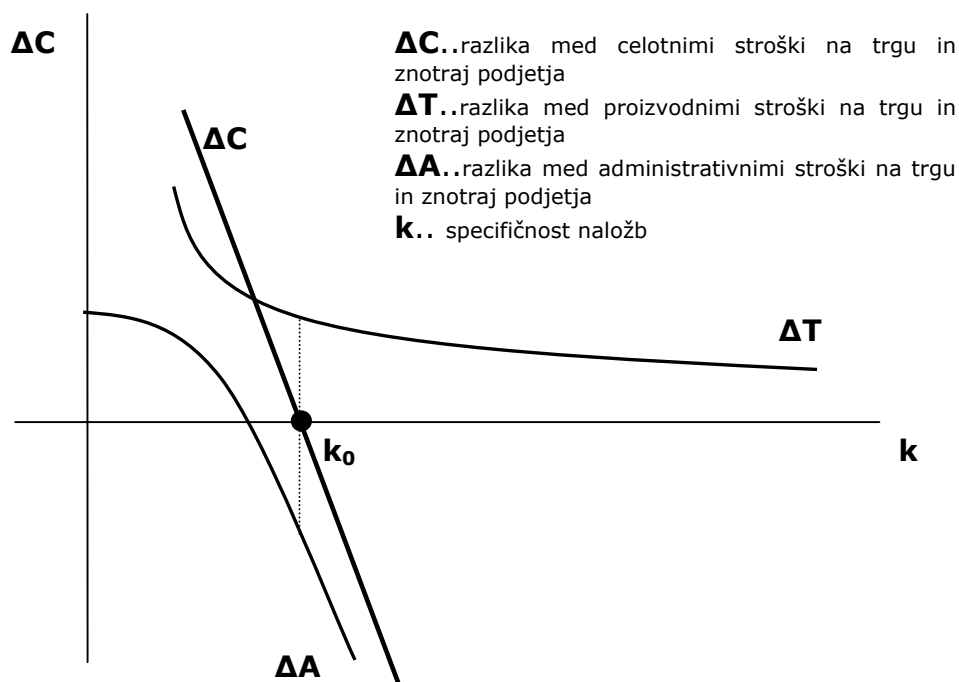


Vir: M. Tajnikar, *Tvegano poslovanje*, 2000, str.41.

Če podjetje (glej sliko 3) proizvaja manjšo količino od količine q_0 (se nahaja levo od točke q_0), je s stališča maksimizacije dobička povečevanje proizvodne količine smiselno. Povečevanje proizvodnje desno od točke q_0 pa bi že pomenilo manjši dobiček in neupravičeno rast. Na kratko velja, da je rast smiselna, ko ekonomije obsega prevladujejo na disekonomijami obsega.

Teorija transakcijskih stroškov obravnava podjetje kot alternativo tržnemu mehanizmu. Delovanje podjetja je smiselno, ko je tržna lokacija proizvodnih dejavnikov in vodenja transakcij dražja, kot je znotraj podjetja. Trije izvori tržnih stroškov so: omejena racionalnost, asimetrija informacij in oportunistično obnašanje. Teorija zgornje meje velikosti podjetja ni sposobna opredeliti. Opredeljuje pa smiselnost rasti podjetja, če je tržna lokacija dražja.

Slika 4: Primer analize stroškov pri vertikalni integraciji



Vir: D. Besanko, D. Dranove, M. Shanley: *Economics of Strategy*, 2000, str. 171.

Na sliki 4 je opisan primer analize stroškov v primerjavi med nakupom izdelka na trgu ali pri vertikalni integraciji enega od proizvajalcev. ΔT predstavlja razliko med proizvodnimi stroški na trgu in znotraj podjetja glede na specifičnost naložb, ki so potrebne za izdelavo blaga. Bolj ko je naložba specifična, lažje je z lastno proizvodnjo dosegati ceno, ki jo določa trg (trg naj bi bil idealen - konkurenca, ekonomije obsega ...). Obratno pa velja za administrativne stroške ΔA . S specifičnostjo blaga se pogajanja, pogodbenišтво, iskanje primernih proizvajalcev povečujejo; zaradi tega postanejo administrativni stroški znotraj podjetja nižji (vertikalna integracija). Če upoštevamo oboje stroške, dobimo skupne stroške. Razliko med tržnimi in notranjimi skupnimi stroški predstavlja ΔC . V presečišču krivulje ΔC s koordinatno osjo dobimo točko k_0 . Desno od nje specifičnost naložb narašča, skupni stroški v primeru vertikalne integracije padajo glede na skupne tržne stroške. V tem primeru je vertikalna integracija bolj smiselna kot nakup blaga na trgu.

Naj omenim še **teorijo industrijske organizacije** (Tajnikar, 2000, str. 38). Teorija opredeljuje velikost podjetja v primeru diferenciranega in nediferenciranega blaga na trgu nepopolne konkurence. V prvem primeru trg deli na nišne trge, ki imajo različna povpraševanja. Podjetja svoje velikosti prilagajajo svojemu nišnemu trgu. V drugem primeru predpostavlja obstoj

velikih podjetij, ki imajo tržno moč. Ta jim zagotavlja višjo ceno, ki hkrati omogoča preživetje tudi manjšim, manj učinkovitim podjetjem.

2.1.1 STRATEGIJE RASTI

Podjetje lahko raste na več načinov. Vsekakor je izbira načina rasti povezana s strategijami rasti. Tajnikar navaja sledeče strategije rasti (2000, str. 118):

- **generična rast** je temeljna oblika rasti. Podjetje povečuje proizvodnjo ene vrste oz. enak asortiment proizvodov ali storitev. Mora biti sposobno ustvarjati ustrezne finančne vire, delovati na rastočem trgu in imeti primerno organizacijsko strukturo.
- **Diverzificirana rast** je običajno hitrejša kot generična. Podjetja se za njo odločijo, ko ne morejo več rasti na generični način, imajo konkurenčne slabosti, neizkoriščene človeške in strojne zmogljivosti ali pa z njo podprejo temeljni program. Diverzifikacija je nevarna, če zaradi nje podjetje zanemari glavni program in če novih proizvodov oz. storitev ne pozna dovolj dobro.
- **Rast s pomočjo prodaje in nakupa licence:** običajno je ta oblika rasti manj tvegana kot diverzifikacija. Nakup licence je pot med lastnim razvojem proizvoda oz. storitve in kapitalsko povezavo s podjetjem, ki to že ima. Prodaja licence zmanjšuje stroške razvoja, hkrati pa podjetju zniža konkurenčno prednost. Nakup licence pa omogoča podjetju, da se izogne dragim raziskavam in razvoju. Ker licenca ne vključuje načina prodaje, financiranja, organizacije in drugih poslovnih funkcij, predstavlja tveganje in potrebuje čas.
- **Rast s pomočjo nakupa in prodaje franšize:** s franšizo podjetje kupi proizvod, prodajni proces, podobo in oblikovanje, razporeditev in opremo, surovine ipd. Franšizing ima z licenciranjem precej skupnih značilnosti. Predstavlja rast tako za podjetje, ki franšizo kupuje, kot tudi za podjetje, ki jo prodaja. Razlika je v tem, da gre pri franšizingu za prodajo zaokroženega poslovnega koncepta, pri licenci pa le za prodajo tehnologije.
- **Rast s pomočjo joint venture poslov** (skupni posli): v tem primeru dve podjetji za izvedbo določenega posla ustanovita tretje podjetje. Običajni razlogi za skupne posle so: preveliki projekti za eno podjetje, tveganje, premalo izkušenj, neprimerna podoba podjetja. Posebna oblika skupnih poslov so strateška partnerstva in zavezništva, ki ne povzročijo nastajanja novih pravno-statusnih oblik.
- **Rast z mreženjem in podpogodbeništvom:** gre za različne oblike sodelovanja. V tem primeru se določeni tržni mehanizmi nadomestijo z

administrativnimi. Običajno sta razloga za tovrstno sodelovanje specializacija in povečevanje produktivnosti. Zelo pomembna je mrežna organizacija, v kateri podjetniške strategije postanejo podrejene strategiji mreže.

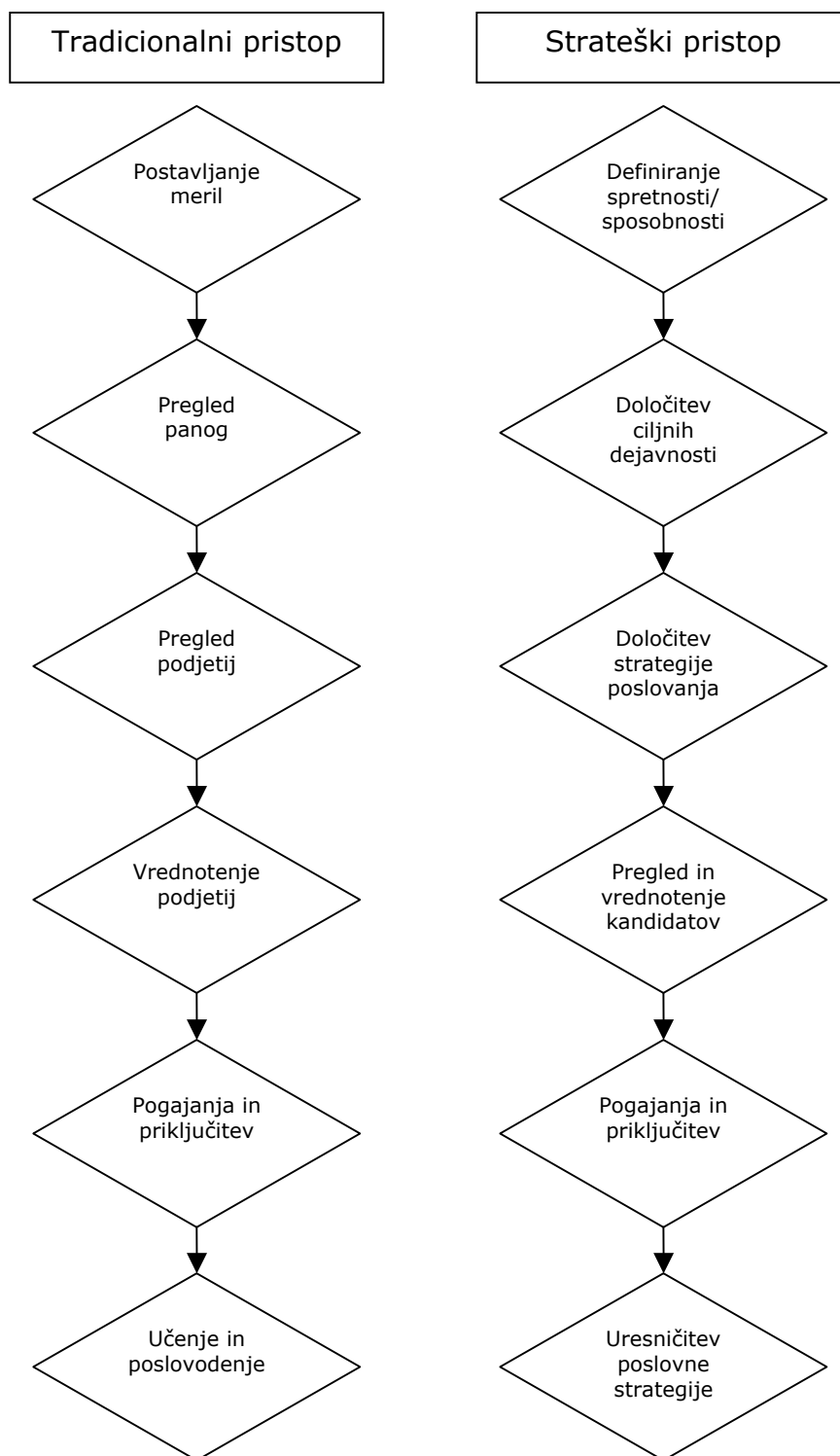
- **Rast s pomočjo spojitvev, pripojitev in prevzemov:** Navedeno rast in pojme si bomo podrobneje ogledali kasneje.

Osnovna delitev rasti je lahko tudi na notranjo (interno) in zunanjo (eksterno). Notranja rast podjetja je rast z lastnimi sredstvi, ki jih podjetje ustvari s svojim poslovanjem. Pogoja, da je notranja rast v obstoječi dejavnosti smiselna, sta rast trga in ustvarjanje ustreznih finančnih virov. Poleg tega naj v panogi ne bi bila premočna konkurenca, podjetje bi moralo biti sposobno razvijati nove proizvode in imeti primerno distribucijo. Notranja rast je lahko tudi diverzificirana. Predstavlja alternativo, če podjetje deluje v panogi, kjer povpraševanje ne narašča oz. pada. Druga vrsta rasti pa je zunanja. Sem spadajo tudi kapitalske povezave, ki jih poznamo v obliki prevzemov, pripojitev in spojitvev. Dejavniki, ki vplivajo, da podjetje uporabi strategijo zunanje rasti, so (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 74):

- hitrejše doseganje ciljev;
- stroški razvoja znotraj podjetja presegajo stroške povezav;
- nižje tveganje in stroški ter krajši čas (potrebni za povečevanje tržnega deleža);
- možnost financiranja z lastnimi vrednostnimi papirji, kar v primeru notranjega razvoja v večini primerov ne bi bilo možno;
- bolj učinkovito izkoriščanje premoženjskega in menedžerskega potenciala, kot ga izkorišča ciljno podjetje;
- davčne prednosti;
- dopolnjevanje virov in nastajanje sinergij.

V osnovi avtorji navajajo dva pristopa pri zunanjih strategijah rasti. Pri tradicionalnem pristopu (glej sliko 5) je poudarek na značilnostih ciljnega podjetja. Prevzemno podjetje izbira med kandidati na podlagi finančnih kazalcev. Pristop vključuje predpostavke, kot so: ciljno podjetje je podcenjeno, dosega dovolj visoko stopnjo dobička ipd. Ne ozira pa se toliko na lastnosti in značilnosti prevzemnega podjetja. Te so pomembnejše pri strateškem pristopu. V tem primeru prevzemno podjetje pozna svoje sposobnosti in ima izbrane svoje ciljne dejavnosti. Tako sledi izbranim strategijam, ki vključujejo prevzeme podjetij.

Slika 5: Tradicionalni in strateški pristop pri zunanjih strategijah rasti



Vir: Parson J. Andrew, The hidden Value: Key to Successful Acquisition, Business Horizons, 1985, 2, str. 36.

Raziskava, ki jo je opravil A. T. Kearney (Habeck, Kröger, Träm, 2000, str. 16) v letih 1998 in 1999, je razkrila, da 58 % prevzetih podjetij ni uspelo doseči ciljev, ki jih je postavilo vodstvo ob prevzemu. Kar 53 % anketiranih je

odgovorilo, da največje tveganje po združitvi predstavlja faza integracije. Tudi ta ugotovitev kaže na pomembnost tega, da ciljno podjetje strateško ustreza prevzemniku (strategic fit).

2.2 VRSTE IN OBLIKE KAPITALSKIH POVEZAV

Poimenovanja kapitalskih povezav se od avtorja do avtorja razlikujejo. V literaturi se pojavljajo različni pojmi, kot so: združitev, prevzem, pripojitve, priključitev ipd. Združitev običajno vključuje povezave, ko iz dveh podjetij nastane novo. Prevzem označuje pridobitev lastniškega deleža v ciljnem podjetju in s tem odločilen vpliv na upravljanje podjetja. S pripojitvijo opisujemo povezave, kjer se podjetje formalno-pravno vključi v poslovni sistem prevzemnika. V angleški literaturi se pojavljajo izrazi mergers (združitev), takeovers (prevzem), acquisition (priključitev). Vendar avtorji pri uporabi posameznih izrazov niso vedno povsem dosledni.

Sam bom uporabljal izraze, kot jih navaja Tajnikar (2000, str. 148): spojitve, pripojitve in prevzemi. Spojitve zajemajo povezave, ko iz dveh podjetij nastane novo, tretje podjetje. Pri pripojitvah eno podjetje pripoji drugo, ki običajno preneha obstajati ali pa deluje kot hčerinsko podjetje prvega. S prevzemi bomo opisovali pridobitev deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, s čimer si prevzemno podjetje zagotavlja kontrolni delež za odločilno vplivanje na poslovanje prevzetega podjetja. Vsaka vrsta ima svoje značilnosti in različne podoblike. Preden si podrobneje ogledamo vrste in osnovne značilnosti povezav, si oglejmo še njihove glavne oblike.

2.2.1 OBLIKE SPOJITEV, PRIPOJITEV IN PREVZEMOV

Delitev na štiri glavne oblike uporablja večina avtorjev. Te oblike so:

- horizontalne;
- vertikalne;
- koncentrične;
- konglomeratne.

Vsaka oblika ima svoje značilnosti in omejitve. Delitev temelji na podlagi stopnje povezanosti dejavnosti podjetja prevzemnika s ciljnim podjetjem.

2.2.1.1 HORIZONTALNE KAPITALSKE POVEZAVE

V primeru horizontalnih (vodoravnih) kapitalskih povezav gre za povezovanja podjetij iz iste panoge. Pred povezovanjem podjetji delujeta na trgu kot konkurenta. S to obliko podjetja hitro rastejo in izkoriščajo ekonomije obsega, povečujejo konkurenčne prednosti in pridobivajo monopolno moč. Skozi zgodovino so države s protimonopolno zakonodajo poskušale omejevati tržno koncentracijo, ki je temeljila na horizontalnih povezavah.

Goldberg (1983, str. 208) navaja ugotovitve iz raziskave, ki sta jo opravila Pfeffer in Salanicik. Avtorja sta pokazala, da je količina horizontalnih prevzemov povezana s tržno koncentracijo podjetij v neki panogi. Funkcija ima obliko obrnjene črke u. To pomeni, da je največ prevzemov v panogah s srednjo tržno koncentracijo. V panogah, kjer je tržna koncentracija majhna ali velika, je prevzemov manj.

Besanko s soavtorji navaja naslednje glavne razloge, ki upravičujejo horizontalno rast (2000, str. 71):

- ekonomije obsega:
 - o nedeljivost in razpredanje fiksnih stroškov;
 - o povečevanje produktivnosti variabilnih dejavnikov (specializacija);
 - o upravljanje z zalogami;
 - o pravilo kocka - kvadrat;
- ekonomije obsega in povezanih proizvodov:
 - o moč pri dobaviteljih;
 - o marketing;
 - o raziskave in razvoj.

Avtor hkrati navaja glavne ovire za širitev. Te izvirajo iz diseconomij obsega in so naslednje:

- stroški dela:
 - o večanje moči sindikatov;
 - o omejenost človeških virov;
 - o motivacija in pripadnost v velikih podjetjih;
- naraščanje birokracije;
- obvladovanje in upravljanje specializiranih postopkov;
- konfliktnost širitve (s priključitvijo podjetje pridobi stranke, ki niso pripravljene sodelovati z njim, npr. zaradi poslovanja z njegovim konkurentom).

Tu bi omenil še en pojav, ki se v lahko pojavi v času globalizacije. Če podjetje raste v specifični panogi (predvsem to velja za določene surovinske in enostavne izdelke, kot so sladkorni trs, kava, rude) in ima velik tržni delež, se lahko pojavi t. i. rast v revščino (Gandolfo, 1994, str. 181). V tem primeru podjetje z rastjo in s povečevanjem proizvodnje vpliva na ceno blaga (cena pada), kar lahko posledično pomeni upad profitnosti.

2.2.1.2 VERTIKALNE KAPITALSKE POVEZAVE

Z vertikalnimi kapitalskimi povezavami opisujemo povezovanja podjetij iz enakih panog na različnih stopnjah produkcijske verige. Vsak produkcijski proces se prične s surovinami in se zaključi z distribucijo oz. prodajo izdelkov. To imenujemo vertikalna veriga. Na vsaki stopnji, kjer podjetje posluje, se lahko odloči, ali bo blago raje kupilo ali izdelalo (make or buy decision). Podjetje lahko prevzame svojega dobavitelja (prevzem nazaj) ali svojega kupca (prevzem naprej).

Tu bi predvsem opozoril na zmotne argumente (Besanko, Dranove, Shanley, 2000, str. 112), ki bi jih podjetja lahko uporabila v prid vertikalni integraciji:

- nakup blaga je bolj smiseln kot izdelava, ker bi se s tem izognili stroškom izdelave blaga;
- izdelava blaga je primernejša kot nakup, ker bi se izognili plačilu profitne marže dobavitelja;
- izdelava blaga je ugodnejša kot nakup, ker bi se v primeru povečanega povpraševanja na trgu po tem blagu izognili višjim cenam.

Upoštevati je potrebno prednosti trga, kot so ekonomije obsega, katere dosega specializiran proizvajalec, in učinkovitost teh podjetij, v kar jih sili konkurenca na trgu.

Glavne prednosti vertikalne integracije se kažejo predvsem v:

- zmanjševanju transakcijskih stroškov (pogajanja, pogodbe, oportunitizem);
- asimetrijah informacij med podjetji;
- koordinaciji znotraj vertikalne verige (zmanjševanje ozkih grl).

Če so stroški prevzema nižji kot pričakovani stroški zaradi tveganja in negotovosti, je prevzem dobavitelja oz. distributerja upravičen (Goldberg, 1983, str 14). Na ta način si podjetje tudi zagotovi nemoteno dobavo surovin ali distribucijo.

Na smiselnost odločitve o vertikalni integraciji vpliva v največji meri trg. Če podjetje deluje na majhnem trgu, je smiselno organizirati proizvodnjo znotraj podjetja. Če je trg večji, se na njem pojavijo učinkoviti proizvajalci in je nakup blaga na trgu smiseln. Ko pa trg in podjetje dosežeta zelo velike razsežnosti, je zopet smiselno organizirati vertikalno verigo znotraj podjetja, saj se lahko začne izkoriščati ekonomije obsega.

2.2.1.3 KONCENTRIČNE KAPITALSKE POVEZAVE

Koncentrične kapitalske povezave uvrščamo med strategijo diverzifikacije. Tudi horizontalne in vertikalne povezave lahko v določenih primerih opredelimo kot geografsko diverzifikacijo. Na splošno bi lahko diverzifikacijo opredelili kot delovanje podjetij na več trgih, proizvodnjo različnih izdelkov oz. opravljanje različnih storitev. Vse te dejavnosti pa so med seboj lahko bolj ali manj povezane. D. Besanko s soavtorji navaja (2000, str. 197), da je diverzifikacija uspešna predvsem, če se podjetje povezuje na podlagi povezanih proizvodov. Primer takšne diverzifikacije so tudi koncentrične povezave. Drugi razlogi za diverzifikacijo običajno sprožijo precej manj uspešne povezave.

Pri koncentričnih povezavah se povezujejo podjetja iz sorodnih dejavnosti. Podjetja uporabljajo podobno tehnologijo ali imajo enake poslovne procese ali delujejo na enakih trgih. Takšno združevanje ima običajno v ozadju zniževanje stroškov in povečevanje donosov. Primer so povezave podjetij s povezanimi proizvodi, enakimi distribucijskimi kanali, uporabo podobne tehnologije in sorodnimi inputi.

2.2.1.4 KONGLOMERATNE KAPITALSKE POVEZAVE

V primeru konglomeratnih kapitalskih povezav govorimo o povezovanju podjetij, ki delujejo na nepovezanih trgih in v nepovezanih dejavnostih. Gre za diverzifikacijo, ki ima v ozadju finančne sinergije, zmanjševanje transakcijskih stroškov ali posebna znanja menedžerjev. Običajno so posledica omejene rasti trga v obstoječi panogi podjetja in finančnih presežkov, ki jih podjetje ustvarja. Kot razlog za te povezave se lahko pojavlja tudi zmanjševanje tveganja poslovanja. Goldberg (1983, str. 15) primerja konglomeratne povezave z nošenjem jajc v več košarah.

Raziskave prevzemov in priključitev iz 80-ih let (Besanko, Dranove, Shanley, 2000, str. 216) so pokazale, da so bile konglomeratne povezave v večini

primerov manj donosne oz. manj uspešne. Delničarji ciljnih podjetij so bili sicer deležni visokih zaslužkov (v povprečju 30 % vrednosti nad tržno vrednostjo delnice), medtem ko so delničarji podjetja prevzemnika ustvarili nizke in statistično neznačilne zaslužke (v povprečju manj kot 4 %).

Po drugi strani konglomerati lahko delujejo kot interni trgi kapitala. Na ta način se ne srečujejo v tolikšni meri s težavami asimetričnih informacij, oportunitizma in visokih transakcijskih stroškov, ki so prisotni na prostem trgu kapitala. Tako lahko konglomerat hitro prinese odločitev o relokaciji virov v najboljši možni obliki.

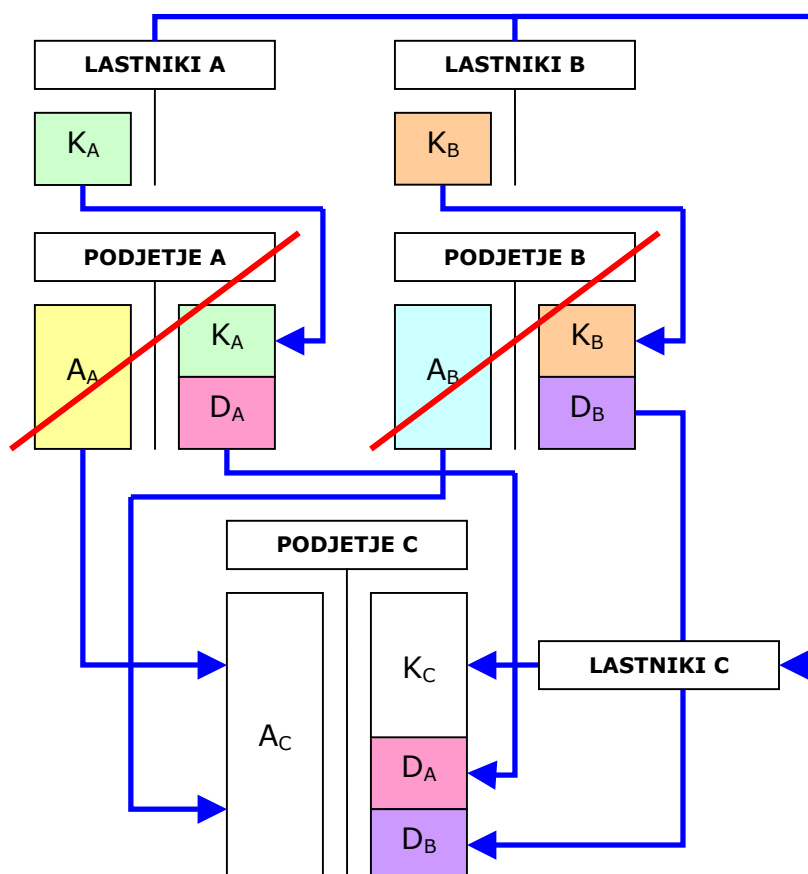
2.2.2 VRSTE KAPITALSKIH POVEZAV

Kot sem že navedel, so vrste kapitalskih povezav spojitve, pripojitve in prevzemi. Spojitve so najzahtevnejša oblika povezovanja podjetij. Osnovna oblika spojitve je, ko iz dveh podjetij nastane novo, tretje podjetje. Pri pripojitvah običajno eno podjetje pripoji drugo, ki preneha obstajati ali pa postane hčerinska družba. Prevzem pomeni pridobitev lastniškega deleža v ciljnem podjetju in s tem kontrolni delež za odločilno vplivanje na poslovanje podjetja, ki je bilo prevzeto.

2.2.2.1 SPOJITVE

Osnovna oblika spojitve (glej sliko 6) je, ko iz dveh podjetij nastane novo, tretje podjetje. Pri tem prvotni podjetji prenehata obstajati. Najpogosteje jih srečamo pri horizontalnih in vertikalnih kapitalskih povezavah.

Slika 6: Temeljna oblika spojitve



Vir: M. Tajnikar: Tvegano poslovanje. Prosojnice predavanj.
(URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/TvegPosl/>)

Druga možna oblika spojitve je holdinški vrh. V tem primeru novo ustanovljeno podjetje kontrolira prejšnji podjetji, ki ostaneta samostojni pravni osebi. Lastniki novega podjetja so prvotni lastniki obeh podjetij. S tem načinom preprečimo nastajanje novih prevelikih podjetij.

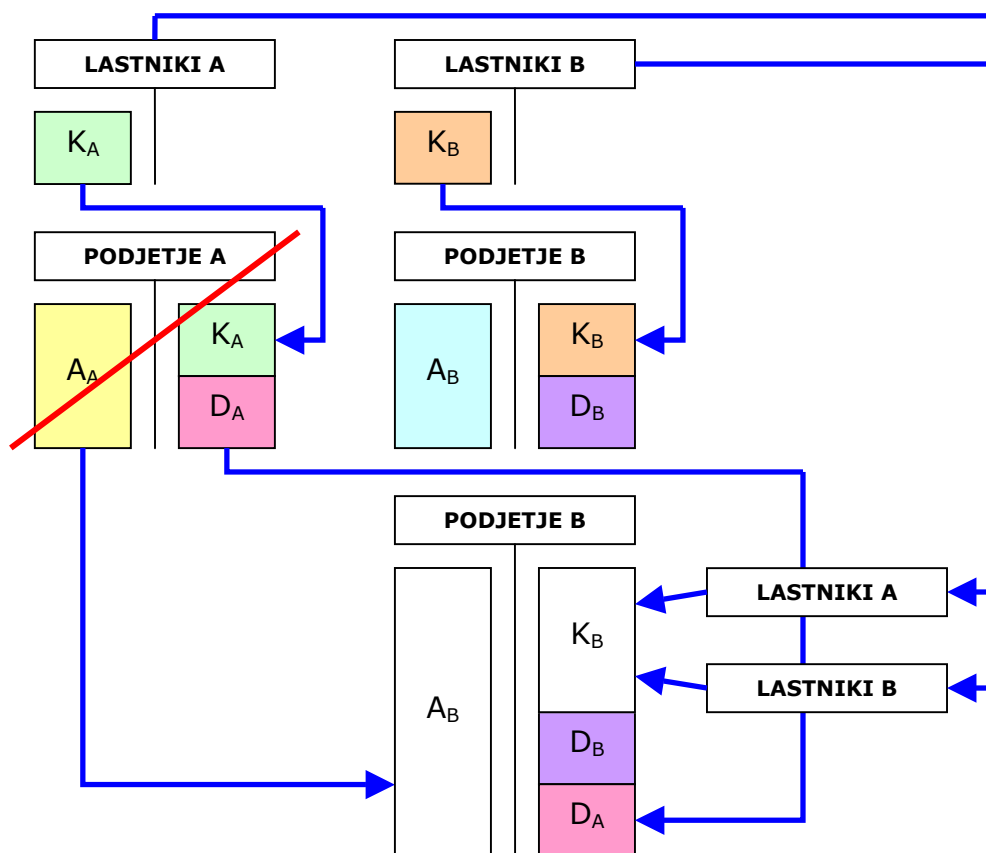
Tretja, bolj redka oblika spojitve, je zamenjava delnic. Lastniki obeh podjetij si izmenjajo del svojih delnic in postanejo solastniki v obeh podjetjih. Tako preprečimo nastanek novega večjega podjetja. Ta spojitev ni primerna za horizontalne povezave, ker si podjetji na trgu konkurirata.

2.2.2.3 PRIPOJITVE

Druga oblika kapitalskih povezav je pripojitev. S pripojitvami označujemo povezave v obliki prenosa delnic s podjetja na podjetje. Osnovna oblika pripojitve (glej sliko 7) je, ko eno podjetje pripoji drugo podjetje, pri čemer prvo podjetje preneha obstajati kot samostojna pravna oseba. Podjetje, ki

pripaja, izda nove delnice, ki jih prevzamejo lastniki podjetja, ki preneha obstajati. Oblika je primerna tako za horizontalne kot za vertikalne povezave.

Slika 7: Temeljna oblika pripojitve



Vir: M. Tajnikar: *Tvegano poslovanje. Prosojnice predavanj.*
(URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/TvegPosl/>)

Druga oblika pripojitev je, ko eno podjetje postane hčerinska družba. Oblika je primerna za konglomeratne in koncentrične povezave. Lastniki hčerinske družbe zamenjajo svoje delnice z novo izdanimi delnicami matičnega podjetja in s tem postanejo njeni solastniki.

2.2.2.4 PREVZEMI

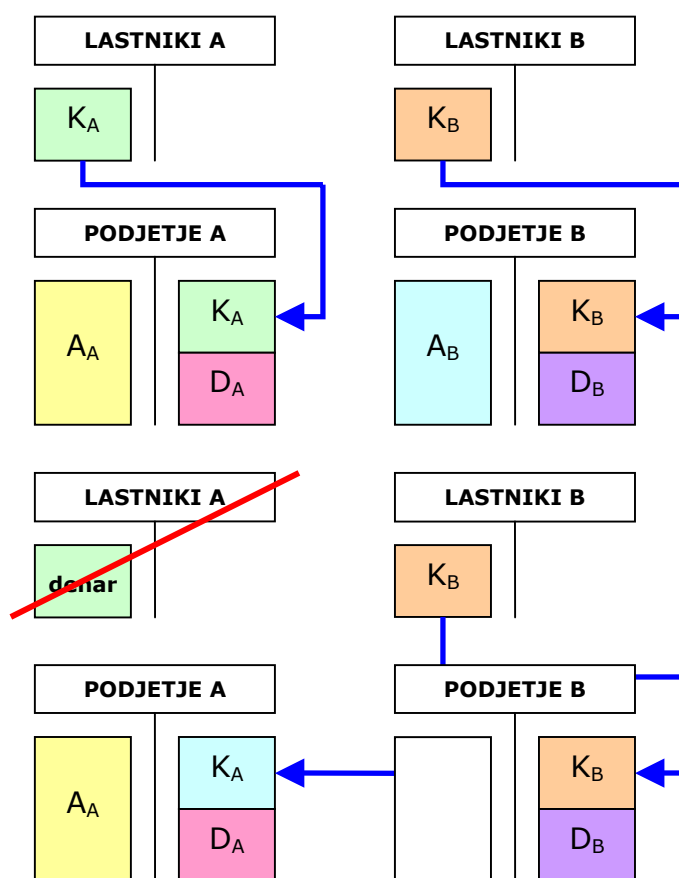
Pri spojitvah in pripojitvah je značilno, da ne pride do kupoprodajnega akta. V obeh primerih se povezave izvedejo z zamenjavo delnic. Tako prevzemnemu podjetju oz. njegovim lastnikom ni potrebno iskati načinov in virov za financiranje povezav. Praviloma se mora doseči soglasje tako lastnikov kot tudi uprav podjetij. Iz navedenega sledi, da gre v večini primerov za prijateljske povezave.

Za prevzeme velja prav nasprotno. Prevzem lahko opredelimo kot kupoprodajni odnos, v katerem prevzemnik z nakupom delnic pridobi kontrolni delež v prevzetem podjetju. Prejšnji lastnik se s prodajo delnic umakne iz podjetja (lahko le delno). Tako lahko prihaja tudi do sovražnih prevzemov. To so prevzemi, kjer menedžment ciljnega podjetja ne podpira povezave. Na ta način se pri prevzemih še dodatno pojavijo težave zaradi asimetrij informacij, obrambnih dejanj menedžmenta in integracijskih procesov. Prevzemno podjetje pogosto tudi preplača ciljno podjetje.

Posebna oblika prevzema je menedžerski odkup podjetja (MBO - Management Buy Out), ko menedžment podjetja prevzame podjetje z zadolžitvijo na podlagi zastave svojega premoženja ali premoženja podjetja¹.

Osnovna oblika prevzema je prevzem podjetja po podjetju (glej sliko 8). V tem primeru podjetje prevzemnik izplača lastnike delnic ciljnega podjetja in si v njem pridobi kontrolni delež. Ta oblika je primerna za vse oblike kapitalskih povezav.

Slika 8: Primer prevzema podjetja po podjetju



Vir: M. Tajnikar: Tvegano poslovanje. Prosojnice predavanj.
(URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/TvegPosl/>)

Druga oblika je prevzem podjetja s strani lastnikov drugega podjetja. Tu lastniki enega podjetja odkupijo delnice drugega. Tako ti lastniki pridobijo poleg kontrolnega deleža v prvem tudi kontrolni delež v drugem podjetju. Oblika je primerna predvsem za koncentrične in konglomeratne povezave.

Tretja oblika prevzemov je pridobitev premoženja. V tem primeru podjetje odkupi premoženje drugega podjetja. Slednje pridobi denarna sredstva, ki jih lahko uporabi za poplačilo dolgov in svojo likvidacijo. Podjetje prevzemnik pa nadaljuje s svojim delovanjem in poslom prevzetega podjetja.

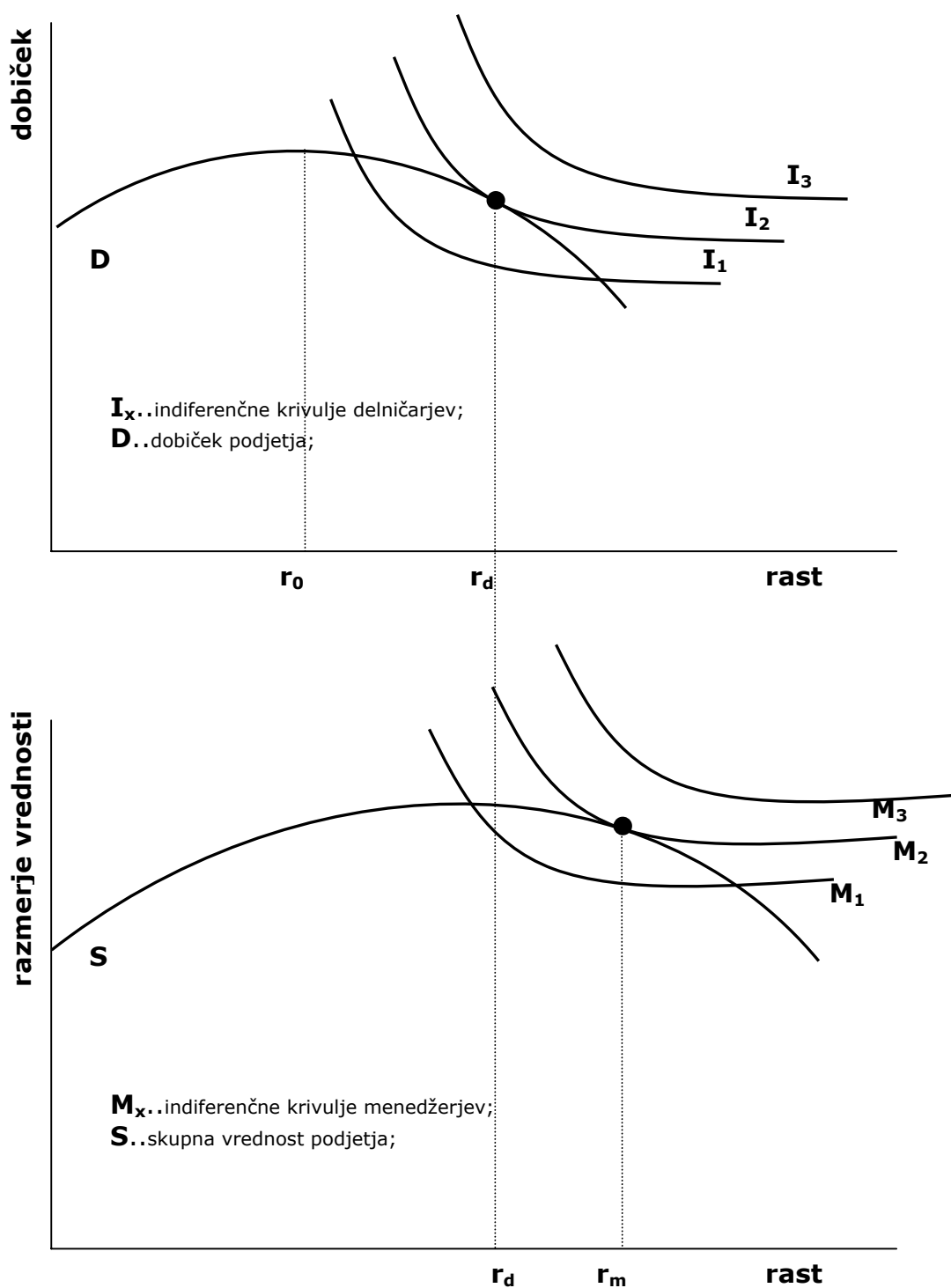
3 MOTIVI

Ker v delu obravnavam primer prevzema, bom v nadaljevanju uporabljal le izraz prevzem, čeprav v nekaterih primerih podobne ugotovitve veljajo tudi za pripojitve in spojitve. V praksi se motivi za prevzeme med seboj prepletajo. Tako se med avtorji tudi razvrstitve motivov med seboj razlikujejo.

Pell deli motive v dve veliki skupini (Pell, 1995, str. 93). Prva skupina motivov temelji na neoklasičnem pristopu, ki temelji na maksimizaciji premoženja delničarjev. Druga skupina temelji na preferencah menedžerjev, ki maksimizirajo rast podjetij ob zadovoljivi rentabilnosti. S tem si zagotavljajo moč, ugled in varnost. Rast pa ni povsem v skladu z interesi lastnikov. Model na sliki 9 je predstavil Marris in ponazarja odstopanja med interesi lastnikov in menedžerjev.

¹ Na splošno so prevzemi z zadolžitvijo poimenovani Leveraged Buy Out (LBO). MBO je preprosto ena izmed oblik LBO (za več glej: Malus, 2004, str. 5).

Slika 9: Ravnotežje delničarjev in ravnotežje menedžmenta



Vir: J. Prašnikar, Ž. Debeljak: *Ekonomski modeli za poslovno odločanje*, 1998, str. 289.

Krivulja D kaže na odvisnost dobička od rasti podjetja (glej sliko 9). Čeprav je v točki r_0 dobiček maksimalen, je delničarjem najugodnejše ravnotežje v točki r_d . V tej točki je sicer dobiček nižji na račun večje rasti podjetja, vendar v njej podjetje dosega najvišjo vrednost na trgu in s tem maksimizira premoženje

delničarjev. Tako lahko opredelimo neoklasičen pristop za prevzeme. Krivulja S pa ponazarja skupno vrednost podjetja na trgu (upoštevata tako dobiček kot potencialno rast dobička zaradi hitrejše rasti). Če upoštevamo indifferenčne krivulje menedžerjev, ugotovimo, da je njihovo ravnotežje v točki r_m . Le-ta se nahaja bolj desno, pri večji rasti podjetja kot r_d . Iz tega je razvidno, da menedžment v primerjavi z lastniki daje prednost večji rasti. Omejuje jih stopnja potrebne dobičkonosnosti, kot jo zahteva trg kapitala. Če je ne bi dosegali, bi se izpostavili nevarnosti sovražnega prevzema. S tem si lahko razlagamo drugo skupino motivov, ko menedžment ne sledi preferencam lastnikov.

Ta razlika je še posebej prisotna v upadajočih panogah, v katerih je interes menedžmenta še vedno rast, medtem ko je interes lastnikov le konsolidacija poslovanja. Pri hitro rastočih panogah se razlika med interesi prične zmanjševati.

Bešter v svojem delu (Bešter, 2000, str. 16) deli motive v dve glavni skupini. V prvo skupino spadajo motivi, ki imajo za cilj doseganje sinergij in ekonomij obsega. V drugi skupini so finančni prevzemi, kjer podjetja nimajo enake osnovne dejavnosti.

Weber uporablja delitev na motive (Weber, 2000, str. 4), ki vključujejo: ekonomije obsega, vertikalne širitve, komplementarne resurse, finančne presežke ali zmanjševanje neučinkovitosti.

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

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

- hipoteze povečevanja učinkovitosti:
 - o razlike v učinkovitosti;
 - o hipoteza neučinkovitega menedžmenta;
 - o strategija prestrukturiranja poslovanja;
 - o operativne sinergije;

- prenos poslovnih praks;
 - povezovanje aktivnosti;
- o finančne sinergije;
- o analiza portfeljev;
- informacije in signali:
 - o hipoteza iskanja;
 - o hipoteze sedenja na zlatem rudniku;
- hipoteze podcenjenosti:
 - o kratkovidnost;
 - o Q hipoteza investicij²;
- problem agentov:
 - o hipoteza problema agentov;
 - o menedžerska hipoteza;
- strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju;
- hipoteza precenjenosti;
- hipoteze prerazdelitve:
 - o hipoteza tržne moči – v breme potrošnikov;
 - o davčni razlogi – v breme proračuna;
- hipoteza različnih pričakovanj.

3.1 HIPOTEZE POVEČEVANJA UČINKOVITOSTI

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

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

² Q razmerje = tržna vrednost premoženja / stroški nadomestitve premoženja

3.1.1 RAZLIKE V UČINKOVITOSTI

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

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

Ugotavljanje manjše učinkovitosti lahko izvira iz poznavanja razmer v panogi. Tako hipoteza predvideva, da bodo prevzemi sledili v povezanih panogah, kjer so konkurenti sposobni zaznati manj učinkovita podjetja in jih zaradi tega prevzeti. Seveda to velja v primeru, če sposobnosti menedžmenta v bolj učinkovitem podjetju niso povsem izkoriščene.

3.1.2 HIPOTEZA NEUČINKOVITEGA MENEDŽMENTA

Na podobni osnovi temelji hipoteza neučinkovitega menedžmenta. Razlika je v tem, da je ta primerna tudi za razlago konglomeratnih povezav. Ker prejšnja hipoteza predvideva poznavanje panoge, je namenjena pojasnjevanju horizontalnih prevzemov. Hipoteza neučinkovitega menedžmenta pa predpostavlja, da manj učinkovito podjetje vodi neučinkovit menedžment, ki ga lastniki niso sposobni zamenjati sami. V tem primeru lahko prevzem izvede podjetje z bolj učinkovitim menedžmentom. Weston s soavtorji (1990, str. 193) opozarja, da je ta predpostavka sporna. Kot alternativo tej predpostavki pa zagovorniki hipoteze razlagajo, da so prevzemi potrebni, ker ne manjka sposobnih menedžerjev (Kralj, 2003, str. 22).

V skladu s hipotezo se po prevzemu v prevzetem podjetju pričakuje zamenjava menedžmenta. V tem primeru gre lahko za sovražni prevzem, ki ga obstoječi menedžment podjetja tarče ne podpira. S tega stališča so prevzemi koristni, saj silijo tako delničarje kot menedžerje v stalno razmišljanje o lastnem delu (Delo, 2003, št. 200, str. 15). Menedžment lahko v primeru sovražnega prevzema uporabi tudi obrambne ukrepe, kot so:

- strupene tabletko (poison pills):

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

V praksi se je pokazalo, da se v večini primerov po prevzemu menedžment v prevzetem podjetju ni zamenjal in da je sovražnih prevzemov zelo malo (Brown, 1999, str. 2).

3.1.3 STRATEGIJA PRESTRUKTURIRANJA POSLOVANJA

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

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

3.1.4 OPERATIVNE SINERGIJE

Hipoteza predpostavlja obstoj ekonomij obsega, ki jih obstoječa podjetja ne izkoriščajo. Ekonomije se pojavljajo šele pri velikem obsegu proizvodnje. Lahko so posledica polno zaposlenih virov, ki so bili prej zaradi svoje nedeljivosti neizkoriščeni. Nastajajo lahko na vseh funkcijskih področjih od vlaganj v raziskave in razvoj do marketinga, koordinacij med stopnjami proizvodnje ipd.

Hipoteza je primerna za vse vrste prevzemov: horizontalne, vertikalne, koncentrične in konglomeratne.

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

3.1.4.1 PRENOS POSLOVNIH PRAKS

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

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

Vsako podjetje razpolaga z informacijskim premoženjem, ki ga opredelimo kot organizacijski kapital (Lahovnik, 2003b, str. 14). Delimo ga na tri tipe:

- informacije podjetja, utelešene v zaposlenih (specifične poslovodne in proizvodne spretnosti);
- skladnost spretnosti in sposobnosti z delovnimi nalogami;
- oblikovanje učinkovitih delovnih skupin (teami).

Podobno lahko opredelimo pojem organizacijskega učenja. Pojem zajema način izboljševanja spretnosti in sposobnosti zaposlenih na podlagi izkušenj. Tudi tega lahko delimo na tri tipe:

- splošno poslovodno učenje;
- poslovodno, specifično učenje za panogo;
- neposlovodno učenje (proizvodne spretnosti iz izkušenj).

Znanja, ki izvirajo iz učenja, lahko prehajajo iz podjetja v podjetje že na podlagi trga delovne sile. Šele v pravilni povezavi organizacijskega kapitala in organizacijskega učenja lahko oblikujemo dejavnik za prevzem. V tem primeru je popolni prenos praks možen le v primeru prevzema.

3.1.4.2 POVEZOVANJE AKTIVNOSTI

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

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

Povezovanje aktivnosti vodi k vedno večji rasti podjetja in doseganju večjega tržnega deleža. V skladu s hipotezo bi se morali zmanjševati tudi povprečni stroški podjetja. To pa ne le zaradi povezovanja aktivnosti, temveč tudi zaradi koncepta krivulje učenja. V praksi pa se je izkazalo, da velikokrat podjetje z največjim tržnim deležem in z veliko izkušnjami nima najnižjih stroškov. To še posebej velja za zrele panoge. Verjetno je ključen dejavnik tudi usposobljenost menedžmenta.

3.1.5 FINANČNE SINERGIJE

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

- nekorelirani denarni tokovi med podjetjema³;
- diverzifikacija podjetja zmanjšuje tveganje pri poslovanju. Posledično je podjetje bolj zanimivo za institucionalne investitorje⁴;
- ekonomije obsega zaradi stroškov izdaje vrednostnih papirjev in transakcijskih stroškov;
- davčna obremenitev dividend;

³ V primeru nepopolne korelacije denarnih tokov dveh ali več podjetij se zmanjša verjetnost stečaja podjetja (Mramor, 1994, str. 84).

⁴ Iz ekonomske teorije je znano, da lahko delničarji razpršujejo svoje premoženje sami in tako prilagajajo tveganje na podlagi svojih zaznav. Diverzifikacija na nivoju podjetja je tako lahko le posledica interesa menedžerjev, ne pa samih lastnikov (Goldberg, 1986, str. 15).

- presežni denarni tokovi in omejene investicijske možnosti v obstoječi panogi;
- ohranjanje P/E^5 razmerja.

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

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

3.1.6 ANALIZA PORTFELJEV

Diverzificirano podjetje lahko deluje v različnih panogah. V posamezne dejavnosti podjetje lahko vstopa ali iz njih izstopa. Takšne odločitve so plod strateških ciljev, ki si jih podjetje zada na podlagi analiz okolja in posameznih panog. Primer takšne analize, omenjen že na začetku tega poglavja, je matrika, ki so jo razvili v Boston Consulting Group (glej sliko 10). Iz nje lahko razberemo ustrezne strategije, ki so primerne, ko podjetje posamezno dejavnost kvalificira glede na rast trga in glede na tržni delež podjetja. Podoben pristop ima matrika, ki so jo predstavili v General Electri in upošteva konkurenčni položaj ter tržno privlačnost.

⁵ Delničarji velikega podjetja z visokim P/E ugodno zamenjajo svoje delnice za delnice manjšega podjetja z nizkim P/E (večji relativni zaslužek glede na ceno delnice). Pričakovali bi, da se bo P/E razmerje prevzemnika povečalo, kar se v praksi ne zgodi. Tako oboji delničarji pridobijo (če zanemarimo dejstvo, da bi delničarji manjšega podjetja z višjim P/E na dolgi rok bili deležni večjih donosov).

Slika 10: Matrika tržni delež/rast trga – Metoda BCG

Stopnja rasti v dejavnosti	Velika	ZVEZDE • Ohranitev in rast tržnega deleža • Širitev dejavnosti	VPRAŠAJI • Velika vlaganja in ustvarjanje dejavnosti in tržnega deleža • Opustitev dejavnosti
	Majhna	KRAVE MOLZNICE • Ohranitev tržnega deleža in vlaganje presežka v nove dejavnosti	PSI • Zmanjšanje vlaganj • Opustitev dejavnosti
		Velik	Majhen
		Tržni delež	

Vir: V. Potočnik, Temelji trženja, 2002, str. 46.

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

Smiselnost takšnega pristopa se kaže v primeru, ko podjetje deluje na stagnantnem trgu (ali vsaj trgu z marginalno rastjo) in ustvarja večje presežke. Ciljna podjetja so običajno manjša podjetja iz hitro rastočih panog, katerih lastniki tako žanjejo kapitalske dobičke in se s tem ognejo tveganjem, ki jih hitra rast prinaša. Tako začne nastajati konglomerat, ki pa ga je potrebno znati upravljati.

3.3 INFORMACIJE IN SIGNALI

3.3.1 HIPOTEZA ISKANJA

Za konglomeratne tipe prevzemov je pridobivanje informacij lahko razlog za prevzem. Tovrstno povezovanje je bilo najmočnejše v tretjem valu prevzemov v ZDA⁶. Asimetrija informacij kot vir potencialnih investicijskih možnosti je predstavljala zadosten motiv za prevzem.

⁶ Skozi zgodovino so se v ZDA prevzemi pojavljali v valovih. Za vsako obdobje veljajo določene značilnosti, ki izvirajo iz okolja in razmer, v katerih so podjetja delovala. Tako je za

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

Hipoteza naj bi bila ustrezna razlaga za opisane reakcije cen delnic na prejete ponudbe za prevzem. Dejstvo, da pride do ponudbe za prevzem, še ne pomeni, da so delnice ciljnega podjetja nujno podcenjene ali da lahko obstoječa menedžerska ekipa sama izboljša poslovanje podjetja. Hipoteza signalov le trdi, da je mogoče del informacij pridobiti z branjem signalov, med katere sodijo signali, ki razkrivajo pričakovanja menedžerjev o bodoči uspešnosti podjetja, odločitve o spremembah v strukturi kapitala in napovedi izplačil dividend (Kralj, 2003, str. 27).

3.3.3 HIPOTEZE SEDENJA NA ZLATEM RUDNIKU

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

vsak posamezen val prevzemov moč najti razloge in oblike. V tretjem valu je značilno pojavljanje velikih konglomeratov. Obdobje je trajalo od poznih 50-ih do sredine 60-ih let prejšnjega stoletja. Konglomeratne povezave so bile v veliki meri posledica protimonopolne zakonodaje. Neposredno je val konglomeratnih povezav povzročil večjo diverzificiranost podjetij. Mnogi od teh konglomeratov so se izkazali za neučinkovite in niso dosegali uspehov.

3.4 HIPOTEZE PODCENJENOSTI

3.4.1 KRATKOVIDNOST

Na razvitih kapitalskih trgih vse bolj prevladujejo institucionalni investitorji. Svoje vlagatelje pridobivajo in ohranjajo s pomočjo uspešnosti svojih naložb. To pomeni, da jih zanimajo naložbe, ki prinašajo donose v relativno kratkem času. Tako jih podjetja, ki imajo pripravljene dolgoročnejše investicijske programe, ne zanimajo v tolikšni meri. Zaradi tega imajo ta podjetja nižjo vrednost in so lahko celo podcenjena. S tem postanejo tarča podjetij prevzemnikov, ki se zanimajo za dolgoročnejše strateške povezave. Sundarsanam navaja (1985, str. 213), da so raziskave iz prakse pokazale, da strokovnjaki za prevzeme med ciljne družbe postavljajo podcenjenost na prvo mesto med motivi za prevzeme. Dodaten razlog za prevzeme so lahko informacije, ki jih ima določen prevzemnik. Če teh informacij ostali nimajo, je podjetje v njihovih očeh podcenjeno.

3.4.2 Q HIPOTEZA INVESTICIJ

Kvocient Q je definiran kot razmerje med tržno vrednostjo delnic podjetja in stroški zamenjave premoženja, nominiranega s temi delnicami (Lahovnik, 2003b, str. 27).

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

3.5 PROBLEM AGENTOV

Principal agent problem je asimetrija informacij, izvirajoča iz dejstva, da lastniki brez stroškov ne morejo popolnoma nadzirati dela svojih zaposlenih (Prašnikar, 2002, str. 23). Agent (npr. menedžer) je oseba, ki deluje. Principal (npr. lastnik) je oseba, na katero delovanje agenta vpliva. Principal agent problem nastopi, kadar agent deluje v svojo korist, čeprav njegovo delovanje ni v interesu principala oz. je celo v njegovo škodo.

3.5.1 HIPOTEZA PROBLEMA AGENTOV

V skladu s problemom principal agent je delovanje menedžmenta lahko v nasprotju z interesi lastnikov. To se lahko odraža v slabših poslovnih rezultatih, nižjem dobičku, nepotrebnih investicijah ipd. Razvit trg kapitala omogoča ublažitev tega problema, saj slabo vodena podjetja dosegajo nizko ceno delnic in so lahko tarča prevzema. Strah menedžmenta pred izgubo zaposlitve je na ta način ublažitev problema principal agent.

Davidson (1985, str. 304) navaja dve zelo pomembni funkciji prevzemov:

- omogočajo zamenjave neučinkovitih menedžerjev z učinkovitimi;
- predstavljajo grožnjo vsem menedžerjem, ki ne delujejo v interesu lastnikov.

Po njegovem mnenju je drugi razlog še posebej pomemben, ker na splošno vpliva na stanje v gospodarstvu.

Prevzemi pa niso edina rešitev problema agenta. Ublažitev je možna tudi na druge načine: trg menedžerjev, lastniški delež menedžmenta v podjetju, nagrade, vezane na profit ...

3.5.3 MENEDŽERSKA HIPOTEZA

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

Sundarsanam (1995, str. 16) navaja sledeče motive za prevzeme, ki jih zasledujejo menedžerji:

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

Mnogokrat motivi, ki jih zasledujejo menedžerji, niso v skladu z interesi lastnikov. V tem primeru prevzemi omogočajo manifestacijo problema

agentov. Problematiko sem že omenil, ko sem obravnaval Marrisov model, ki ponazarja odstopanja med interesi lastnikov in menedžerjev. Še posebej je ta problem prisoten v upadajočih panogah. Interes menedžmenta je še vedno rast podjetja, medtem ko je interes lastnikov le konsolidacija poslovanja. Pri hitro rastočih panogah se razlika med interesi prične zmanjševati.

3.6 STRATEŠKO PRILAGAJANJE SPREMEMBAM V POSLOVNEM OKOLJU

V četrtem valu priključitev v ZDA⁷ je bilo v določenih panogah znatno več prevzemov kot v ostalih (zabavna industrija, prodaja blaga za široko potrošnjo, naftna industrija, oddajanja in oglaševanja, tekstilna, gumarska in jeklarska panoga). Te panoge so se iz leta v leto menjavale (Lahovnik, 2003b, str. 32). To dejstvo nakazuje na strateško prilagajanje podjetij iz teh panog. Dejavniki, ki so sprožali prevzeme, so bili deregulacije posameznih panog, naftni šok, naraščajoča tuja konkurenca, demografske in tehnološke spremembe ter finančne inovacije.

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

3.7 HIPOTEZA PRECENJENOSTI

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

⁷ Mnogi od konglomeratov, ki so se pojavili v tretjem valu prevzemov v ZDA, so se izkazali za neučinkovite in niso dosegali uspehov. To je bil tudi eden od razlogov, ki so sprožili četrti val prevzemov. Četrti val je potekal v 80-ih letih prejšnjega stoletja. Podjetja, ki so ustvarjala presežke, so videla priložnost za rast v nizkih cenah delnic na borznem trgu (posledica recesije v letih 1974 in 1975). Tudi državna administracija je pričela z omejevanjem protimonopolne zakonodaje, kar je še dodatno vzpodbudilo nove povezave. V tem valu lahko zopet opazimo prevzeme, ki so se osredotočali na osrednje dejavnosti.

Hipoteza je manj verjetna, saj trg kapitala ni popolno učinkovit (Lahovnik, 2003b, str. 34). Tudi pridobivanje informacij na njem ni brezplačno. Hkrati obstajajo ekonomije obsega in razne možnosti povečevanja učinkovitosti, kar lahko pripelje do želenih sinergij, ki bi sledile iz prevzemov.

3.8 HIPOTEZE PRERAZDELITVE

3.8.1 HIPOTEZA TRŽNE MOČI – V BREME POTROŠNIKOV

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

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

Monopolna moč omogoča dvig cen in dobičkov. Danes je zaradi zakonodaje praktično nemogoče doseči monopol s prevzemom vseh družb iz panoge. Lahko pa se s prevzemi zmanjšuje število konkurentov, kar omogoča lažje signaliziranje⁸ med podjetji s ciljem dviga cen (Davidson, 1985, str. 212).

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

- Williamsov model: avtor ugotavlja, da horizontalni prevzemi povečujejo tržno moč podjetij. S tem višajo cene, hkrati pa nižajo stroške. Tako ima prevzem lahko pozitiven ali pa tudi negativen vpliv na blaginjo (odvisno, kateri vpliv je močnejši). V vsakem primeru pa je prerazporeditev v škodo potrošnikov.

⁸ Dogovor med podjetji o dvigu cen po zakonu ni dovoljen, vendar si podjetja lahko na različne načine signalizirajo dvige cen. V strokovni literaturi to poimenujemo tihi dogovor (tacit collusion).

- Farrellov in Shapirov model: tudi v tem modelu, ki izhaja iz Cournotovega modela oligopola, ko podjetje izbira količino proizvodov, se prevzem (če vključuje sinergijske učinke) odraža s povečanjem družbene blaginje, vendar na račun potrošnikov. To predvsem velja za prevzeme podjetij, ki imajo manjši tržni delež.
- Polaskyjevi in Mansonovi modeli: ta model je za razliko od prejšnjih dveh dinamičen. Prevzemi naj bi na kratki rok zmanjševali blaginjo. Na dolgi rok pa lahko blaginjo povečujejo. Ugotovitev velja v primeru, ko večje stroškovno učinkovitejše podjetje prevzema manjše neučinkovito podjetje.

3.8.2 DAVČNI RAZLOGI – V BREME PRORAČUNA

Obstajata dva razloga, ki lahko sprožita tovrstni motiv za prevzem. Prvi je stopnja obdavčitve dobička v primerjavi s stopnjo davka na kapitalski dobiček. Če je davek na kapitalski dobiček nižji od davka na dobiček, se bodo lastniki raje odločili za rast podjetja - lahko v obliki prevzema.

Drugi razlog predstavlja možnost, ki jo dopuščajo davčni sistemi. Podjetje lahko izgubo iz prejšnjih let v prihodnjih letih odbije od dobička. Na ta način lahko novi lastnik zniža bodoče dobičke in se tako izogne plačilu davka na dobiček. Seveda mora biti prevzemnik sposoben podjetje spremeniti v dobičkonosno.

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

3.9 HIPOTEZA RAZLIČNIH PRIČAKOVANJ

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

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

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

3.10 MOTIVI DELNIČARJEV CILJNIH PODJETIJ

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

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

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

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

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

3.11 MOTIVI PREVZEMOV V TUJINI

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

- strategija rasti zaradi majhnega domačega trga;
- dostop do specifičnih inputov, izkoriščanje edinstvenih prednosti (blagovne znamke, ugled ...);
- obrambna strategija (konkuriranje s konkurenti na njihovem domačem trgu, premagovanje mednarodnih trgovinskih ovir ...);
- prilagajanje potrebam poslovnih partnerjev (domače banke, računovodski standardi ...);
- oportunitizem (izkoriščanje menjalniškega tečaja⁹...).

Za prevzeme v tujini je tudi značilno, da gre v večini primerov za plačilo z denarjem. Uporaba vrednostnih papirjev za tovrstne transakcije je zelo redka (Brown, 1999, str. 2). Hkrati velja, da sovražni prevzemi v tujini praktično ne obstajajo.

Posebej pa je potrebno izpostaviti, da je razvrstitev pomembnosti motivov za prevzeme v primeru držav v tranziciji drugačna kot tista, ki velja v razvitih

⁹ Devizni tečaj ob danih stroških spreminja relativno ceno, izraženo z enotami drugega denarja. Absolutna cena se ob spremembi tečaja ne spremeni. Spremeni pa se relativna cena v tuji valuti (Kumar, 1999, str. 99).

ekonomijah. Gre predvsem za dejstvo, da so podjetja velikokrat neučinkovita, mnogokrat s prevelikim številom zaposlenih delavcev, neprimerno organizacijsko strukturo ipd. V teh državah so potekali (potekajo) privatizacijski procesi. Podjetja delujejo na nerazvitem trgu kapitala. Če so lastniki državne agencije, dajejo več poudarka na investicije in politiko zaposlovanja. Privatni lastniki pa na splošno bolj zasledujejo maksimiranje cene delnice (Lahovnik, 2000a, str. 15).

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

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

- nacionalni interesi in interesi različnih institucij znotraj posameznih držav;
- koncentracije lastništva;
- struktura kapitalskega trga¹⁰;
- sistem vodenja in upravljanja podjetij (corporate governance);
- kulturna vprašanja.

4 PRIMER PREVZEMA ELEKTRONABAVE

Elektronabavo je leta 2000 prevzelo francosko podjetje Rexel. To se je zgodilo pet let po končanem lastninjenju podjetja, ko je Elektronabava postala delniška družba v večinski lasti zaposlenih in upokojenih delavcev ter njihovih sorodnikov.

Prevzem bom začel obravnavati z opisom prevzemnika in njegovih poslovnih značilnosti, nato pa bom na podoben način obravnaval še Elektronabavo. Sledil bo postopek prevzema in vpogled v njegove učinke. Na koncu bom še ocenil uspešnost prevzema glede na uresničevanje motivov po posameznih udeležencih, ki so v njem nastopali.

¹⁰ V Združenih državah je v lasti indeksnih skladov 5-10 % delnic velikih podjetij. Indeksacija je v Veliki Britaniji veliko pomembnejša, saj je v lasti britanskih indeksnih skladov 50-60 % velikih podjetij. V primeru, da bi ameriški sklad prevzel veliko britansko podjetje, bi ga britanski skladi morali prodati, ker ameriški sklad ni del britanskega indeksa.

4.1 OPIS PODJETJA REXEL

Podjetje Rexel je v svetu vodilno podjetje v distribuciji nizko-napetostnih izdelkov. Vodilno vlogo dosega tako po prodaji kot tudi po geografski razširjenosti. V državah, kjer je Rexel prisoten, znaša njegov tržni delež v povprečju okoli 7 % (URL:<http://www.rexel.com/index.html>).

Podjetje deluje v 32 državah. V letu 2002 je ustvarilo 54,1 % prodaje v Evropi (26,3 % samo v Franciji), 38,6 % v Severni Ameriki, 1,2 % v Južni Ameriki in 6,1 % v Aziji. Zaposluje preko 20.000 delavcev. V letu 2002 je celotna prodaja znašala 7374 milijonov evrov, operativni dobiček pa 292 milijonov Evrov.

4.1.1 ZGODOVINA PODJETJA

Leta 1967 je bilo ustanovljeno podjetje Compagnie de Distribution de Matériel Electrique (CDME). Od vsega začetka je podjetje uspešno uporabljalo zunanjo strategijo rasti, večinoma s prevzemi. Delovalo je kot krovna družba podjetij, ki jih je skozi svojo strategijo rasti prevzemalo.

Podjetje je sprva delovalo le na francoskem tržišču. Svoje področje delovanja je poleg distribucije nizko-napetostnih izdelkov razširilo še na specializirano dobavo v industriji in distribucijo elektronskih komponent. Zaradi velike rasti trga nizko-napetostnih izdelkov se je podjetje kmalu preusmerilo le v distribucijo tovrstnih izdelkov. Leta 1980 se je pričelo širiti izven Francije po zahodni Evropi, že v letu 1986 pa je vstopilo tudi na ameriški trg. Podjetje je ime Rexel prevzelo šele leta 1993, po prevzemu družbe Groupelec Distribution. Leta 1997 je podjetje razširilo svoje poslovanje v Južno Ameriko, leta 1998 pa še v pacifiški del Azije in Avstralijo. Na trge vzhodne Evrope so vstopili leta 1999, leta 2000 pa še na Kitajsko in v Kanado. Danes je Rexel prisoten na vseh kontinentih razen Afrike (glej sliko 11).

Slika 11: Geografska razširjenost Rexela

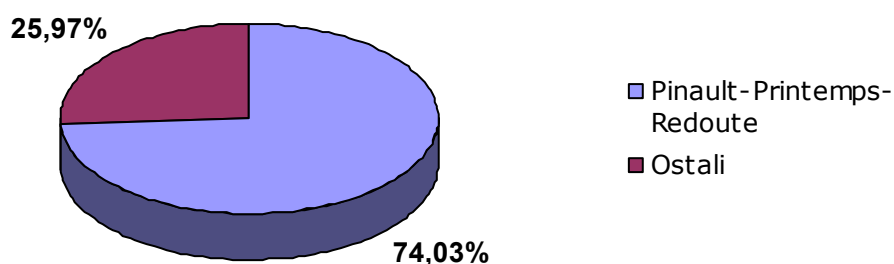


Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

4.1.2 LASTNIŠKA STRUKTURA

Leta 1983 je Rexel (še pod imenom CDME) pričel kotirati na Pariški borzi. Leta 1990 ga je prevzela družba Pinault Group (danes Pinault-Printemps-Redoute oz. PPR), ki se je ukvarjala z maloprodajo pohištva in bele tehnike ter drugih hišnih aparatov. PPR je tudi danes večinski lastnik Rexela (glej tabelo 1 in sliko 12).

Slika 12: Lastniški delež PPR v Rexelu konec leta 2003



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

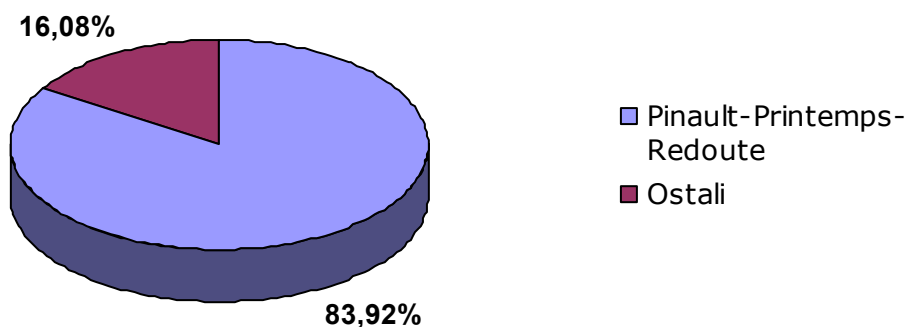
Tabela 1: Lastniški deleži in glasovalne pravice posameznih lastnikov v Rexelu

Stanje 31. marca 2003				
	število delnic	št. delnic v odstotkih	število glasovalnih pravic	št. glasovalnih pravic v odstotkih
PPR	34.965.695	73,73 %	69.226.899	83,92 %
ostali delničarji	12.426.965	26,20 %	13.228.045	16,04 %
menedžment	16.123	0,04 %	32.236	0,04 %
lastni deleži	15.215	0,03 %	0	0 %
SKUPAJ	47.423.998	100 %	82.487.180	100 %

Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

Čeprav ima družba v lasti le slabe tri četrtine podjetja, ima več kot 83 % glasovalnih pravic (glej tabelo 1 in sliko 13). Tako lahko popolnoma upravlja z Rexelom.

Slika 13: Glasovalne pravice v Rexelu v odstotkih konec leta 2003



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

4.1.2.2 SKUPINA PINAULT-PRINTEMPS-REDOUTE

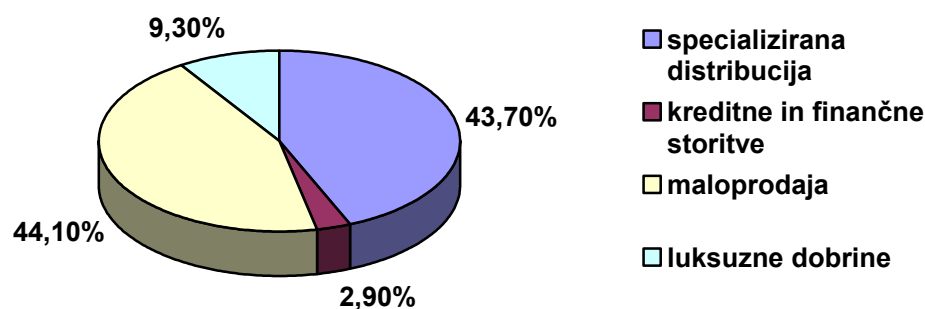
Podjetje Pinault Printemps-Redoute (PPR) ima na spletni strani zapisan sledeč slogan: »Vodilno podjetje v svetu v specializiranih distribucijah in luksuznih dobrinah« (URL:<http://www.pprfinance.com>). Že iz navedenega slogana je lahko razvidno, da je podjetje diverzificirano.

Podjetje Pinault SA je leta 1963 ustanovil francoski multimilijarder François Pinault. Družba je delovala kot dobavitelj specializiranih dobrin podjetjem (business-to-business). V letu 1988 je prišlo do javne prodaje delnic (initial public offering) in podjetje je pričelo kotirati na pariški borzi. Od vsega začetka je sledilo strategiji prevzemov in združevanj. Tako je leta 1990 prevzelo podjetje CDME, ki se je kasneje preimenovalo v Rexel. Skozi nadaljnja kapitalska povezovanja je podjetje prevzelo ime Pinault-Printemps-Redoute.

Danes podjetje deluje na trgu specializiranih distribucij, v maloprodaji in na trgu luksuznih dobrin. Prisotno je v 65 državah v svetu in zaposluje preko 108.000 ljudi. V letu 2002 je ustvarilo 27.375,40 milijonov evrov realizacije (od tega 53,8 % izven Francije).

V maloprodajo je podjetje vstopilo leta 1990 s prevzemom francoskega podjetja Conforama. S prevzemom 42 % deleža v Gucci Group leta 1999 je vstopilo tudi na trg luksuznih dobrin. Največ realizacije ustvari (glej sliko 14) v maloprodaji, in sicer 44,1 %, v specializirani distribuciji pa 43,7 %.

Slika 14: Realizacija skupine PPR v letu 2002 po posameznih dejavnostih

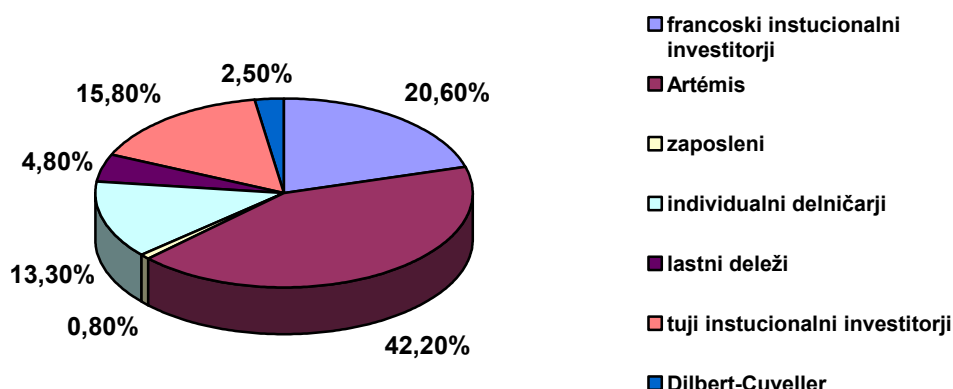


Vir: PPR Group. (URL:<http://international.pprgroup.com>)

4.1.2.3 LASTNIŠKA STRUKTURA IN GLASOVALNE PRAVICE V SKUPINI PPR

Skupina ima preko 108.000 individualnih delničarjev, ki imajo 13,3-odstotni lastniški delež (glej sliko 15). Institucionalni investitorji imajo 36,4 % delnic (od tega tuji 15,8 %). Največji lastniški delež v podjetju ima družba Artémis (42,2 %).

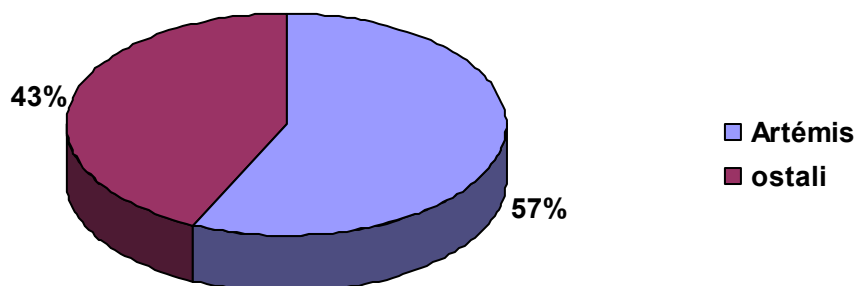
Slika 15: Lastniški deleži v skupini PPR konec leta 2003



Vir: PPR Group. (URL:<http://international.pprgroup.com>)

Delež družbe Artémis pri glasovalni pravici pa je precej višji, saj ima 57 % glasovalnih pravic (glej sliko 16). Tako ima večinsko pravico pri upravljanju skupine.

Slika 16: Glasovalne pravice v skupini PPR konec leta 2003



Vir: PPR Group. (URL:<http://international.pprgroup.com>)

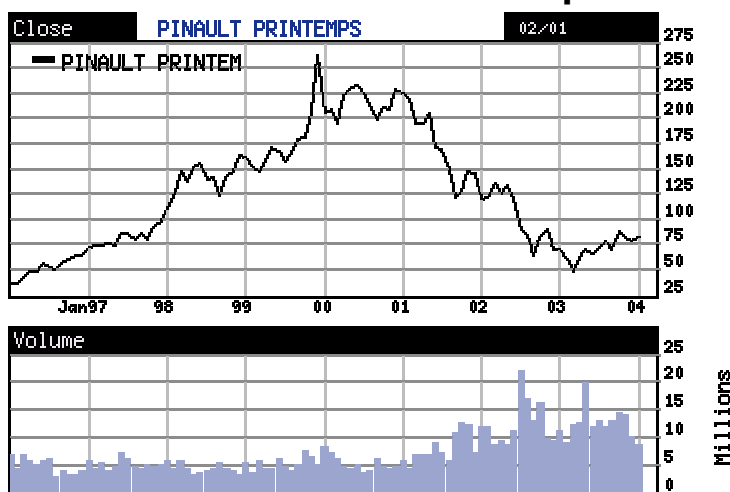
Družba Artémis je družinsko podjetje že omenjenega multimilijarderja François Pinaulta. Družba predstavlja v njegovem premoženjskem portfelju precejšen delež. V člankih (Time, 16. jun 2003 in Business Week, 8. dec 2003) avtorji omenjajo njegove finančne težave, ki so delno tudi posledica poslovanja skupine PPR.

Z dokončnim prevzemom družbe Gucci leta 2001 (po dve leti trajajočem dvoboju s konkurenčnim ponudnikom Bernardom Arnaultom) je bil vstop na trg luksuznih dobrin dosežen. Tako je bil za skupino PPR izpolnjen strateški cilj

vstopa v novo panogo - diverzifikacija. Kakorkoli že, cena vstopa je bila precej visoka. Ocenjeno je, da je prevzemnik preplačal vrednost delnice za 84 % njene tržne vrednosti (Business Week, 8. dec 2003). Upravičenost tolikšnega preplačila pa je lahko zelo vprašljiva. Doseči tolikšne sinergije oz. dvigniti učinkovitost predstavlja velik zalogaj še za tako uspešen menedžerski tim. Poleg vsega je bil tudi čas prevzema naključno povsem napačen.

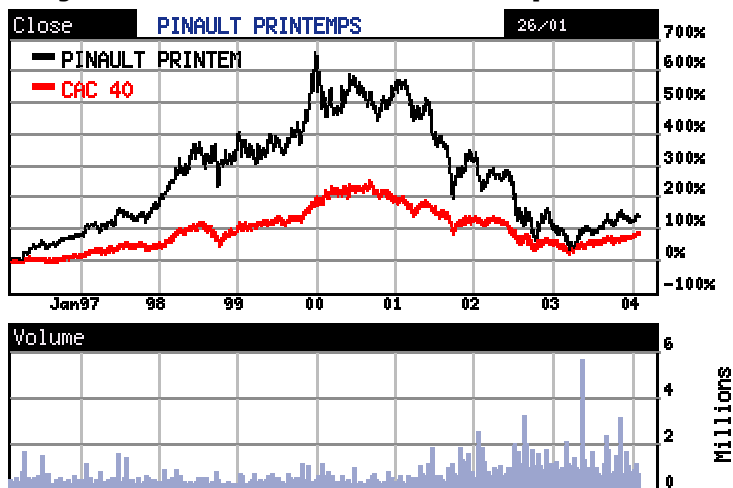
Trend padanja vrednosti delnice podjetja se je pričel že v času dvoboja s konkurenčnim ponudnikom (glej sliko 17). Končno je skupina PPR 10. septembra 2001 dobila dovoljenje za prevzem 70 % delnic družbe Gucci po ceni 101,5 evra za delnico pod pogojem, da ponudbena cena za odkup velja do konca leta 2003. Naslednji dan se je zgodil teroristični napad na New York in depresijo na trgu vrednostnih papirjev še ojačal. Večini delnic so vrednosti padale (glej sliko 18). Tako je dana zaveza še dodatno obremenila prevzem. Vrednost delnice skupine PPR je tako še naprej padala. S svoje maksimalne vrednosti 268 evrov je padla na skromnih 44 evrov. Zaradi tega so se poroštva, ki jih je družba Artémis dajala bankam v obliki delnic skupine PPR za kredite, močno povečala.

Slika 17: Vrednost delnice skupine PPR



Vir: PPR Group. (URL: <http://international.pprgroup.com>)

Slika 18: Primerjava vrednosti delnice skupine PPR in indeksa CAC



Vir: PPR Group. (URL:<http://international.pprgroup.com>)

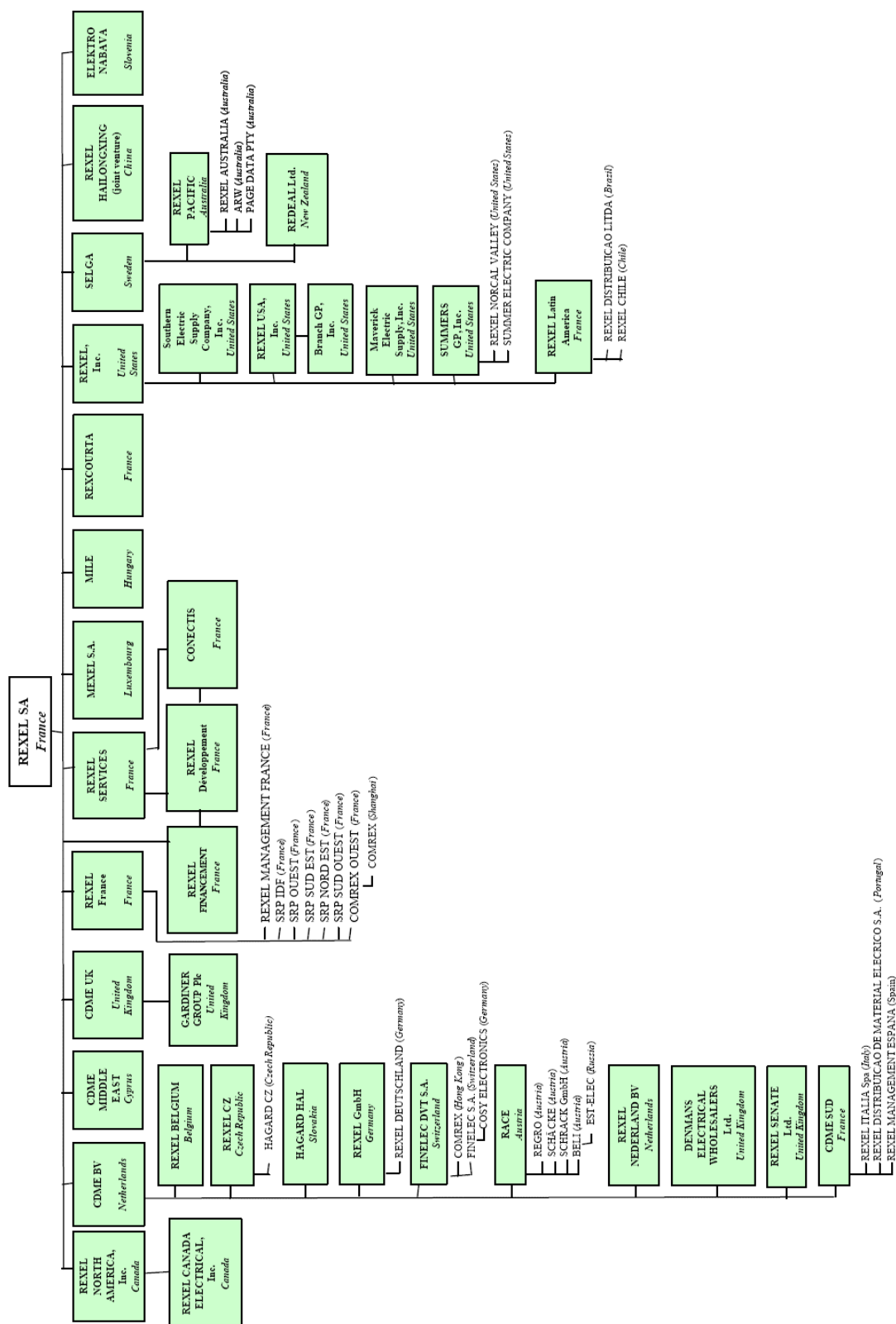
Trend padanja se je v začetku leta 2003 ustavil. Konec januarja 2004 je dosegla delnica vrednost 82,65 evrov. Znano pa je že, da Domenico de Sole, glavni menedžer (CEO) v Gucciju, in njegov pomočnik Tom Ford nista pripravljena podaljšati pogodbe o zaposlitvi, ta pa jima poteče v letu 2004. Strokovna javnost meni, da bo njuna nadomestitev težka, saj veljata za zelo sposobna menedžerja. Tako težav v skupini verjetno še ne bo kmalu konec.

4.1.3 STRUKTURA PODJETJA REXEL

Sedanja organizacijska struktura podjetja je posledica strategije prevzemanja (le-to Rexel zasleduje že od svojega začetka). Strategija pove, kaj družba želi postati v določenem časovnem obdobju, prevzemi pa so lahko sredstvo za doseg strategije (Buxton, 2004, str. 17). Kot sem že navedel, je cilj Rexela biti vodilno podjetje v distribuciji nizko-napetostnih izdelkov. Osnovna strategija rasti je zunanja rast podjetja s prevzemi. Ciljna podjetja so tista, ki delujejo v enaki dejavnosti. Gre za horizontalno rast.

Na sliki 19 vidimo, da je struktura horizontalno široka. Večina podjetij je po prevzemu ostala samostojna in direktno podrejena matičnemu podjetju. Le CDME Netherlands, ki ima podrejenih več podjetij iz Evrope, in Rexel inc. iz ZDA (s podrejenimi podjetji v ZDA) imata nadzor in upravljata z več podjetji. Iz slike lahko tudi vidimo, da je Elektronabava ostala samostojno podjetje, direktno podrejeno matičnemu podjetju Rexel.

Slika 19: Organizacijska struktura Rexela



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

Podjetje vodi upravni odbor, v katerem je sedem direktorjev in dva cenzorja. V letu 2003 so ustanovili še posebne specializirane odbore. Ti se poglobljajo v

posamezna vprašanja in predlagajo rešitve oz. odločitve. Tako olajšajo delo upravnemu odboru. Obstajajo trije takšni odbori:

- strateški odbor: določa srednjeročni plan, finančno strukturo, glavne investicije in reorganizacijo;
- predlagalni in nadomestni odbor: deluje kot ločen direktor. Ocenjuje delo glavnega direktorja, daje predloge za imenovanje direktorjev, določa izhodišča za nagrade direktorjem in glavni menedžment;
- revizijski odbor: vrednoti in določa bilance, tveganja, ustreznost računovodskih metod in preverja postopke kontroliranja v podjetju.

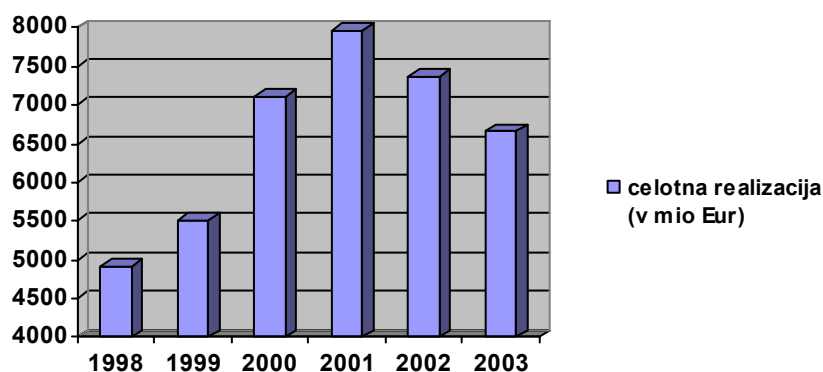
Kot sem že navedel, je v Rexelu zaposlenih preko 20.000 ljudi, od tega 57 % v prodaji. Plače prodajnega osebja so običajno sestavljene iz fiksnega in variabilnega dela. V marketingu dela 1 % zaposlenih. Večina je zaposlena v hčerinskih podjetjih in ne v krovni družbi, čeprav so marketinške akcije pogosto vodene globalno. Namen marketinga v podjetju je dvojen:

- predstavlja pomoč, svetuje in optimizira prodajno politiko podjetja, saj razpolaga s tržnimi analizami in vzdržuje stike tako s kupci kot z dobavitelji;
- vzdržuje stike z javnostjo in izvaja reklamne akcije za izdelke in storitve.

4.1.4 POSLOVNI REZULTATI

Stalna rast realizacije je odraz horizontalne širitve podjetja. Povečana rast v letu 2000 (glej sliko 20) je delno posledica sprememb v računovodskem postopku. Po letu 2002 se celotna realizacija zmanjšuje, kar je posledica zmanjšane povpraševanja na industrijskem trgu in upada tečaja ameriškega dolarja.

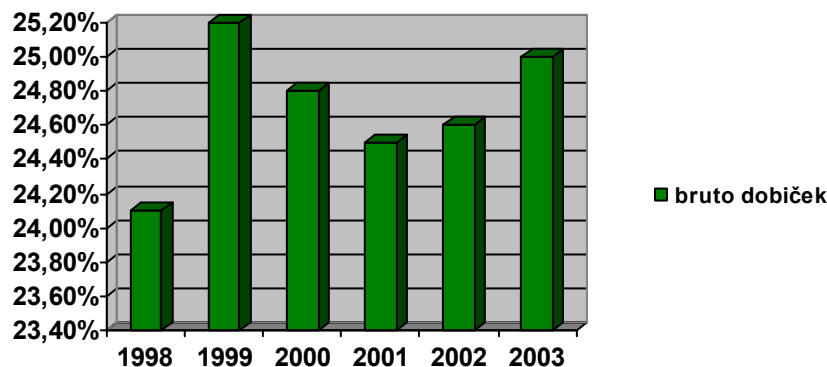
Slika 20: Celotna realizacije Rexela po letih



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

Eden poglavitnih ciljev podjetja je bil povečanje stopnje kosmatega dobička na 25,0 % in je bil v letu 2003 tudi dosežen (glej sliko 21). V Evropi je kosmati dobiček znašal celo 26,8 %. Porast iz 24,5 % v letu 2001 na 24,6 % v letu 2002 je odraz sposobnosti podjetja, ki je kljub splošni recesiji uspelo povečati relativni kosmati dobiček.

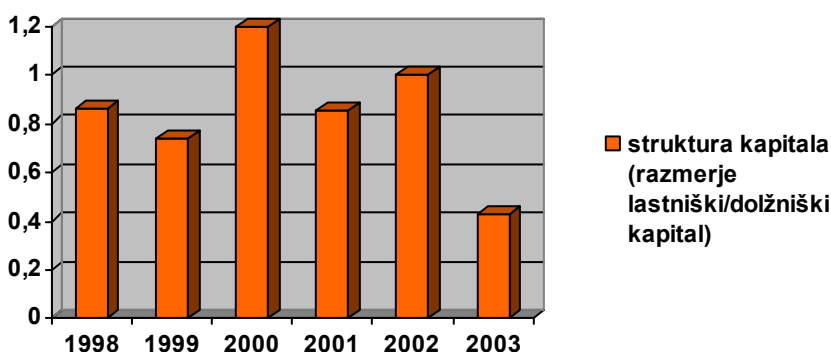
Slika 21: Kosmati dobiček Rexela glede na celotno realizacijo po letih



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

V letu 2003 so v podjetju izvedli spremembo strukture kapitala (glej sliko 22). Zmanjšali so dolgove v skladu s ciljem, da pridobijo trajni kapital in s tem nepovratne vire za popolno izkoriščanje svojih holdingov (URL:<http://www.rexel.com/index.html>).

Slika 22: Struktura kapitala po letih (razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom)

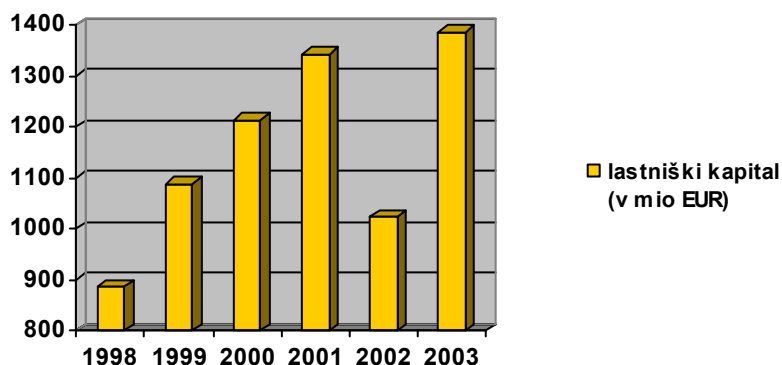


Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

Vsak delničar je imel možnost nakupa treh delnic po 20,5 evrov (takratna tržna vrednost delnice je bila 26,5 evrov) za vsakih svojih sedem delnic. Tako so za 417 milijonov evrov povečali lastniški kapital in odplačali del dolgov (glej sliko

23). Z dano ponudbo so tudi omejili vstop novih delničarjev in ohranili interese že obstoječih lastnikov. Ponudba je veljala 120 dni.

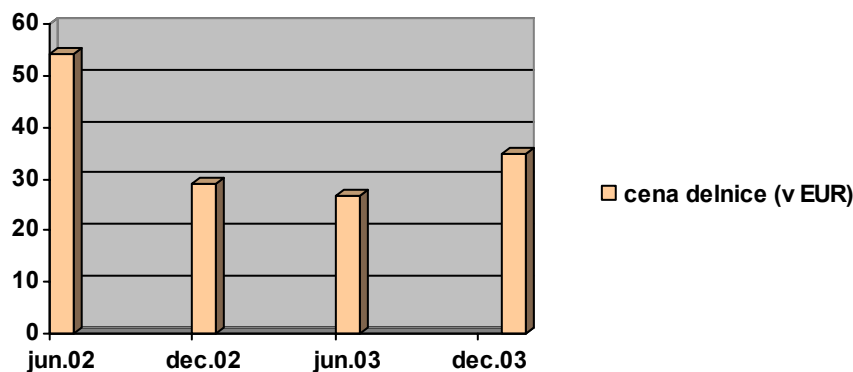
Slika 23: Gibanje lastniškega kapitala



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

Podjetje ima sedaj 67.749.995 delnic (prej pribl. 48 milijonov delnic) s trenutno vrednostjo 35 evrov za delnico (27. januar 2004) (glej sliko 24). Upad vrednosti delnice odraža splošno negativno klimo v danem obdobju. Vendar se je konec leta 2003 pričela vrednost delnic popravljati, tako kot se je popravila vrednost večini delnic na pariški borzi (glej sliko 18 na strani 48).

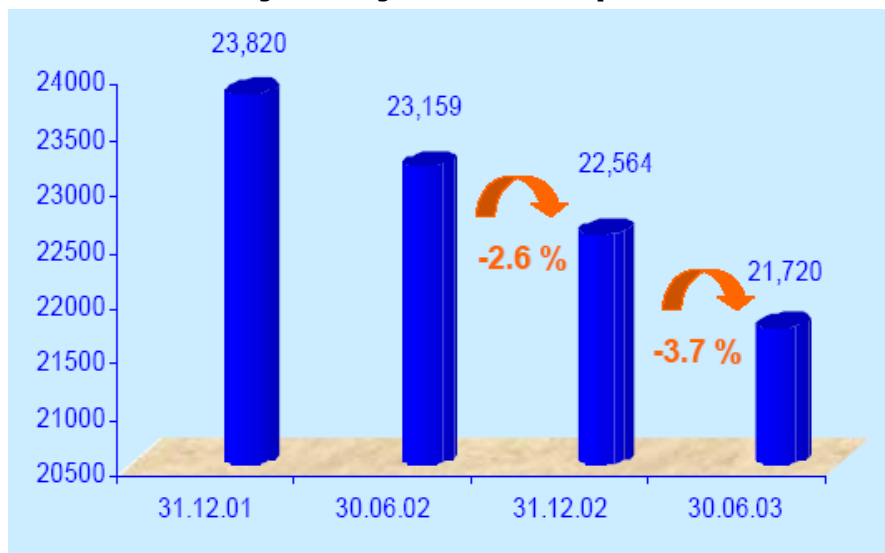
Slika 24: Cena delnice v evrih



Vir: Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>)

Posledica splošne recesije se je odrazila tudi pri številu zaposlenih v Rexelu. Kljub naporom, da bi se odpuščanju izognili, lahko na sliki 25 vidimo zmanjševanje števila zaposlenih. Odpuščanje je bilo posledica zmanjševanja stroškov ter racionalizacije prodaje in logistike.

Slika 25: Zmanjševanje števila zaposlenih v Rexelu



4.1.6 ANALIZA NOTRANJEGA OKOLJA

Analiza notranjega okolja podjetja omogoča določanje prednosti in slabosti podjetja. Ko podjetje preučuje svoj vzorec, se mora zavedati, da ne more odpraviti vseh svojih slabosti in tudi ne izkoristiti vseh svojih prednosti (Kotler, 1996, str. 81).

4.1.6.1 PREDNOSTI

Skupina Rexel navaja naslednje vire svojih konkurenčnih prednosti (URL: <http://www.rexel.com/index.html>):

- know-how v distribuciji nizko-napetostnih naprav. Rexel deluje decentralizirano, prilagojeno lokalnemu okolju z veliko poznanstvi in izkušnjami. Hkrati ima veliko izkušenj, ki izvirajo iz zunanje strategije rasti, in zna izkoriščati potencialne sinergije;
- razpršen in uravnan portfelj kupcev ter partnerski odnos z dobavitelji. Med drugim je Rexel tako za kupce kot za prodajalce eden izmed glavnih virov informacij o dodani vrednosti. Še posebej jim predstavlja nenadomestljiv vir informacij na novih, hitro rastočih trgih (Vzhodna Evropa in pacifiški del Azije);
- vodilno podjetje, ki deluje na globalnem nivoju, saj deluje na štirih kontinentih. V primerjavi s konkurenco je enakomerneje prisotno na večjem geografskem področju. Uspešno povezuje geografsko razširjenost in podjetništvo;

- sposobnost prilagajanja spremembam na trgu, pri kupcih in izdelkih;
- visoka stopnja specializacije: v primerjavi s konkurenčnimi podjetji je Rexel zelo ozko usmerjen samo v distribucijo nizko-napetostnih izdelkov. To mu omogoča razvoj specifičnih tehničnih in komercialnih znanj z visoko strokovno usposobljenimi ljudmi;
- spremljajoče storitve tako za kupce kot za dobavitelje;
- podjetje samo razvija nove trge tako teritorialno kot konceptualno.

4.1.6.3 SLABOSTI

Mnoge slabosti izhajajo iz same strategije zunanje rasti podjetja. Podjetje se svojih slabosti zaveda in jih poskuša zmanjševati na najnižjo možno raven. Glede na podatke, ki jih o podjetju imam, navajam sledeče morebitne slabosti:

- močna odvisnost od splošne ekonomske situacije;
- podjetje uporablja neprilagojen informacijski sistem (zaloge, naročila, transport, administracija). Od države do države (podjetja do podjetja) se informacijski sistemi razlikujejo, zaradi tega je otežena uporaba in se zmanjšuje preglednost;
- visok strošek dolgov obremenjuje finančno fleksibilnost podjetja;
- občutljivost na menjalniške tečaje: Rexel je prisoten v mnogih državah, kjer hčerinska podjetja poslujejo v domačih valutah. Svoje poslovne izkaze pa vrednoti v evrih (63 % vse realizacije in 43 % vseh sredstev in dolgov mora podjetje preračunavati);
- spreminjanje strategije: v preteklosti je bil Rexel veliko bolj agresiven pri strategiji prevzemov. S prevzemi je vstopal na nove trge in krepil pozicije na trgih, kjer je bil že prisoten. Seveda je črpal tudi sinergijske učinke prevzemov. Ker se strategija prevzemov upočasnjuje, mora podjetje uporabiti nov model za rast, kar bo imelo vpliv tudi na profitnost podjetja;
- mednarodna narava poslovanja podjetja. To še posebej velja zaradi vstopanja na nove trge, kot sta vzhodna Evropa in pacifiški del Azije. Podjetje mora skrbno slediti pravnim, ekonomskim in socialnim razmeram v vsaki od držav, ki se med seboj razlikujejo.

4.1.7 ANALIZA ZUNANJEGA OKOLJA

V splošnem velja, da mora podjetje spremljati naslednje ključne vplive svojega makro okolja (Kotler, 1996, str. 79):

- demografsko-ekonomske vplive;
- tehnološke vplive;
- politične vplive;
- pravne vplive;
- družbeno-kulturne vplive.

Hkrati pa mora spremljati tudi pomembne dejavnike svojega mikro okolja:

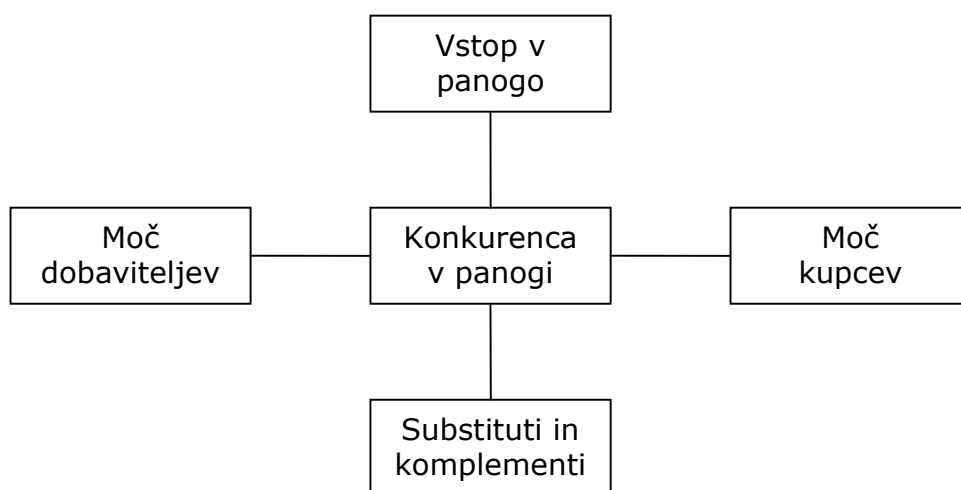
- kupce;
- konkurente;
- prodajne poti;
- dobavitelje.

4.1.7.1 PREGLED PANOG

Porter navaja pet glavnih dejavnikov, ki podjetju olajšajo analizo panoge, v kateri deluje oz. v katero želi vstopiti. Model temelji na petih dejavnikih (glej sliko 26), ki so: konkurenca v panogi, možnost vstopa novih konkurentov, moč dobaviteljev, moč kupcev in izdelki (substituti in komplementi). Na ta način lahko podjetje pridobi sledeče informacije (Kotler, 1996, str. 359):

- oceno panoge in učinkovitost podjetja v njej;
- oceno pomembnih dejavnikov, ki vplivajo na učinkovitost podjetja;
- opredelitev, kako spremembe vplivajo na delovanje podjetja.

Slika 26: Pet dejavnikov konkurence



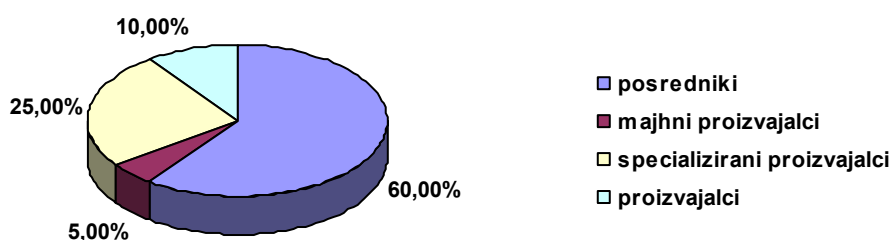
Vir: Besanko, Dranove, Shanley: Economics of Strategy, 2000, str. 361.

Podjetje lahko s podrobno analizo vsakega dejavnika ustvari primeren vir informacij, s katerimi lahko izvede npr. analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (SWOT analiza), ki upošteva tako notranje kot tudi zunanje okoliščine, v katerih podjetje deluje. S pomočjo takšnih in podobnih postopkov lahko podjetje lažje izbere svoje cilje in strategije, s katerimi bo te cilje poizkušalo doseči. Metode omogočajo zmanjšanje tveganja in predvidevanje poteka razvoja panoge.

Trg distribucije nizko-napetostnih izdelkov vsebuje izdelke med 50 in 1000 volti izmeničnega toka ter izdelke med 75 in 1500 volti enosmernega toka. Vključeni so vsi izdelki za potrebe gospodinjstev povsod v svetu (110 in 220 voltov izmeničnega toka) in vsi izdelki, ki so namenjeni komunikaciji in varnosti.

Posredniki pri prodaji nizko-napetostnih izdelkov s svojo distribucijo pokrijejo preko 60 % vsega povpraševanja (glej sliko 27). Od tega 25 % izdelkov prodajo direktno končnim kupcem, 35 % pa pogodbenim posrednikom. Proizvajalci direktno zadovoljijo 10 % povpraševanja (v glavnem gre za pokrivanje izredno velikih kupcev). Majhni proizvajalci, ki so hkrati maloprodajalci, imajo 5-odstotni delež, 25-odstotnega pa imajo specializirani proizvajalci, ki so del podjetij, za katere izdelujejo svoje komponente.

Slika 27: Deleži posrednikov in proizvajalcev na trgu nizkonapetostnih izdelkov



Vir: PPR Group. (URL:<http://international.pprgroup.com>)

Posredniki povezujejo proizvajalce in uporabnike. Mnogo posrednikov deluje le na posameznem segmentu distribucijskega trga. Tudi Rexel je posrednik in je pozicioniran med proizvajalce in uporabnike. Ima vsesplošen vpogled na trg nizko-napetostnih izdelkov in njegov razvoj. Ker je podjetje prisotno v mnogih državah, lahko izkorišča prenos najboljših praks iz države v državo.

Rexel je dobavitelj izdelkov profesionalnim inštalaterjem električne opreme in svoj trg deli na tri velike segmente (URL:<http://www.rexel.com/index.html>):

- industrijski trg;
- komercialni trg;
- stanovanjski trg.

S svojim delovanjem omogoča planiranje investicij, vzdrževanje, izgradnje in obnove projektov. Vsakemu segmentu kupcev se posveča posebej.

INDUSTRIJSKI TRG vključuje vzdrževanje in delovanje proizvodnega orodja. Namenjen je končnim kupcem, proizvajalcem strojev in opreme ter pogodbenim partnerjem. Za pokrivanje potreb tega trga je Rexel ustanovil posebne oddelke in podjetja, ki iščejo rešitve za industrijske kupce, še preden se sklene dejansko poslovanje (projektiranje, svetovanje ...).

KOMERCIALNI TRG je zelo širok in skrbi za mnogo različnih potreb. Pokriva segment komercialnih dejavnosti (trgovine, banke, trgovski centri ...), poslovnih prostorov (poslovne stavbe ...), družbeno potrebnih služb (šole, bolnice ...), nastanitvenih kapacitet (hoteli, domovi ...) in infrastrukturo ter transport (ceste, tuneli, parkirišča, železniške postaje, letališča ...).

Za ta trg podjetje izdeluje razne prodajne pripomočke (npr. specializirane kataloge) in organizira predstavitve izdelkov za vsako skupino kupcev.

STANOVANJSKI TRG se deli na novogradnje in renovacije. Vsebuje dva glavna segmenta: individualne hiše in večstanovanjske objekte (bloki, stolpnice ...). Rexel sodeluje z raznimi strokovno usposobljenimi pogodbenimi partnerji - izvajalci del. Za njih organizira tudi šolanja, jim daje nasvete in pripravlja predstavitve izdelkov.

Rexel je med letoma 1996 in 2001 s strategijo zunanje rasti povečal svoj globalni tržni delež za 12 % (v teh podatkih ni vključena prodaja v Afriki, na Bližnjem in Srednjem vzhodu ter v centralni Ameriki). V Evropi in Severni Ameriki se je v letih 2000 in 2001 rast trga zmanjšala na 2,5 %. To še posebej velja za industrijski in komercialni trg, kar je posledica splošnih ekonomskih gibanj. Ostali deli sveta, kjer je prisoten Rexel, imajo višje stopnje rasti. V Evropi, kjer se proda 25 % vseh izdelkov na svetu, sta pomembnejša stanovanjski in komercialni trg, v Ameriki (55 % vse svetovne prodaje) pa industrijski in komercialni trg.

KONKURENCA IN VSTOP V PANOGO

Trg nizko-napetostnih izdelkov je zelo razdeljen. Približno 25 % vse svetovne prodaje dosega sedem največjih prodajalcev. Ostali delež imajo manjši trgovci in proizvajalci, večinoma na nacionalnem nivoju. Ta razdeljenost je še posebej prisotna v Združenih državah, kar je posledica potrošniških navad pri uporabi električnih izdelkov. V državah, kot so Avstralija, Avstrija, Francija, Madžarska, Nova Zelandija, Slovaška in Slovenija, je koncentracija na trgu bistveno večja. Na teh trgih ima samo Rexel več kot 20-odstotni tržni delež (leto 2002). Splošno je v panogi mogoče opaziti trend združevanj in konsolidacije trga. To še posebej velja za Evropo in Severno Ameriko.

Glavni konkurenti so: Consolidated Electrical Distributors, W.W. Grainger, Graybar Electric Company, WESCO Distribution, Hagemeyer and Sonepar. Nekaj teh podjetij deluje še na drugih področjih (npr. vzdrževanje in servis). Nihče od njih ni hkrati proizvajalec. Med vsemi je Rexel geografsko najbolj razširjen. V Združenih državah so prvi trije od navedenih močnejše prisotni kot Rexel. V Evropi imata močnejšo pozicijo zadnja dva.

Podjetja si konkurirajo in iščejo konkurenčne prednosti na različne načine. Glavni dejavniki konkurence so (Rexel, Document de Reference, 2002, str. 31):

- spekter prodajnega programa;
- razpoložljivost izdelkov;
- cenovna politika;
- izkušnost prodajnega osebja na vsakem segmentu izdelkov;
- izobraževanje kupcev in prodajnega osebja;
- partnerski odnos z dobavitelji.

KUPCI

Pri vsakem segmentu kupcev daje podjetje veliko poudarka na spremljajoče storitve. Poleg nasvetov organizira šolanja, predstavlja vir raznih informacij in se prilagaja potrebam posameznih kupcev. V letu 2002 so v Rexelu opravili anketo med 4000 evropskimi kupci. Na ta način so pridobili pomembne informacije o potrebah in navadah kupcev ter o nivoju zadovoljstva v medsebojnem poslovanju. Iz ankete so dobili najpomembnejše parametre, ki jih kupci pričakujejo. Ti so: pravočasna dostava, razpoložljivost blaga in primeren asortiment ter konkurenčne cene.

Glavne skupine kupcev so:

- razni inštalaterji (npr. elektro) in drugi pogodbeni izvajalci (ogrevanje, varnost, informatika ...);
- proizvajalci strojev in avtomobilov ter drugi industrijski proizvajalci;
- končni kupci iz industrije (proizvodnja hrane, rudarstvo ...);
- javne službe;
- storitvena podjetja;
- prodajalci (maloprodaja in grosisti).

Rexel se prilagaja vsaki skupini posebej in upošteva njihove potrebe. Na podlagi direktnih stikov pridobiva potrebne informacije in njihove zahteve, ki jih v bodočem poslovanju upošteva in prenaša na dobavitelje. Cenovna politika se vodi od države do države različno. Povsod pa so popusti in ugodnejši plačilni pogoji povezani s količino naročil in tržnim deležem kupca. Povprečni plačilni rok, ki ga imajo kupci pri Rexelu, znaša 65 dni.

DOBAVITELJI

Pet največjih dobaviteljev predstavlja 25 % vseh dobav Rexelu. Od vseh naročil jih 57 % dostavi 50 dobaviteljev. Zaradi racionalizacije nabave predvideva srednjeročni plan Rexela zmanjševanje števila dobaviteljev. S tem v podjetju pričakujejo optimizacijo prodajnega asortimenta in boljše ravnanje z zalogami. Prav tako bi s tem povečali svojo pogajalsko moč pri preostalih dobaviteljih, saj bi se naročila pri njih povečala. Pridobili bi boljše cene, plačilne pogoje, dobavne roke ipd.

Rexel s svojo geografsko razširjenostjo predstavlja za dobavitelje vstop na nove trge, ki so mnogokrat hitro rastoči (npr. Kitajska), in hkrati nenadomestljiv vir informacij o potrebah in razmerah na trgih. V skladu s ciljem zmanjšanja dobaviteljev želijo v Rexelu izbrati strateške dobavitelje, s katerimi bi razvijali partnerski odnos, ki bi obema stranema omogočal ohranjanje konkurenčnih prednosti.

IZDELKI

V zadnjih nekaj desetletjih so električna in električne naprave nenadomestljive. Iz leta v leto se povpraševanje po njih povečuje tako v segmentu stanovanjskega kot tudi industrijskega trga. Električna energija zaradi svoje univerzalnosti pri uporabi izpodriva mnogo alternativnih energetskega virov. Z njo se je mogoče greti, hladiti, poganjati stroje in vozila, osvetljevati, komunicirati ipd. Še posebej je pomemben ekološki vidik, saj električna energija ni izvor močnega onesnaževanja okolja, kot so to npr. motorji z

notranjim izgorevanjem. Zaradi navedenih razlogov so substituti v podrejenem položaju.

Skupine izdelkov, ki jih Rexel prodaja, so:

- elektroinštalacijska oprema;
- vodi in kabli;
- svetila;
- varnostna in komunikacijska oprema;
- klimatske naprave;
- orodja;
- bela tehnika in avdio-video naprave.

Leta 2003 je Rexel prodal 87 % izdelkov iz svojih zalog, 13 % pa direktno od dobaviteljev. V Združenih državah je bil delež direktne prodaje kar 38 %. Predvsem so to večja naročila, še posebej na industrijskem trgu. Seveda so v tem primeru zaslužki manjši in to se odraža tudi v višini bruto dobička, ki je zaradi tega v Združenih državah nižji. Povprečno število dni vezave zalog podjetja je 56. Prisoten je sezonski vpliv. Avgusta in decembra se prodaja običajno zmanjša, vendar se ta upad kompenzira s povečano prodajo v septembru, oktobru in novembru.

4.1.7.2 PRILOŽNOSTI IN NEVARNOSTI

Glavni namen spremljanja dogajanj na trgu je, da se opazijo nove priložnosti. Trženjske priložnosti so tiste potrebe, ki jih lahko podjetje donosno zadovoljuje (Kotler, 1996, str. 80). Nekaj pomembnejših priložnosti za podjetje Rexel predstavljajo:

- izkušnje, pridobljene iz zunanje strategije rasti s prevzemi, omogočajo podjetju hitre vstopne na nove, hitro rastoče trge (npr. Kitajska);
- velikost in geografska razširjenost podjetja le-temu omogočata pravočasno zaznavanje potreb na določenih trgih, te pa lahko hitro prenese še na druge trge;
- partnerski odnos z dobavitelji in globalna prisotnost na trgih omogočata tudi konceptualni razvoj novih izdelkov;
- razvoj informacijske tehnologije ponuja nove tržne poti, kot je npr. spletna trgovina;
- stalen razvoj novih izdelkov in potreb na trgih omogoča podjetju povečevanje asortimenta in kljub temu ohranitev specializacije;
- specializacija in spremljajoče storitve omogočajo razvoj koncepta prodaje s kompletnim inženiringom, ki bi zajemal vse od nabave materiala,

projektiranja in montiranja do vzdrževanja in servisiranja celotnih projektov.

Nevarnost okolja je izziv, do katerega pride zaradi neugodnega trenda ali dogodka in bi v odsotnosti defenzivne trženjske akcije povzročil zmanjšano prodajo in dobiček (Kotler, 1996, str 81). Kot potencialne nevarnosti za podjetje smatram naslednje:

- strateška orientiranost večinskega lastnika skupine PPR daje signale, da se zna umakniti iz dejavnosti Rexela in se posvetiti le maloprodaji ter prodaji luksuznih dobrin. V primeru, da bi skupina PPR prodala svoj delež v Rexelu, bi lahko bile posledice takšne:
 - o poslabšal bi se finančni položaj podjetja (moč skupine PPR je omogočila podjetju ugodne pogoje za najeta posojila in garancije);
 - o podjetje ne bi imelo več ugodnosti, ki so veljale znotraj skupine (zavarovanja, svetovanja in podpora, telekomunikacije, ugodnosti posrednih nakupov), in ugleda skupine;
- konkurenca med proizvajalci sili tudi njih same v agresivno tržno politiko. Zaradi tega proizvajalci poskušajo tudi sami tržiti svoje izdelke. Na ta način konkurirajo Rexelu. Potencialno bi v nekem trenutku proizvajalci to lahko izkoristili in poostрили nabavne pogoje za Rexel. Zaradi tega je partnerski odnos še posebej pomemben.

4.1.8 CILJ POSLOVANJA V PRIHODNOSTI

Že od samega začetka je Rexel sledil strategiji zunanje rasti podjetja s prevzemi. Poleg obstoječega know-howa v distribuciji nizko-napetostnih izdelkov Rexel s prevzemi žanje še spremljajoče sinergijske učinke. Motive za prevzeme lahko v večini primerov opišemo s pomočjo hipotez o učinkovitosti, predvsem z operativnimi sinergijami, prestrukturiranjem poslovanja in razlikami v učinkovitosti. Ciljna podjetja so bodisi na novih trgih ali na trgih, kjer je Rexel že prisoten. Slednji v glavnem nimajo večje stopnje rasti. Zato na njih Rexel podjetja prevzema s ciljem, da pridobi večji tržni delež, poveča svojo moč in zmanjša konkurenco. Prvotni razlog pa je vstop na nove trge - geografska diverzifikacija. S to strategijo Rexel širi svoje tržišče, izkorišča ekonomije obsega, dosega pogajalsko moč pri dobaviteljih in zmanjšuje tveganja zaradi šokov na lokalnih trgih.

Rxel se je v svojem delovanju precej specializiral. V preteklosti je že poskušal razširiti delovanje v sorodne dejavnosti, vendar je večino teh poskusov opustil. Podobno tudi v podjetjih, ki jih prevzame, opušta druge dejavnosti (odprodaja

dela podjetij oz. izstop podjetja iz drugih segmentov dejavnosti). Običajno po prevzemu ne spreminja notranje strukture prevzetega podjetja. Prevzeta podjetja v večini primerov ostanejo samostojna, hčerinska podjetja, od katerih matično podjetje zahteva poslovanje v skladu s strateškimi cilji in poenoteno poročanje o poslovanju. Določa jim tudi finančne cilje in jih v svoji dejavnosti strateško usmerja. V operativno poslovanje se matično podjetje praviloma ne vpleta. Prav tako ne posega v kulturo podjetja.

Rexel navaja (URL:<http://www.rexel.com/index.html>) štiri glavne cilje pri določanju poslovnih strategij:

1. krepitev tržnih deležev:
 - povečevanje prodajnih sposobnosti;
 - prilagajanje izdelkov in storitev potrebam na trgu;
 - širjenje in intenzivna uporaba evidenc kupcev – še posebej majhnih in srednje velikih;
 - večje penetracije v nove in še rastoče trge;
 - konsolidacija tržnega deleža v industrijsko razvitih državah;
2. okrepljeno partnerstvo z dobavitelji:
 - informacije o ustreznosti izdelkov na trgu;
 - urjenje prodajnega osebja;
 - povečevanje nakupov;
 - sodelovanje z dobavitelji pri izpopolnjevanju prodajne mreže;
3. razvoj menedžmenta:
 - večja odgovornost;
 - motiviranje prodajnega osebja;
 - pooblašcanje lokalnih teamov s funkcijo operativnega menedžmenta;
 - povečevanje nadzora;
4. donos na vloženi kapital kot prioriteta:
 - močan nadzor in selekcija investicij;
 - zmanjševanje potrebnega obratnega kapitala.

Dosledno izvajanje poslovnih strategij je eden ključnih elementov splošne strategije podjetja. V svojem delovanju podjetje spoštuje okoljevarstvene predpise in podpira razne projekte za izboljšanje družbene blaginje ter dobrodelne akcije. Kot podjetje, ki je v večinski lasti skupine PPR, je tudi Rexel zavezan socialni in komercialni etiki skupine PPR, zapisani v »Code of Bussines Conduct« (URL:<http://www.Rexel.com/index.html>). Dokument vsebuje obveze in principe delovanja vseh udeležencev (zaposlenih, kupcev, poslovnih partnerjev), okolja in družbe. Vsi izdelki morajo izpolnjevati tehnično predpisane norme in veljavne standarde. Vsi dobavitelji morajo izpolnjevati principe, ki jih predpisuje ILO (International Labour Organisation).

Ker se podjetje svojih slabosti zaveda, jih poskuša tudi odpraviti. V svojem letnem poročilu tudi navaja nekaj strategij, s katerimi bo navedene slabosti zmanjšalo (Rexel, Document de Reference, 2002, str. 31):

- zniževanje stroškov:
 - o zmanjševanje števila zaposlenih;
 - o posodobitev informacijskega sistema;
 - o zmanjševanje števila dobaviteljev;
 - o racionalizacija prodaje in logistike (transport, zaloge ...);
- ojačitev finančne strukture in koncentracija v osnovno dejavnost:
 - o izstop iz postranskih panog (podjetje je npr. v letu 2003 izstopilo iz prodaje varnostnih naprav - vrednost transakcije je bila 112 mio EUR);
 - o prodaja nepotrebne premoženja (41 mio EUR);
 - o povečanje lastniškega kapitala (417 mio EUR);
- povečanje kontrole:
 - o imenovanje dveh neodvisnih direktorjev;
 - o ustanovitev posebnih odborov;
 - o določitev notranjega pravilnika za upravni odbor (naloge, odpravnine, izvajanje, ocenjevanje ...).

Zaradi splošnega stanja na trgu distribucije elektromateriala, kjer je konkurenca med proizvajalci vse večja, se Rexel zaveda, da mora vzpostaviti partnerski odnos z določenimi dobavitelji. Kot sem že omenil, so proizvajalci primorani na trgu tržiti svoje izdelke tudi sami, če želijo ohraniti oz. povečati svoj položaj in pridobiti potrebne informacije. To lahko vpliva na tržni položaj Rexela. Zato si želi zmanjšati število dobaviteljev in vzpostaviti strateški odnos le z nekaterimi od njih. Na ta način si bo Rexel zagotovil konkurenčne pogoje, proizvajalci pa bodo deležni potrebnih informacij s celotnega področja, kjer Rexel posluje. Takšen odnos tudi omogoča razvoj novih izdelkov in združevanje raznih marketinških akcij.

4.2 OPIS PODJETJA ELEKTRONABAVA

Elektronabava je že od vsega začetka trgovska družba, specializirana za prodajo elektrotehničnega materiala (URL:<http://www.elektronabava.si>). Danes je Elektronabava pravno formalno samostojna družba z omejeno odgovornostjo v skoraj 100-odstotni lasti francoske družbe Rexel.

4.2.1 ZGODOVINA PODJETJA

Ustanovitev podjetja se začne z aprilom 1949, ko je Generalna direkcija elektrogospodarstva Slovenije ustanovila svoj komercialni oddelek. Leta 1953 je postala Elektronabava neodvisna trgovska družba. Po zaključenem postopku lastninjenja je novembra 1995 postala delniška družba v večinski lasti zaposlenih in upokojenih delavcev. V septembru 2000 se je družba povezala s tujim partnerjem, francoskim podjetjem Rexel, ki je hkrati postalo njen 100-odstotni lastnik¹¹. V maju 2001 se je Elektronabava statusno preoblikovala v družbo z omejeno odgovornostjo. Posluje samostojno pod svojim imenom in za svoj račun.

Podjetje od marca 1999 posluje v lastnih prostorih v Črnučah. Na kompleksu površine 26.300 m² ima več kot 5000 m² zaprtih skladiščnih prostorov (1100 paletnih mest, 7000 poličnih mest), 6000 m² zunanjih skladiščnih površin, 4600 m² kabelskih deponij (1200 lokacij za kabelske bobne) in več kot 120 lastnih parkirnih mest (URL:<http://www.elektronabava.si>). Poslovni del, ki je nadgrajen nad skladiščem, ima 2450 m² pisarniških prostorov, maloprodajna trgovina pa 458 m². V svojem prodajnem programu ima preko 20.000 različnih izdelkov preverjenih in priznanih domačih in tujih proizvajalcev.

Od skromnih začetkov v najetih prostorih na več lokacijah v Ljubljani in s 17 zaposlenimi se je Elektronabava razvila v vodilno slovensko specializirano trgovsko družbo za prodajo elektrotehničnega materiala s 130 visoko specializiranimi delavci. Od ustanovitve podjetje ni spreminjalo svoje dejavnosti, temveč jo je le dopolnjevalo in širilo skladno z zahtevami trga.

Kot samostojno trgovsko podjetje je imela Elektronabava nalogo oskrbovati elektrogospodarstvo z vzdrževalnim, reprodukcijskim in investicijskim materialom. Tri leta po ustanovitvi je kot edino trgovsko podjetje v takratni Jugoslaviji dobila še pooblastilo za zunanjetrgovinsko poslovanje in v sklopu Dravskih sporazumov izvažala električno energijo v Avstrijo, uvažala pa opremo in elektromaterial za elektrifikacijo Slovenije.

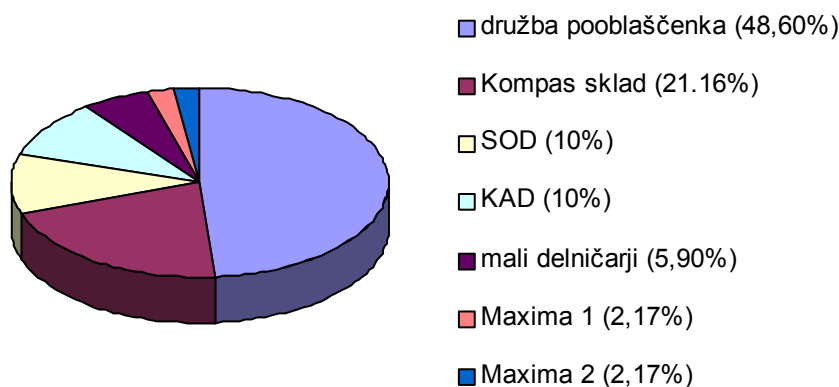
Elektronabava je bila leta 1991 s prehodom v razmere tržnega gospodarstva kot večina podjetij v Sloveniji primorana svoje dejavnosti prilagoditi. Poleg lastninjenja je bila glavna naloga tedanjega vodstva postaviti dolgoročno vizijo podjetja. Potrebno je bilo postaviti poslovne cilje in tem prilagoditi primerne strategije.

¹¹ Rexel je 99,90-odstotni lastnik. Elektronabava ima 0,07 % lastnega deleža, 0,03 % pa je v lasti Lovra Majcena.

4.2.2 POSLOVNO OKOLJE IN LASTNIŠKA STRUKTURA PRED PREVZEMOM

Podjetje deluje na trgu, ki ima zelo močan globalizacijski trend. Zaradi tega predstavlja velikost podjetja ključni faktor pri pogajanjih z dobavitelji in mu daje moč, s katero dosega svojo konkurenčno prednost. Hkrati se je javni sektor, ki je predstavljal največjo skupino med kupci podjetja, začel prestrukturirati in privatizirati. Prednost Elektronabave, ki je bila ustanovljena, da bi zadovoljevala potrebe tega sektorja in je zato imela pri njem privilegiran položaj, bi s časom tako izginila. Vodstvo se je tega zavedalo, zato je bila prej navedena konkurenčna prednost strateško še toliko pomembnejša. Po lastninjenju leta 1995 je imela Elektronabava sledečo lastniško strukturo (glej sliko 28):

Slika 28: Lastniška struktura Elektronabave po lastninjenju



Vir: Finance, 7. Avgust 2000, str. 2.

Družba pooblaščenka (Elektronabava Holding) je združevala notranje delničarje (zaposleni in upokojeni delavci ter njihovi družinski člani). Lastniki so postali na podlagi vloženih certifikatov. Ustanovljena je bila, da bi zavarovala njihove interese in jih zaščitila pred sovražnim prevzemom (Finance, 1998, št. 85, str. 2). Skupaj z malimi delničarji, ki so bili tudi notranji delničarji in so delnice kupili za denar, je imela v lasti več kot polovico vseh delnic.

Tekoče poslovanje podjetja je bilo uspešno. Dosegalo je poslovni dobiček, imelo precejšen tržni delež, delovalo z učinkovito organizacijo in kvalitetnim kadrom. Zato se je vodstvo odločilo, da bo podjetje še naprej delovalo na svojem področju in ne bo širilo svoje dejavnosti na druga področja. Vodstvo je bilo mnenja, da je za dolgoročneje preživetje nujno potrebna širitev podjetja, saj so nastajali čedalje težji konkurenčni pogoji. Treba je bilo pridobiti pogoje za cenejše nakupe in boljše plačilne pogoje, zmanjšati stroške logistike in povečati prodajni program (Finance, 2000, št. 92, str. 2). Na odločitev, kako

se bo podjetje širilo, pa so vplivali različni dejavniki. Generična rast (rast z lastnimi sredstvi) podjetja bi bila zaradi omejenih virov in velikosti trga močno omejena. Možnost povezovanja z drugimi podjetji (zunanja rast) je bila veliko bolj sprejemljiva. Predstavljala bi bistveno hitrejšo rast, prenos poslovnih praks in znanj, dostop do novih trgov, vir informacij, povezovanje aktivnosti ipd. Osnovna možna principa zunanje rasti sta bila dva:

- prevzem oz. združitve z enakimi ali manjšimi podjetji. Določene združitve so se v Sloveniji takrat že zgodile (npr. Merkur in Kovinotehna), nekaj konkurentov pa je propadlo. Tako doma ni bilo resnejših kandidatov oz. možnosti za horizontalno širitev. Za povezave s podobnimi podjetji v tujini pa ni bilo ne časa ne vidnih realnih možnosti.
- Pripojitev k večjemu podjetju, ki že deluje na globalnem trgu.

Odločitev tedanjega menedžmenta je bila, da bi bilo širjenje po prvem scenariju prepočasno in tvegano. Zaradi možnosti, da postane podjetje tarča sovražnega prevzema, se je takratno vodstvo odločilo poiskati ustreznega večjega partnerja.

Dodatno je na odločitev vplival trend, saj so se v tistem času za Elektronabavo zanimala tudi podjetja, ki niso delovala na tem trgu, ampak so bila diverzificirana in si na tak način gradila svoj portfelj. Primer takšnega prevzemnika je bil Avtocommerce. Vendar njihov poizkus prevzema ni uspel, saj je dal Rexel boljšo ponudbo (Finance, 2003, št. 53, str. 4). Vodstvo se je te vrste prevzema balo, saj mu pri bodočem poslovanju ne bi nudilo prej omenjenih tako pomembnih značilnosti, kot so pogajalska moč pri dobaviteljih, novi trgi, povečanje tržnega deleža ipd.

Podjetje je že prej sodelovalo z določenimi multinacionalkami, ki so izkazovale zanimanje za njegov prevzem. Ta scenarij se je zdel vodstvu najbolj primeren. Zato je tovrstno širitev podprlo in sprejelo ponudbo francoskega podjetja Rexel, s katerim je Elektronabava že dalj časa poslovno sodelovala.

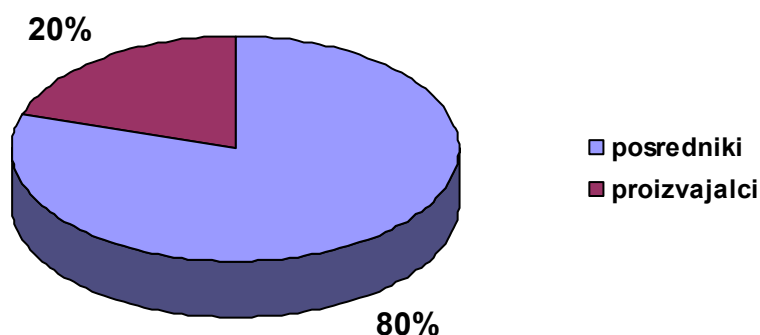
Ob informacijah, ki jih je vodstvo lahko dobilo o preteklosti strateških prevzemov Rexela, se mu je ta zdel ustrezen partner, saj je v svoji zgodovini rasel s prevzemi, ki so v večini primerov bili uspešni. Prevzeta podjetja so tudi po prevzemu ostala samostojna. Deloval je v enaki dejavnosti, imel je močne vezi z dobavitelji, veliko izkušenj ipd. Skratka, omogočal je doseči zadane cilje, ki so bili postavljeni na podlagi izdelane vizije podjetja.

4.2.3 PREGLED PANOGE V SLOVENIJI

Slovenski trg je v primerjavi z večino drugih nacionalnih trgov zelo majhen. Na njem je ponudba v distribuciji nizko-napetostnih izdelkov zelo razpršena. To pomeni, da je na trgu prisotno veliko število majhnih podjetij. Nekatera večja podjetja imajo svojo ponudbo oblikovano precej širše in niso tako ozko specializirana, saj v svojem programu ponujajo več skupin izdelkov (npr. Merkur).

Po analizah, ki so jih opravili v Elektronabavi za leto 2003, je celotna prodaja na trgu elektrotehničnega materiala, ki ga ima Elektronabava v svojem prodajnem asortimentu, v Sloveniji znašala 181.780.000 Evrov. Od tega so posredniki prodali 80 %, kar je znašalo 145.424.000 Evrov (glej sliko 29), ostalih 20 % pa so prodali sami proizvajalci¹².

Slika 29: Tržni delež posrednikov in proizvajalcev na slovenskem trgu elektromateriala v letu 2003



Vir: Elektronabava, Poslovni načrt 2004, Ljubljana, str. 47

Če upoštevamo ves prodajni program, ima Elektronabava na slovenskem trgu največji tržni delež. V letu 2003 je bil 33,7-odstoten (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 48). Glavni konkurent na trgu je Merkur, ki je imel 18,4-odstoten tržni delež. Vsi ostali konkurenti so imeli precej manjše deleže (glej tabelo 2).

¹² Razmerje ne vključuje svetil, ker proizvajalca Intra in Siteco prodata polovico vseh svojih izdelkov direktno, brez posrednikov.

Tabela 2: Tržni deleži posameznih podjetij na slovenskem trgu v letu 2003

Ime podjetja	Prodaja v letu 2003 v tisoč Evrih	Tržni delež v %
Elektronabava	48.954	33,7
Merkur	26.778	18,4
Eltima	9.623	6,6
Eventus	7.531	5,2
Telma Trade	7.531	5,2
C & G	7.113	4,9
Marchiol	5.439	3,7
Arcadia	3.431	2,4
Schrack	3.359	2,3
Synatec	2.929	2,0
Elektrovod Trade	2.929	2,0
Kapis	2.720	1,9
Tehmar	2.720	1,9
Cembos	2.510	1,7
Timing	2.092	1,4
TDR Trading	1.644	1,1
Eltez	1.418	1,0
Ka-El	1.172	0,8
Interlux	1.000	0,7
Rona	380	0,3
Womark	300	0,2

Vir: Elektronabava, Poslovni načrt 2004, Ljubljana, str. 48.

V tabeli 2 je zajetih 97,4 % vse prodaje na slovenskem trgu. Nekatera navedena podjetja so ozko specializirana le za določene izdelke; npr. Telma Trade za kable, Arcadia za svetila. Nekaj jih trži izdelke le enega proizvajalca; npr. Rona le Osramove izdelke, TDR Trading pa le izdelke proizvajalca ABB. Ostali so manj specializirani (npr. Merkur, Eventus, Marchiol). Podjetje Schrack je tudi v lasti Rexela. Tako ima Rexel v Sloveniji skupaj 36-odstotni tržni delež.

Telekom Slovenije in elektrodistribucijska podjetja so najpomembnejši kupci Elektronabave. V letu 2004 v Elektronabavi še ne pričakujejo privatizacije Telekoma Slovenije (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 8). Reorganizacija posameznih elektrodistribucijskih podjetij naj bi se zgodila do konca leta 2004 in vzpostavila centralizacijo upravljanja, učinke pa bo imela šele v letu 2005. Natančnejših posledic reorganizacije sedaj ni možno

predvideti. Zaradi navedenih razlogov v letu 2004 Elektronabava pri teh kupcih ne pričakuje večjih sprememb v povpraševanju glede na leto 2003.

Poleg javnega sektorja je za poslovanje Elektronabave najbolj pomembna panoga gradbeništvo. Značilnost panoge je razmeroma visoko tveganje pri poslovanju, saj so v njej mnoga podjetja podkapitalizirana in nelikvidna. V Elektronabavi za leto 2004 pričakujejo podobno aktivnost pri izgradnji poslovnih in stanovanjskih objektov kot v letu 2003.

Na splošno se v prihodnosti pričakuje upad prodaje v trgovinah, ker določeni akterji na trgu opuščajo ali krčijo svoje aktivnosti. Tako bodo v Elektronabavi dajali več poudarka na panogo industrije. Prodaja in njena rast pa bo temeljila na prodaji elektromontažerskim podjetjem, ki naj bi bila po predvidevanjih v letu 2004 polno zaposlena.

4.2.4 POSLOVNI REZULTATI

Usmeritve in poslovne strategije podjetja temeljijo na tradiciji in odprtosti za nove izzive mednarodnega poslovanja. Ker je podjetje na trgu že več kot 50 let, je deležno precejšnjega zaupanja med poslovnimi partnerji.

Priznani domači strokovnjaki trdijo, da je bodočnost slovenske trgovine v specializaciji in povezovanju. Tega načela se v Elektronabavi držijo in se poslovno povezujejo z več kot 200 maloprodajnimi hišami v Sloveniji. Specializacija podjetja omogoča visoko koncentracijo znanja. Poleg trgovanja svojim partnerjem svetuje in ponuja rešitve tako v prodajnem kot v finančnem smislu. Na potrebe svojih kupcev se poskuša čim hitreje odzvati in si tako krepiti svoj imidž. V letu 1998 je podjetje pridobilo mednarodni certifikat sistema kakovosti ISO 9001, v letu 2003 pa še standard ISO 9001-2000.

Primeren asortiment izdelkov (preko 20.000 izdelkov) in količina zalog omogočata Elektronabavi hitro in učinkovito dobavo naročil. V svojem programu ponuja sledeče glavne skupine izdelkov (glej tabelo 3): razsvetljavo, energetiko, stikalno in merilno tehniko, telekomunikacije in elektroniko, rotacijske stroje in naprave, inštalacijski material.

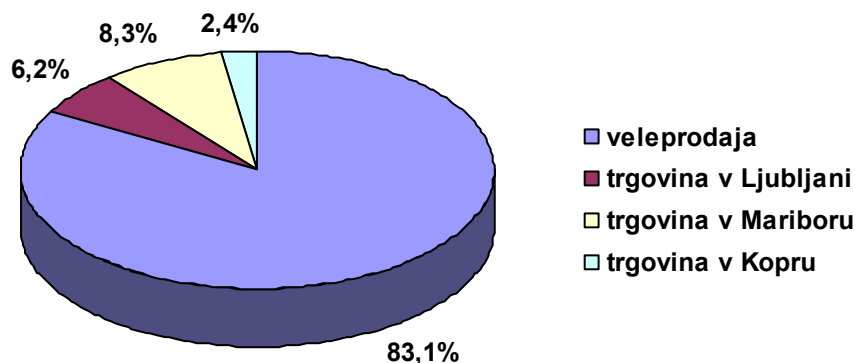
Tabela 3: Prodajni delež posamezne skupine izdelkov v celotni realizaciji

Skupina izdelkov	Delež skupine v celotni prodaji
Razsvetljava	14,3 %
Energetika	35,8 %
Stikalna in merilna tehnika	17,6 %
Telekomunikacije in elektronika	8,6 %
Rotacijski stroji in naprave	5,8 %
Inštalacijski material	17,9 %

Vir: Elektronabava, Poslovni načrt 2004, Ljubljana, str. 12.

Elektronabava ustvari večino dohodka z veleprodajo. Ostali del dohodka ustvari v maloprodaji, saj ima tudi svoje tri maloprodajne trgovine (glej sliko 30). To so specializirane trgovine z elektrotehničnim materialom, s katerim se podjetje približa segmentu končnih potrošnikov, tako posameznim gospodinjstvom kot samostojnim obrtnikom. Trgovine se nahajajo v Ljubljani, Mariboru in Kopru.

Slika 30: Struktura prihodkov Elektronabave



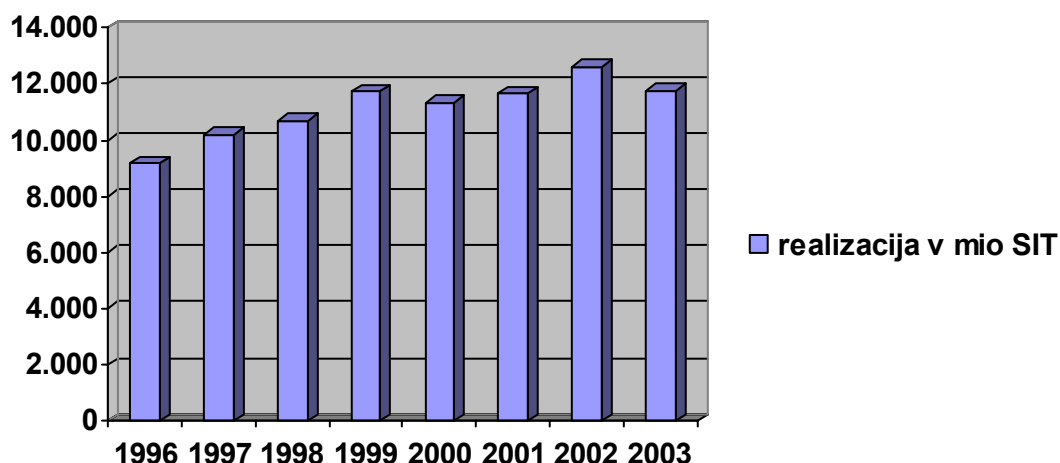
Vir: Elektronabava, Poslovni načrt 2004, Ljubljana, str. 12.

Poleg prodaje navedenih skupin izdelkov podjetje opravlja tudi inženiring posle v:

- elektromontažerski dejavnosti, industriji in trgovini;
- telekomunikacijah;
- proizvodnji električne energije in elektrodistribucijskih podjetjih.

S skladiščno prodajo podjetje ustvari 90 % vseh prihodkov, 10 % pa jih ustvari s tranzitno prodajo. 97 % celotne realizacije ustvari na domačem trgu. V letu 2003 je ustvarilo 11.765 milijonov tolarjev prihodkov od prodaje (glej sliko 31).

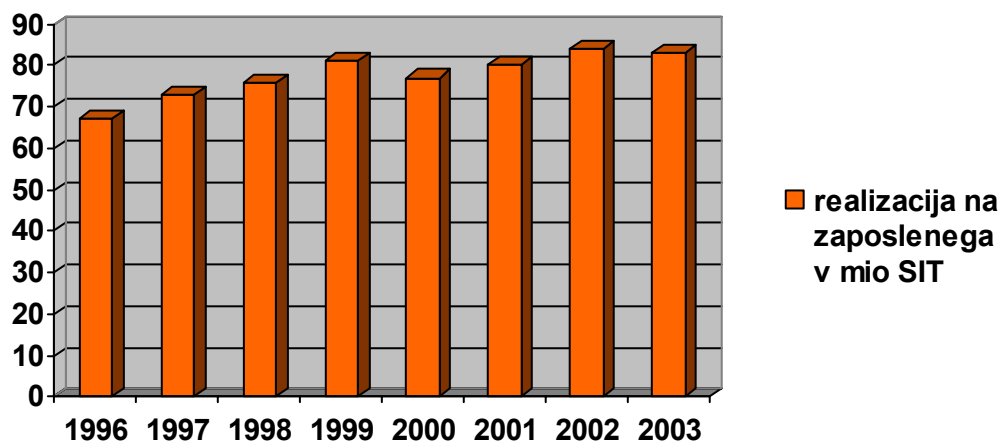
Slika 31: Realizacija podjetja s prodajo po letih



Vir: Elektronabava. (URL:<http://www.elektronabava.si>)

Kljub zaostreni tržni situaciji je podjetje uspelo obdržati realizacijo na zaposlenega (glej sliko 32) in tako slediti strategiji zniževanja stroškov in povečevanja učinkovitosti.

Slika 32: Realizacija na zaposlenega po letih



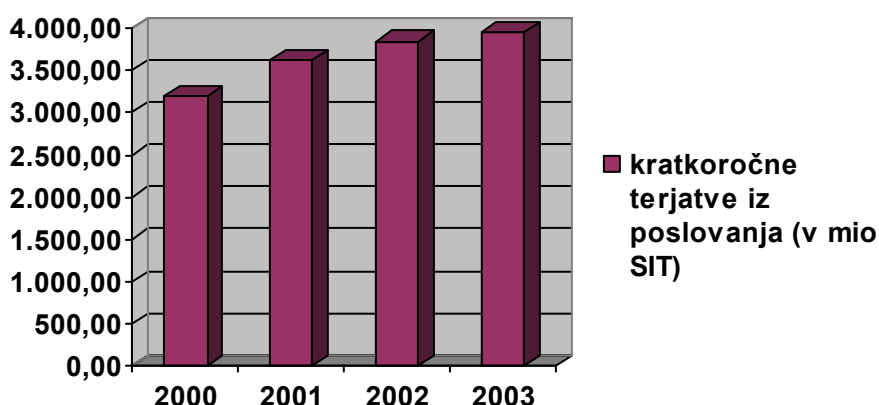
Vir: Elektronabava. (URL:<http://www.elektronabava.si>)

V strukturi kapitala Elektronabava nima dolžniškega kapitala. Takšna struktura bi lahko bila posledica tega, da je menedžment brez idej in ne izkorišča vseh možnosti za povečevanje vrednosti (Finance, 2000, št. 74, str. 8). Struktura izvira iz časa, ko je bilo podjetje še družbeno. Tudi po lastninjenju menedžment ni imel primernih novih projektov in zato ni iskal posojil za njihovo realizacijo. Novi lastnik pa za morebitne nove projekte najema posojila na krovnem nivoju, kjer je deležen ugodnejših pogojev.

Od prevzema Rexel zmanjšuje potrebno količino stalnih sredstev v podjetju. Zmanjšuje opredmetena osnovna sredstva, ki niso nujno potrebna za poslovanje podjetja (nepotrebne poslovne stavbe, skladišča ipd). Od leta 2000 do konca leta 2003 so se opredmetena osnovna sredstva zmanjšala za 34,5 %, na 1423 mio SIT (URL:<http://www.elektronabava.si>). Sredstva, pridobljena s prodajo, se prenašajo v kratkoročne finančne naložbe, ki se temu ustrezno povečujejo.

Povečujejo se tudi kratkoročne terjatve iz poslovanja; te so od leta 2000 narasle za 23,7 %, na 3945 mio SIT (glej sliko 33). Njihovo povečevanje je posledica nerednega plačevanja kupcev, saj se pogodbe in pogoji prodaje po prevzemu niso bistveno spremenili.

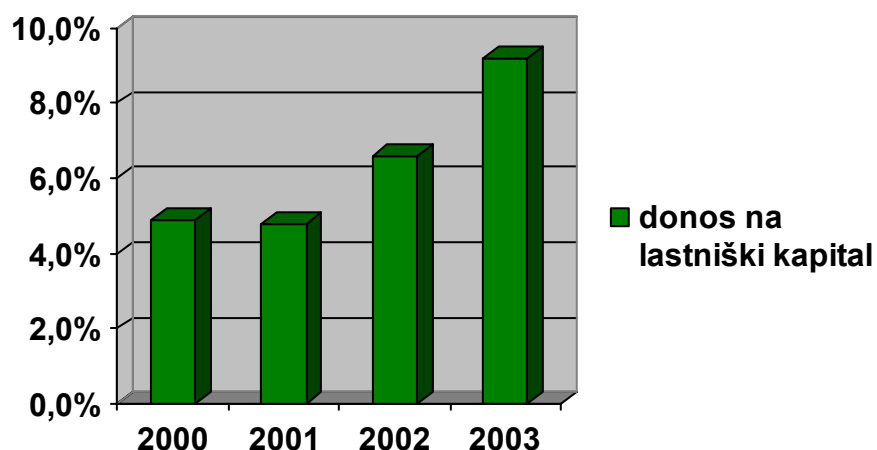
Slika 33: Kratkoročne terjatve iz poslovanja po letih



Vir: Elektronabava. (URL:<http://www.elektronabava.si>)

Donos na lastniški kapital se je sicer v prvem letu po prevzemu rahlo zmanjšal, vendar se je nato povečeval. V letu 2003 je znašal 9,2 % (glej sliko 34). Če bi podjetje spremenilo strukturo kapitala in vključilo še dolžniški kapital, bi se ob primernih pogojih dobiček na lastniški kapital povečal. Vendar, kot sem že navedel, podjetje ne najema svojih posojil.

Slika 34: Donos na lastniški kapital po letih



Vir: Elektronabava. (URL:<http://www.elektronabava.si>)

Plan poslovanja za leto 2004 je izdelan na osnovi tržnih predvidevanj v tem letu, doseženih rezultatov v letu 2003, srednjeročnega plana 2003-2006 in ciljev, ki so jih postavili v matični družbi Rexel. Temeljni cilji poslovanja za leto 2004 so (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 5):

- s prodajnim servisom izboljšati nivo zadovoljstva kupcev;
- povečati tržni delež;
- povečati produktivnost dela in realizacijo na zaposlenega;
- povečati bruto razliko v ceni;
- povečati dobiček iz poslovanja;
- izboljšati koeficient obračanja obratnih sredstev;
- povečati investicijske naložbe;
- povečati rast prodaje z zaostajanjem rasti stroškov.

Zadane cilje bodo v podjetju poskušali doseči z vodenjem treh politik: politike nabave, prodaje in kakovosti. Osnovni cilji nabavne politike so (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 6):

- zmanjšanje števila dobaviteljev;
- koncentracija nabave na strateške dobavitelje Rexela;
- izboljšanje nabavnih pogojev;
- doseganje super rabatov kot nagrade za zvestobo dobaviteljev in drugih popustov;
- racionalizacija logistike in uvajanje procesnih izboljšav;
- nadgradnja informacijskega sistema;
- skrajšanje časa vezave zalog in dogovor z relevantnimi dobavitelji o vračilu in zamenjavi blaga, ki je na zalogi več kot eno leto.

Politika prodaje upošteva oceno makroekonomskih razmer v Sloveniji, oceno specifičnih pogojev poslovanja v določenih panogah gospodarstva, oceno prodaje novih poslovnih enot in ostale posebne dogovore z dobavitelji. Osnovni cilji so (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 8):

- večji obseg prodaje;
- povečanje prodaje elektromontažnim podjetjem;
- povečanje tržne prisotnosti v industriji;
- hitrejša rast prodaje v strateško pomembnih blagovnih skupinah in določenih strateških dobaviteljev;
- definiranje lokacij za nove maloprodajne trgovine;
- racionalizacija in vzpostavitev ciljno usmerjenih prodajnih procesov.

V podjetje bodo nadaljevali z aktivnostmi, ki so jih pridobili z novim standardom ISO 9001-2000. Poudarek bo predvsem na učinkovitosti procesov in njihovem nenehnem izboljševanju. Posebna pozornost bo namenjena nabavnemu procesu in logistiki. Politika kakovosti tako zajema sledeče cilje (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 10):

- realizacijo centralnega sistema kodiranja blaga;
- vzpostavitev sistema blaga po sistemu min/max. zaloge za tržno pomembni asortiment;
- reorganizacijo procesov v centralnem skladišču;
- nadzor kakovosti pri določenih dobaviteljih;
- izvedbo ankete in zbiranje podatkov, ki bodo omogočili definicijo indeksa zadovoljstva kupcev;
- zunanjo presojo zagotavljanja sistema kakovosti ISO 9001-2000.

Plan je v skladu z interesi Rexela in zaposlenih. Temelji na ciljih, ki vključujejo tudi zahteve po izboljšanju prodajnega servisa kupcem. Dogovorjeni cilji v nabavi so odraz tržnih pogojev v Sloveniji in upoštevajo interese tako dobaviteljev kot Elektronabave. Hkrati zagotavljajo razvoj Elektronabave in vseh njenih partnerjev.

4.4 PREVZEM IN NJEGOVI UČINKI

Elektronabava je bila na slovenskem trgu praktično edino dovolj specializirano podjetje, ki je bilo glede na velikost trga veliko. S stališča potencialnih prevzemnikov, ki so sledili strategiji geografske in horizontalne širitve, je bila tako vsekakor zanimiva prevzemna tarča.

Vstop na trg s prevzemom manjših podjetij bi bil podoben strategiji vstopa investicije od začetka. Proces bi bil dolgotrajen in tvegan. Prevzem manj specializiranega podjetja pa ni sovpadal s strategijo zunanje rasti Rexela. Širša ponudba izdelkov ne bi omogočala popolnega izkoriščanja sinergij, ki se jih v širitvi planira. Odprodaja dela podjetja bi bila praktično nemogoča, ker so običajno v takih podjetjih mnoge aktivnosti povezane, kar jim omogoča uspešno poslovanje.

Dodaten motiv za prevzem je predstavljalo dejstvo, da je bila Slovenija država v tranziciji. Trg kapitala je bil nerazvit in mnogi potenciali v nekaterih podjetjih še niso bili učinkovito izkoriščeni. Hkrati na trgu še ni bilo drugih večjih tujih podjetij. Tako je bil prevzem Elektronabave ugodna priložnost za vstop na nov trg. Strateško bi tudi predstavljal vstopno oviro za nove konkurente.

V preteklosti sta Rexel in Elektronabava poslovno že sodelovala. Ker sta delovala v isti panogi, je bila prevzemniku Elektronabava s svojo dejavnostjo v precejšnji meri poznana. Ustrezala je tudi njegovi horizontalni strategiji širjenja. Tudi menedžmentu ciljnega podjetja je bil tovrstni prevzem v interesu in ga je podpiral, saj je ustrezal izbrani strategiji za dolgoročen obstoj podjetja, hkrati pa bi menedžmentu takšen prevzem še naprej omogočal zaposlitev in položaj. Tako je bil prevzemniku olajšan dostop do vseh potrebnih informacij o dejavnosti in stanju podjetja.

4.4.1 INTERESI POSAMEZNIH AKTERJEV PRI PREVZEMU

Pri prevzemih vedno sodeluje več udeležencev. Vsekakor so najpomembnejši udeleženci lastniki prevzemnika in ciljne družbe ter menedžmenta obeh podjetij. Svoj vpliv ima tudi okolje podjetja. Država in družba lahko preko zakonov in raznih agencij vplivata na odločitve o prevzemih. Tako je bilo za prevzeme, kjer je bila vrednost osnovnega kapitala podjetja večja od 800 milijonov tolarjev, za pridobitev več kot 25 % delnic podjetja potrebno pridobiti tudi dovoljenje Vlade RS (Zakon o prevzemih, 1997). Podobno sta morala tudi Urad RS za varstvo konkurence in Agencija za trg vrednostnih papirjev izdati mnenje, da prevzemu ne nasprotujeta.

Že pred osamosvojitvijo je z letom 1988¹³ Slovenija prešla v tržno gospodarstvo. Slovenija (po osamosvojitvi) je tako postala država v tranziciji. Nefinančna podjetja, ki so bila prej v družbeni lasti, so se lastninila. S tem so

¹³ Zakon o podjetjih iz konca leta 1988 je dovolil trajno udeležbo v podjetjih, čeprav so bila še v družbeni lastnini (Ribnikar, 1999, str. 365).

dobila znane lastnike. Le-ti so odločali o nadaljnji usodi svojih podjetij. V primeru Elektronabave so postali večinski lastniki manjši, večinoma notranji delničarji. Precejšen delež so pridobili še Kompas sklad, SOD (Slovenska odškodninska družba) in KAD (Kapitalska družba).

S stališča celotne družbe in blaginje je bil eden od ciljev lastninjenja tudi ohranjanje delovnih mest, vendar ne za vsako ceno. Podjetja so morala postati konkurenčna in se prestrukturirati. Da ne bi prišlo do razprodaje podjetij (trg kapitala še ni bil razvit), je država preko svojih pooblaščenih družb (SOD in KAD) pridobila lastniške deleže. Na ta način se je poizkušalo preprečiti dogodke, ki so se odvijali v nekaterih drugih državah v tranziciji¹⁴, kjer so bila podjetja v večini primerov prodana kot neučinkovita in temu primerno poceni. Podjetja v Sloveniji naj bi se pred prodajo prestrukturirala in dosegla ustrezno uspešnost, če je bilo to smiselno.

Tudi Vlada Republike Slovenije (RS) je izdala odločbo, s katero dovoljuje prevzem. Odločba je temeljila na ugotovitvi, da prevzem ne bo imel škodljivih posledic za socialni in ekonomski razvoj države oz. regije (Finance, 2000, št. 107, str. 3). Podobno je Urad RS za varstvo konkurence objavil, da je koncentracija Rexela in Elektronabave skladna s pravili konkurence in da ji Urad ne bo nasprotoval (Uradni list RS, Odločbe in sklepi po ZPOmK., št. 73/2000)¹⁵.

Dovoljenje za prevzem so dali tudi Urad RS za varstvo konkurence, Agencija za trg vrednostnih papirjev in Vlada RS.

4.4.1.1 INTERES LASTNIKOV ELEKTRONABAVE

Večinski lastniki Elektronabave so bili zaposleni in upokojeni delavci ter njihovi sorodniki in jih je zastopala **družba pooblaščenka**¹⁶. Lastniške deleže so pridobili na podlagi vloženih certifikatov in z notranjim odkupom delnic. Vsaka razdelitvena privatizacija povzroči razpršeno lastniško sestavo podjetij in podobno velja tudi za odpravo družbene lastnine v Sloveniji (Malus, 2004, str.

¹⁴ Prevzemi so v teh predstavljali eno izmed oblik privatizacije državne lastnine (Lahovnik, 2000, str. 149).

¹⁵ Osnovni namen navedenih organov je zagotoviti, da prevzem na trgu ne bo povečal koncentracije in zmanjšal konkurence, da bo v skladu z zakoni in pravili ter da za državo ne bo predstavljal izgube ali zmanjšanja strateško pomembnih izdelkov oz. storitev.

¹⁶ Družba pooblaščenka je bila ustanovljena, da bi se v podjetju zaščitili pred sovražnimi prevzemi (Finance, 2000, št. 93, str. 5).

83). Tako so postali delničarji tudi tisti, ki si tega na dolgi rok ne želijo ali pa si zaradi premoženjskega položaja tega ne morejo privoščiti. Vseeno lahko sklepamo, da je bil glavni interes večine maksimiziranje premoženja in ohranitev delovnih mest.

V skladu z vizijo, ki jo je imel menedžment, je bil prevzem del izbrane strategije, ki bi zagotovila dolgoročni obstoj podjetja. Ker je bil menedžment deležen zaupanja zaposlenih, so le-ti podprli odločitev za prevzem s strani Rexela. Tako so vsi pričakovali uresničenje obeh glavnih interesov: primerno ceno za delnice in ohranitev zaposlitve.

Kapitalska družba d.d. je organizirana kot delniška družba, katere edini ustanovitelj in lastnik je Republika Slovenija. Na slovenskem trgu deluje samostojno in sprejema svoje poslovne odločitve v skladu z zakonom in statutom družbe ter po sprejeti poslovni politiki družbe (URL:<http://www.kapitalska-druzba.si/kad/predstavitev/asp>).

Kapitalska družba upravlja in razpolaga z vrednostnimi papirji in drugimi sredstvi, pridobljenimi v postopku lastninskega preoblikovanja. Njen cilj je zagotavljanje dodatnih sredstev za pokojninsko in invalidsko zavarovanje z upravljanjem lastnega premoženja ter pokojninskih skladov. Ker je imela zelo razpršen portfelj, ga je poizkušala očistiti z namenom koncentracije lastništva. Njen povprečni lastniški delež v podjetjih leta 1999 je bil le 10,9-odstoten (Lahovnik, 2000b, str. 128). Podobno velja tudi za **Slovensko odškodninsko družbo d.d.**, ki je tudi v lasti Republike Slovenije. Ustanovljena je bila leta 1993 in prav tako upravlja s finančnim premoženjem. Obe podjetji upravljata s svojim portfeljem tako, da dosegata želeno strukturo ob primerni dobičkonosnosti. S ponujeno ceno s strani Rexela sta bili očitno zadovoljni in sta pristali na prodajo svojih deležev.

Kompas sklad je bil pooblaščen investicijska družba. Prav tako je upravljal s svojim finančnim premoženjem z namenom, da ga maksimizira oz. dosega zadane cilje v skladu s svojo strategijo.

4.4.1.2 STRATEGIJA VODILNIH V ELEKTRONABAVI

Menedžment podjetja se je zavedal, da je družba zanimiva za domače in tuje vlagatelje. To je temeljilo na dejstvih, da je panoga v Sloveniji zelo razdrobljena in da je bila Elektronabava največji specializiran trgovec na domačem trgu.

Osnovno izhodišče menedžmenta je bilo, da bi bila najbolj primerna kapitalaska povezava s sorodnim podjetjem, ki pa ga v Sloveniji ni bilo. Od večjih podjetij ni bilo nobeno dovolj specializirano (imela so precej širši prodajni program), povezovanja z manjšimi pa bi bila prepočasna in premalo učinkovita.

Prihodnost panoge na širšem področju Evrope se je kazala v močni koncentraciji. Menedžment je predvideval, da bodo v prihodnosti na evropskem trgu le štiri velike grupacije: Sonepar, Rexel, Hagemayer in Edmontons. Temu primerno je bila sprejeta tudi strategija, ki je vključevala priključitev k enemu od večjih podjetij iz enake dejavnosti. Iz nje so izvirale konkurenčne prednosti, ki jih je podjetje potrebovalo za uspešno poslovanje v prihodnosti (cenejši nakup blaga in boljši plačilni pogoji, zmanjšani stroški logistike, primeren prodajni program ...). Interes za prevzem je kazal tudi francoski Sonepar, vendar je na koncu prevladal interes in ponudba Rexela.

Menedžment je s povezavo pričakoval predvsem povečanje prodaje na debelo. Podjetje naj bi ostalo samostojna pravna oseba z lastno blagovno znamko. Organizacijsko naj bi se prilagodili novemu lastniku, razširili poslovanje in tako mogoče omogočili še dodatno zaposlovanje.

4.4.1.3 STRATEGIJA REXELA V PRIMERU ELEKTRONABAVE

Kot že vemo, je Rexel vodilno podjetje v distribuciji nizko-napetostnih izdelkov. To osnovno lastnost želi ohraniti tudi v prihodnosti. V panogi je že nekaj časa prisoten močan trend koncentracije, kar sili podjetja, ki želijo obstati, v neprestano rast. Poleg navedenega je podjetje že od svojega nastanka uporabljalo strategijo zunanje rasti (večinoma s prevzemi). To znanje, ki si ga je nabiralo z izkušnjami, še vedno s pridom uporablja pri svoji nadaljnji rasti.

Eden od mnogih ciljev podjetja je pridobiti trajen in dobičkonosen tržni delež na čim večjem geografskem področju. Pri prevzemih uporabljajo strateški pristop (Lahovnik, 2000b, str. 35). Podjetje pozna svoje sposobnosti in ima izbrano svojo dejavnost. Njegova strategija je zunanja rast s prevzemi. Kandidate izbira in vrednoti le iz svoje dejavnosti in raste le horizontalno¹⁷. Na podlagi mnogih prevzemov iz svoje preteklosti ima veliko izkušenj. To mu do neke mere zagotavlja pravilno izbiro in vrednotenje, kar mu koristi tudi pri pogajanjih in uresničitvi prevzema.

¹⁷ Podjetje v svojem portfelju nima nobenega proizvajalca.

Velikost podjetja ne pomeni le pogajalske moči pri dobaviteljih in drugih podobnih lastnosti, temveč mu daje tudi moč, da vpliva na celotno panogo in njen razvoj, tako s stališča povpraševanja kot tudi ponudbe. Tako podjetje lahko spreminja izdelke, razvija nove distribucijske poti, potrošniške navade in potrebe.

Pri prevzemih Rexel uporablja dve strategiji:

- povečevanje tržnega deleža na že obstoječem trgu;
- vstop na nove, hitro rastoče trge - geografska širitev.

Rxel vstopa na nova tržišča na podlagi strateških odločitev. Tako je leta 1986 vstopil na trg Združenih držav, leta 1997 v Južno Ameriko, leta 1998 v Azijo in leta 2000 na vzhodnoevropsko tržišče. Prevzem Elektronabave je sovpadal z vstopom na vzhodnoevropsko tržišče. Slovenija je bila del le-tega. Pri prevzemih Rexel izbira ciljna podjetja, ki imajo že dovolj velik tržni delež in so dobičkonosna.

Slovenski trg je bil močno razdrobljen. Na njem je delovalo veliko majhnih trgovcev, ki Rexelu niso bili zanimivi. Med večjimi trgovci pa razen Elektronabave (izpolnjevala je tudi večino drugih za prevzem potrebnih pogojev, ki jih Rexel upošteva pri svoji strategiji) ni bil nihče dovolj ozko specializiran (kot vemo, je Rexel po prevzemih opuščal druge dejavnosti v prevzetih podjetjih). Tako pravzaprav Rexel niti ni imel prave možnosti za izbiro. Če je hotel vstopiti na slovenski trg s prevzemom, je moral prevzeti Elektronabavo.

Poleg vsega je vodstvo Elektronabave tovrsten prevzem podpiralo. Tako je Rexel imel potrebno podporo pri pridobivanju informacij, kar mu je olajšalo vrednotenje podjetja (Finance, 2000, št. 95, str. 3).

4.4.2 FAZA POGAJANJA

S stališča Rexelovega menedžmenta je bila Elektronabava primerno podjetje za prevzem. S stališča menedžmenta Elektronabave pa je bil Rexel primerno podjetje, ki bi omogočalo nadaljnji razvoj in uspešno poslovanje Elektronabave. Obe stališči sta menedžmenta predstavila svojim lastnikom, ki so prevzem oz. prodajo podprli. Tako sta menedžmenta prešla v fazo pogajanj o prevzemu.

Osnovna izhodišča so bila¹⁸:

- po prevzemu bi Elektronabava ostala samostojna pravna oseba z obstoječo blagovno znamko v okviru koncerna, katerega krovna družba je prevzemnik.
- V prevzetem podjetju bi potekel postopek organizacijskega prestrukturiranja in iskanja najboljših operativnih rešitev na vseh poslovnih področjih.
- V kolikor bi se pokazale dejanske in pravne možnosti, bi prevzemnik zaradi zmanjšanja stroškov preoblikoval Elektronabavo iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo.
- Statut družbe se razen navedenega preoblikovanja ne bi spreminjal.
- Prevzemnik po prevzemu ne bi odpuščal delavcev in bi vpeljal sprejemanje programov za zaposlovanje presežnih delavcev, ki bi se pojavili z organizacijskim prestrukturiranjem. V prihodnosti se načrtuje celo povečanje števila zaposlenih, saj prevzemnik namerava širiti obseg poslovanja.
- Ustvarjeni dobiček bi se razporejal na del, ki se reinvestira, in na del, ki se izplača delničarjem po enakem načelu, kot to sprejme skupščina delničarjev prevzemnika za svoje delničarje.

Po končanih začetnih pogovorih je Rexel poslal tudi uradno pismo o nameri za prevzem. Zahteval je dokumentacijo o zaključku poslovnega leta 1999 in revizijsko poročilo. Nato je z revizorjem obiskal Elektronabavo. Na podlagi opravljenih pregledov so se v Rexelu odločili za podrobnejše analiziranje Elektronabave, saj se jim je zdel prevzem smiseln.

V tem času je Rexel že ponudil okvirno odkupno ceno za podjetje in podpisal namero o odkupu Elektronabave. Tako se je zavezal molčečnosti in spoštovanju zaupnih podatkov, ki mu jih je bilo vodstvo podjetja pripravljeno pokazati. Poleg finančnih poročil so zahtevali podatke še za vsa ostala področja, ki so potrebna za poslovanje podjetja (kadri, pravni spori, pogodbe, okolje, zakonodaja ...). Poslali so spisek zahtevane dokumentacije, na podlagi katere so izdelali skrbni pregled (Due diligence) Elektronabave.

Podjetje lahko ovrednotimo na več načinov. Tajnikar (2000, str. 230) povzema po Hisrichu štiri temeljne metode, s katerimi ugotavljamo vrednost podjetja:

- vrednotenje na podlagi premoženja;
- vrednotenje na podlagi primerljive tržne vrednosti;
- vrednotenje na podlagi kapitalizacije zaslužkov;

¹⁸ Informacije sem pridobil na podlagi pogovora z vodilnimi v Elektronabavi.

- vrednotenje na podlagi sedanje vrednosti bodočih podjetniških denarnih tokov.

Za vrednotenje podjetja v primeru mednarodnih prevzemov podobne metode navaja tudi Brown (1999, str. 10): metoda diskontiranja denarnih tokov, primerjava s podobnimi podjetji iz panoge in primerjava z drugimi primeri podobnih prevzemov.

Nekateri avtorji v literaturi omenjajo šest ključev, ki pomagajo ovrednotiti podjetje (Kelly, 1999, str. 3). Delijo jih na trde ključe (hard keys) in mehke ključe (soft keys). Trdi ključi se nanašajo na dejavnike, ki bodo vplivali na bodočo realizacijo (ocena sinergij, proces integracije in skrbni pregled). Mehki ključi so aktivnosti, ki izhajajo iz kulturnih razlik in ljudi (menedžment, reševanje kulturnih vprašanj in komunikacije).

V primeru prevzema Elektronabave so za njeno vrednotenje v Rexelu upoštevali dve osnovni merili¹⁹:

- DOBIČEK IZ POSLOVANJA: če pogledamo letno poročilo za leto 1999, je iz njega razviden celotni dobiček iz poslovanja v višini 282.193.000 SIT. Tako lahko izračunamo, da so za vrednotenje podjetja upoštevali več kot 13-kratnik dobička. Načelno izhodišče pri vrednotenju podjetij, ki jih je Rexel bil pripravljen prevzeti in plačati, je bilo običajno precej nižje.
- TRŽNI DELEŽ: Rexel je izbiral za kandidate podjetja, ki so imela vsaj 10-odstotni tržni delež. Tega je Elektronabava celo presegala, saj je imela v povprečju 30-odstotni tržni delež.

Na podlagi celotne analize podjetja so v Rexelu ponudili 28.000 SIT za delnico. Izdanih je bilo 134.191 delnic, kar pomeni, da so bili za podjetje pripravljeni plačati 3.757.348.000 SIT.

Rexel je ponudil višjo vrednost, kot jo je ponujal pri večini prevzemov. Razloge lahko verjetno iščemo v drugih dejavnikih, ki so:

- Elektronabava je poleg dobička iz poslovanja ustvarjala še precej visok dobiček iz drugih dejavnosti (dobiček iz financiranja in izredni prihodki);
- potencialna možnost vstopa prevzemnika na druge nove trge (področje bivše Jugoslavije);
- povečanje poslovne učinkovitosti zaradi sinergij (boljši pogoji pri dobaviteljih, prenos informacij na vodilne ...);
- struktura kapitala (nepotrebna osnovna sredstva, nič dolžniškega kapitala ...).

¹⁹ Informacije sem pridobil na podlagi pogovora z vodilnimi v Elektronabavi.

Delnica Elektronabave je bila nominalno ovrednotena na 10.000 SIT. Njena knjigovodska vrednost na dan 31. 12. 1999 je bila 30.363 SIT. Tržne vrednosti delnica ni imela, saj podjetje ni nastopalo na trgu kapitala, in je tako ni bilo mogoče kupiti oz. določiti njene tržne vrednosti.

Lastništvo so notranji delničarji in sorodniki pridobili na podlagi vloženih certifikatov v razmerju 1:1 (na 10.000 SIT vrednosti certifikata jim je pripadla ena delnica podjetja). V primeru notranjega nakupa je bil priznan še dodaten 50-odstotni popust²⁰. Tako so lastniki, ki so pridobili delnice s certifikati, z dano ponudbo po 28.000 SIT za delnico povečali vrednost premoženja za faktor 2,8. Lastniki, ki so delnice kupili za denar, pa so svoje premoženje povečali celo za faktor 5,6.

Menedžment podjetja je lastnike opozarjal, da se bo podjetje moralo prej ali slej kapitalsko ali vsaj strateško povezati. Glede na to, da je v danem trenutku poslovalo uspešno in bilo zanimivo za prevzem, je bila vrednost podjetja relativno visoka. Tako je bila prodaja smiselna, saj bi bilo vztrajanje na samostojni poti lahko zelo tvegano in potencialno manj donosno.

Vemo, da je vodstvo tovrstni prevzem podpiralo in s tem tudi vplivalo na mnenje notranjih lastnikov, ki so bili večinski delničarji, o sprejemljivosti ponudbe (združeni so bili v Elektronabava Holdingu). Hkrati so v tistem času bili zadovoljni s ponudbo tudi vsi zunanji lastniki in so jo podprli. To se je kasneje pri dejanskem prevzemu tudi pokazalo, saj so delnice prodali vsi delničarji (razen enega, ki je bil pokojni in pri katerem še ni bilo dedne obravnave).

4.4.3 UČINKI PREVZEMA

S prevzemom se poslanstvo Elektronabave ni spremenilo. Še vedno trži elektromaterial in opremo za profesionalne kupce ter zadovoljuje njihove potrebe na najvišji strokovni ravni. Tudi pravno-formalno je Elektronabava ostala samostojna pravna oseba, le da je (zaradi zmanjšanja stroškov) postala družba z omejeno odgovornostjo. Dolgoročna vizija podjetja ostaja biti konkurenčna družba v srednjeevropskem prostoru.

Prevzem je Elektronabavi omogočil sinergije v poslovanju in enakopraven pogajalski status pri največjih evropskih proizvajalcih, česar kot samostojna

²⁰ To je omogočal zakon o lastninjenju.

družba ne bi mogli imeti. Sinergije izhajajo predvsem iz (Elektronabava, Poslovni načrt 2004, str. 4):

- prenosa preizkušenih metod poslovanja (best practices);
- osredotočanja nabave na strateške dobavitelje;
- izgradnje enotne distribucijske mreže z velikimi distribucijskimi centri;
- sodelovanja v regionalnih ali vseevropskih prodajnih akcijah;
- pridobivanja najugodnejših virov financiranja;
- stalnega izpopolnjevanja zaposlenih.

Po prevzemu Rexel ne posega v samo poslovanje družbe. Elektronabava je v tem smislu še vedno popolnoma samostojno podjetje, ki samo kroji svojo poslovno politiko in seveda zanjo nosi odgovornost.

Vzpostavljen pa je zelo natančen in zahteven sistem nadzora. Le-ta omogoča pravočasno zaznavo morebitnih težav oz. strateških neskladnosti v poslovanju podjetja. Na ta način lahko Rexel pravočasno vpliva in pomaga pri preprečevanju večjih poslovnih težav ter podjetje upravlja tako, da deluje v skladu s cilji in interesi svojih lastnikov oz. delničarjev.

Naj navedem nekaj potrebnih poročil, ki jih mora Elektronabava redno pošiljati²¹:

- mesečno:
 - o poročila o prodaji;
 - o analizo prejetih bonusov po dobaviteljih;
 - o analizo danih bonusov po kupcih;
 - o 50 največjih dobaviteljev s prometom in razliko v ceni;
 - o 50 največjih kupcev s prometom in razliko v ceni;
 - o poročila o prodaji po prodajnih segmentih;
 - o število in gibanje zaposlenih;
 - o bilanco uspeha;
 - o bilanco stanja;
 - o denarne tokove vseh sredstev in virov sredstev;
- polletno napoved bilančnih rezultatov;
- napoved letnega plana za naslednje leto;
- strateški plan za tri leta naprej.

Poleg navedenih poročil opravlja matično podjetje še notranje revizije. Revizor po pregledu izdela mnenje za vsak postopek posebej. Na podlagi teh mnenj daje matično podjetje nadaljnje napotke in sprejema ukrepe. Cilj je vzpostaviti

²¹ Informacije sem pridobil na podlagi pogovora z vodilnimi v Elektronabavi.

način poslovanja s standardiziranimi postopki. Le-te uporabljajo vsa podjetja v skupini. Temeljijo na podlagi izkušenj in omogočajo poenoten pregled vseh podjetij posamezno.

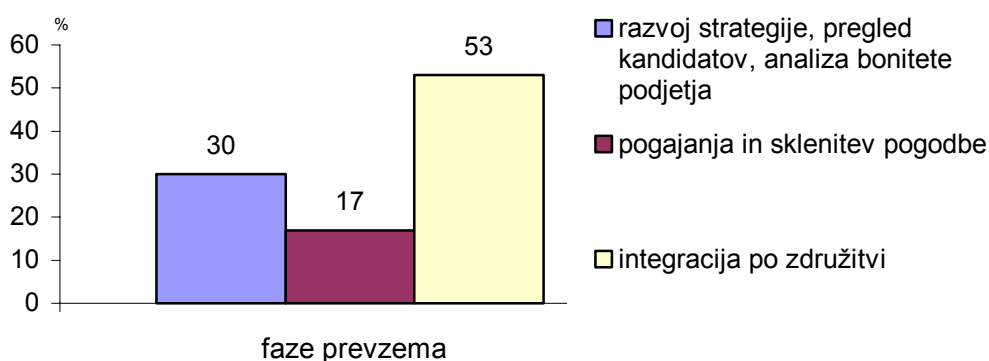
V Elektronabavi te faze še niso povsem dokončali, saj izvajajo določene postopke še na način, ki ni v skladu s predpisanim. Notranje revizije vključujejo pregled:

- bančnega poslovanje in postopkov;
- naložb v dolgoročna sredstva;
- nabave;
- zalog;
- nadzorovanja razlike v ceni;
- amortiziranja terjatev do kupcev;
- davčne situacije;
- zaposlovanja novih delavcev.

4.4.3.1 INTEGRACIJA

V raziskavah se prav zanemarjanje pomena faze integracije prevzetega podjetja omenja kot vzrok relativno visoke neuspešnosti prevzemov. Faza integracije je ključen dejavnik uspešnosti prevzema (Lahovnik, 2003, str. 10). Tudi v raziskavi, ki jo je opravil A. T. Kearney (Habeck, Kröger, Träm, 2000, str. 16), je kar 53 % anketiranih odgovorilo, da predstavlja faza integracije največje tveganje v procesu prevzema oz. priključitve, 30 % anketiranih pa je kot ključno navedlo fazo razvoja strategije, izbire kandidatov in analize podjetij kandidatov (glej sliko 35). Faza pogajanj in sklenitve pogodb pa je predstavljala največje tveganje 17 % anketiranim.

Slika 35: Stopnja tveganja neuspeha v posameznih fazah prevzema



Vir: M. M. Habeck, F. Kröger, M. R. Träm, Čas združitev, 2000, str. 16.

Avtorji omenjene raziskave navajajo naslednje najpogostejše izvore problemov v fazi integracije: vizija podjetja, vodstvo, rast, zgodnji uspehi, kultura, komunikacija in obvladovanje tveganj. To je pokazala študija 115 primerov prevzemov. Seveda pa nobeno od sedmih problematičnih področij ni samozadosten recept za uspešno integracijo. V skladu z ugotovitvami omenjene raziskave bom na vseh sedmih področjih analiziral tudi primer prevzema Elektronabave in poskušal ugotoviti, koliko je bilo poudarka na posameznem področju v obravnavanem prevzemu.

VIZIJA

Oblikovanje jasne vizije in strategije pomaga, da v podjetju prenesemo spremembo in se z njo okoristimo. Primernost združitve izhaja iz vizije in ne obratno. Primerne strategije, ki nas bodo vodile do želenih uspehov, lahko razvijemo šele iz jasne vizije (Habeck, Kröger, Träm, 2000, str. 29).

V delu sem že omenjal strateški in tradicionalni pristop pri prevzemih. Vprašanje vizije se nanaša prav na poudarjanje pomembnosti strateške ustreznosti ciljnega podjetja.

Vizija Elektronabave je bila, da po prevzemu ostane ena od vodilnih trgovskih družb, specializirana za prodajo elektrotehničnega materiala, in da bo delovala kot samostojna pravna oseba. Svoje dejavnosti ne bo širila na druga področja oz. panoge. Ker večje rasti trga v Sloveniji ni, je strategija podjetja usmerjena v konsolidacijo položaja. Podjetje bi razširilo ponudbo storitev, ki prodajo podpirajo (npr. izdelava projektov in inženiring).

Elektronabava ima s prevzemom boljše pogoje pri dobaviteljih. Zelo koristne so tudi informacije, ki jih dobiva iz drugih podjetij iz skupine. Teh podjetij je skoraj 1800 in delujejo v 29 državah, kar predstavlja izredno velik vir raznovrstnih koristnih informacij o trendih na trgu, oblikah organizacije, razvoju in raziskavah, tehnoloških novosti ipd. Enega močnejših orodij za boljšo učinkovitost pa predstavlja t. i. benchmarking. Vodstva v vseh podjetjih v skupini drugo od drugega dobivajo informacije in postopke najuspešnejših podjetij po vseh poslovnih in drugih funkcijah. Nato jih poskušajo vključiti v svoja podjetja.

VODSTVO

Za vsako podjetje je po prevzemu zelo pomembna hitra postavitve sposobnega in močnega menedžmenta, ki bo poleg uresničevanja poslovnih ciljev sposoben usmerjati, delegirati in motivirati zaposlene, da bodo delovali v interesu družbe.

V primeru Elektronabave prevzemnik po prevzemu ni menjal menedžmenta, ker je smatral, da je primeren za nadaljnje vodenje podjetja. Že v fazi pogajanj za prevzem je bil sklenjen dogovor, da vodstvo ne bo zapustilo podjetja vsaj dve leti po prevzemu. Na ta način je poslovanje podjetja potekalo nemoteno, hkrati pa med zaposlene ni vnašalo nezaupanja in negotovosti, saj so tedanjemu menedžmentu zaupali.

Vodilni kader so dodatno usposobili s tem, da so prilagodili poslovanje podjetja tako, kot poslujejo vsa podjetja v skupini (način poročanja o rezultatih, nadzor, poslovni postopki ...). Pri določanju poslovnih strategij, kadrovanju, vodenju ipd. ima vodstvo v Elektronabavi še vedno proste roke. Vendar mora v skladu s plani dosegati finančne rezultate in upoštevati strateške poslovne cilje. Vodstvo mora matično podjetje obveščati o vseh pomembnejših dogodkih in oddajati standardizirana poročila o poslovanju.

RAST

Vsaka združitev je že sama po sebi rast podjetja. Vsekakor naj osnovni cilj prevzema ne bi bil le zmanjševanje stroškov in števila zaposlenih. Cilj bi moral biti v iskanju sinergij in možnosti, da obstoječe kapacitete bolj učinkovito izkoriščamo. Delovanje vsakega podjetja je smiselno preusmeriti iz strategije zmanjševanja stroškov na iskanje možnosti za rast.

Rast Elektronabave je na domačem trgu omejena. Trg raste počasi in je zasičen. Konkurenca je prisotna in učinkovita. Poleg obstoječih domačih podjetij je na trg vstopilo tudi nekaj novih tujih trgovcev. Zaradi navedenih razlogov je strategija usmerjena v konsolidacijo poslovanja.

ZGODNJI USPEHI

Vsak prevzem predstavlja obdobje negotovosti. Ta negotovost vpliva na vse udeležence, tako na zaposlene kot tudi na dobavitelje, kupce in druge. Da bi to obdobje negotovosti ublažili, je potrebno doseči zgodnje uspehe, ki bodo vzpodbudili vse vključene, da bodo ponovno zaupali v podjetje in v svojo prihodnost v njem. Vendar ti uspehi ne smejo in ne morejo temeljiti na besedah in planih, temveč morajo biti realni in uresničeni. V podjetju se pogosto išče uspehe le znotraj ali celo z zmanjševanjem stroškov. Tega mnogi sploh ne razumejo kot uspeh. Podjetje ne sme pozabiti na uspehe izven podjetja (npr. pri kupcih in dobaviteljih). Ti uspehi bodo vsem bližje in jih bodo tako tudi razumeli. Če si hoče podjetje zagotoviti zgodnje uspehe, mora za njih poiskati vire (Habeck, Kröger, Träm, 2000, str. 79).

Prevzem je podjetju omogočil boljše pogoje pri nabavi materiala in dostop do informacij ter znižal stroške poslovanja. Hkrati pa je negativno vplival na odnos z javnim sektorjem, ki je za Elektronabavo predstavljal najpomembnejše kupce. Tu gre za problem tujega lastništva. Javna podjetja so manj pripravljena na sodelovanje. Na ta način so bile pridobljene konkurenčne prednosti podjetja še toliko pomembnejše, ker so ohranile sodelovanje s temi podjetji. S privatizacijo teh podjetij tovrstnih težav ne pričakujejo več. Pravzaprav nasprotno, saj se bodo s časom le-ta obnašala povsem tržno.

KULTURNE RAZLIKE

Ena od osnovnih značilnosti podjetja je organizacijska kultura. Predstavlja sistem smernic za delovanje članov določene skupine oziroma organizacije, pri tem različni avtorji pogosto navajajo, da gre za nepisana oziroma neformalna pravila (Novak, 2003, str. 23).

V nekaterih primerih je prevlada nove organizacijske kulture primerna. V mnogih pa ni tako. V vsaki družbi obstajajo nepisana pravila med zaposlenimi, o nagrajevanju, načinu komunikacije ipd. Določene navade so del vsesplošne kulture in norm nekega naroda, zato sta prevladovanje nad kulturami in menjava razmerij, ki z njimi nastopajo, lahko zelo kritični vprašanji. V splošnem velja, da je za oddaljene enote ali diverzificirane dejavnosti bolje pustiti staro kulturo in ne vpeljevati nove. Možne so tudi kompromisne rešitve, kjer poskušamo iz obeh kultur izdelati nek hibrid, ki izkorišča primernejše lastnosti posamezne kulture.

V našem primeru prevzemnik ni posegal v organizacijsko kulturo družbe. Zahteva le standardiziran način poročanja, ki velja za vsa podjetja v skupini. Elektronabava je še vedno v fazi prilagajanja svojih postopkov v skladu s predpisi v skupini. Gre za poslovne postopke, ki zagotavljajo nadzor in vzpostavljajo pravilno razmerje med pooblastili in odgovornostjo posameznikov v organizaciji.

KOMUNIKACIJA

Večina povezanih družb ugotavlja, da ima med seboj pomanjkljivo komunikacijo. Temeljni cilj te komunikacije je, da bi dosegli nemoteno delovanje povezanih družb in želene prednosti prevzema oz. priključitve.

Eden največjih izvorov neučinkovitega delovanja je občutek nepripadnosti zaposlenih. Dobra in pravilna komunikacija bi ga morala odpraviti. V modernih organizacijah se zato mnogokrat vpeljujejo možnosti za neformalno komunikacijo. Tako se v podjetjih razširja in povečuje število komunikacijskih

kanalov. Zelo pomembna je komunikacija navzdol do podrejenih. Oblikovana mora biti primerno. Govori vodilnih ljudi morajo temeljiti na natančnem in vsem razumljivem jeziku. Uporabljati morajo primerne besede. Hkrati se je potrebno zavedati, da je vsaka »nekomunikacija« tudi komunikacija, ki pa ni pod nadzorom in lahko sproža napačne občutke in reakcije.

Krovna družba z zaposlenimi v podjetju direktno ne komunicira drugače kot preko raznih prospektov in letakov, napisanih v matičnih jezikih zaposlenih²². Le-ti vsebujejo osnovne, osvežene podatke o skupini, podjetju, izdelkih, glavnih kupcih, strategijah, vrednotah ipd. Dostopni so vsakemu zaposlenemu. Na ta način obveščajo in informirajo zaposlene o skupini in delovanju.

Seveda je komunikacija med matičnim podjetjem in vodstvom posameznega podjetja bolj intenzivna. Tu so načini komuniciranja in količina potrebnih informacij natančno določeni, saj matično podjetje nadzira in upravlja ogromno število podjetij v različnih državah in v različnih obsegih. Rexel informacijski sistem posodablja, saj so v podjetju ugotovili, da imajo precej težav, ker ni povsem standardiziran.

OBVLADOVANJE TVEGANJ

Že sam pojem podjetništva je povezan s tveganjem, saj je podjetnik človek, ki poizkuša svoje ideje uresničiti in iz njih izvleči koristi. Ne ve pa, ali jih bodo drugi tako tudi vrednotili in mu zanje dovolj plačali. Tako podjetju ne preostane drugega, kot da se s tveganji čim bolj seznani in jih poizkuša obvladovati ter zmanjšati na minimum. Vsekakor pa se jim ne sme povsem izogniti, saj mu na ta način ne bo uspelo ustvariti dovolj uspeha glede na zadane cilje oz. glede na konkurenco.

Podjetje mora izdelati potrebne projekte in predvideti tveganja. Med njimi mora znati opredeliti, katera tveganja so ključna, in se z njimi tudi spoprijeti. Na tak način lažje izbere primernejše projekte in pravočasno izbere ustrezno strategijo, da tveganja zmanjša na minimum.

Pri obstoječi organizaciji skupine so poslovna tveganja v rokah vodilnega menedžmenta v posameznem podjetju. Za vse poslovne odločitve je pristojen menedžment sam in seveda tudi nosi odgovornost. Strateške odločitve pa prinaša matično podjetje. Na svoja podjetja v skupini jih prenaša preko rednih, srednjeročnih (triletnih) planov. Do sedaj večjih strateških sprememb ni bilo.

²² Prospekt Rexel. Pozdravni nagovor. Pariz, 2002.

4.4.4 OCENA USPEŠNOSTI PREVZEMA

Za oceno uspešnosti prevzema lahko uporabimo različne pristope. Največ avtorjev uporablja kot merilo gibanje cen delnic pred in po prevzemu (Lahovnik, 2000, str. 132). Problem te metode je v izbiri primernih dni. Še posebej je ta metoda problematična v državah v tranziciji, kjer trg kapitala ni razvit.

Nekateri avtorji menijo, da je ustrezna mera uspešnosti prevzemov stopnja odprodaje prevzetih podjetij (Lahovnik, 2003a, str. 7). Pomanjkljivost tega pristopa je v tem, da podjetja prodajajo predhodno prevzeta podjetja zaradi različnih vzrokov.

Ključna mera uspešnosti je lahko tudi stopnja doseganja strateških ciljev. Menedžerji pri prevzemih pogosto izhajajo iz več med seboj povezanih motivov. Finančni analitiki ne upoštevajo meril, ki so v očeh menedžmenta lahko zelo pomembna. Uspešnost prevzema lahko ocenimo z merami, ki upoštevajo prepletanje več motivov (Lahovnik, 2000, str. 133):

- stopnja uresničevanja posameznih motivov;
- stopnja doseženih strateških ciljev;
- ocene menedžerjev o uspešnosti prevzema.

Te mere so subjektivne, ker izhajajo iz ocen menedžmenta. Subjektivno oceno mer lahko ublažimo s pomočjo primernih kazalnikov. Koreliramo jih lahko z rentabilnostjo kapitala (ROE) in dodano vrednostjo na zaposlenega v prevzetem podjetju v obdobju po izvedenem prevzemu (Lahovnik, 2003b, str. 2).

4.4.4.1 OCENA USPEŠNOSTI PREVZEMA NA PODLAGI URESNIČEVANJA MOTIVOV POSAMEZNIH UDELEŽENCEV

Motive si bomo pogledali po posameznih najpomembnejših skupinah udeležencev, ki so v procesu prevzema sodelovali. Vsekakor so najpomembnejše skupine lastniki in menedžmenta obeh podjetij pred prevzemom.

Širša družba od takšnih prevzemov pričakuje nadaljnje uspešno delovanje podjetja. S tem se ohranijo delovna mesta in socialna varnost zaposlenih ter njihovih družin. Hkrati podjetje predstavlja plačnika davkov in dajatev v proračun.

Uspešno podjetje lahko vpliva in podpira dejavnosti v svoji okolici. Tako lahko aktivno sodeluje pri vzdrževanju in posodabljanju naravovarstvenih projektov ter cestne in druge družbeno potrebne infrastrukture, pri dejavnostih, ki so povezane z zaposlenimi (vrtci, trgovine ...), podpora lokalne skupnosti (aktivnosti v prostem času, sponzorstva športnih in kulturnih društev ...).

Družba je v letu 1999 zaposlovala 145 ljudi. Število zaposlenih se je do leta 2002 sicer zmanjšalo na 134. Potrebno je upoštevati, da je v omenjenem obdobju v podjetju potekalo in še poteka prestrukturiranje, ki bo omogočalo dolgoročnejšo zaposlitev ostalih zaposlenih. Hkrati obstaja v prihodnosti možnost zaposlovanja novih delavcev; ta bi sledila širitvi poslovanja. V tem smislu je bil prevzem dokaj uspešen. Uspel je ohraniti večino delovnih mest. V prihodnosti lahko celo ustvari nova delovna mesta.

Podjetje v okolici poslovnih stavb skrbi za urejeno okolje in aktivno sodeluje s predstavniki lokalnih skupnosti. S tem poskuša pomagati skupnosti pri urejanju okolja in infrastrukture. V podjetju sponzorirajo tudi razne športne aktivnosti. Tako vplivajo na razvoj in vzdrževanje medsebojnih odnosov med ljudmi, kar omogoča dialog pri reševanju vseh vrst težav in nalog celotne skupnosti.

MENEDŽMENT REXELA

Menedžment podjetja je v odnosu principal - agent v vlogi agenta. Problematiko odnosa smo že spoznali. Vsekakor so motivi menedžmenta lahko v skladu z interesi lastnikov ali pa v nasprotju z njimi. Strategija širitve je običajno v interesu menedžmenta. V določenih primerih imajo ta interes tudi lastniki.

Panoga, kjer podjetje deluje, je že v zreli fazi. Obstaja veliko proizvajalcev, razvejani distribucijski kanali, veliko povpraševanje ipd. Tehnološko se panoga še razvija (npr. optični kabli, elektronske komponente, razvoj informacijske tehnologije ipd). Struktura podjetij v panogi pa se je že vzpostavila. Nekatera podjetja so postala le proizvajalci, druga specializirani distributerji, nekatera pa končni kupci. Med njimi lahko najdemo proizvajalce, ki delujejo tudi v distribuciji, pa tudi obratno.

Vsekakor na proizvodnem nivoju podjetja potrebujejo sredstva za raziskave in razvoj, izvore ekonomij obsega, utrjevanje blagovnih znamk ipd. Tako se distribuciji ne morejo posvetiti v tolikšni meri kot specializirana podjetja. S tem se je ustvarila tržna niša v distribuciji. Distribucijska podjetja omogočajo proizvajalcem dostop do novih, geografsko razpršenih trgov, pravočasno

naročanje količin, pretok informacij s trga in nazaj, planiranje prodajnega programa in snovanje novih izdelkov.

Zadnja leta se tudi ta panoga globalizira. Med seboj se povezujejo trgovci (horizontalne povezave). Nekateri dobavitelji širijo svoje delovanje tudi v trgovsko dejavnost (vertikalne povezave naprej). Tako je kapitalsko povezovanje pravzaprav strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju. Na podlagi teh dejstev lahko smatramo, da je rast s prevzemi v interesu lastnikov in menedžmenta.

Splošna strategija, ki jo podjetje izvaja, je zunanja rast. Njen cilj je zagotoviti trajne konkurenčne prednosti podjetju. Glavni cilji širitve so: postati vodilno, globalno podjetje v svojem segmentu; izkoriščati ekonomije obsega; sinergije, kot so prenos poslovnih praks in povezovanje aktivnosti; razpršen portfelj kupcev in partnerski odnos z dobavitelji. Večino razlogov je možno pojasniti s hipotezami povečevanja učinkovitosti.

Hkrati v podjetju poteka koncentracija v osnovno dejavnost. Podjetje v svojem portfelju odprodaja vse dejavnosti, ki so izven izbranega segmenta (primer je prodaja varnostnih naprav). Hkrati poteka proces povečevanja kontrole in zniževanja stroškov.

Kljub zrelosti panoge je v določenih državah njen trg hitro rastoč (npr. Kitajska). Tako so vstopi na takšne nove trge lahko tudi ovira za vstop drugim konkurentom in podjetju povečujejo monopolno moč. To je še dodaten motiv za agresivno vstopanje kljub visokim premijam in spremljajočim tveganjem.

LASTNIKI REXELA

Kot smo videli, je večinski lastnik Rexela skupina Pinault-Printemps-Redoute (PPR). Skupina ima diverzificiran portfelj. Deluje v sledečih panogah:

- distribucija nizkonapetostnih izdelkov;
- maloprodaja izdelkov široke potrošnje (pohištvo in tehnična oprema);
- trg luksuznih dobrin;
- opravljanje kreditnih in finančnih storitev.

Če upoštevamo, da so med lastniki PPR institucionalni skladi, ki imajo v lasti več kot tretjino vseh delnic, lahko sklepamo, da je diverzifikacija njihov strateški cilj. Z njo podjetje posluje manj tvegano in ima stabilnejše donose, kar je v skladu s poslovno politiko večine skladov.

Vstop v panogo luksuznih dobrin leta 1999 je bil zaradi spleta okoliščin zelo drag. Trg ima sicer (po ocenah vodilnih v skupini) visoko stopnjo rasti. To še posebej velja za trge bivših socialističnih držav. Posledice dragega vstopa in splošne recesije v zadnjih letih pa skupina še vedno čuti.

Pomembnejše se zdi vprašanje, če je tako izrazita diverzifikacija strateško ustrezna. Ali je rast trga zadosten pogoj za vstop? Ta pristop (vstop na trg luksuznih dobrin) vsekakor ni v skladu s strateškim pristopom pri prevzemih. Večjo strateško ustreznost lahko zaznamo pri dejavnosti maloprodaje. Skupina je v panogo vstopila leta 1990. Ker gre v veliki meri za tehnične izdelke, je podjetje lahko koristilo znanja, prakso in pogajalsko moč pri dobaviteljih iz osnovne dejavnosti.

Naj omenim še največjega lastnika skupine PPR. To je družinsko podjetje Artémis. Podjetje predstavlja precejšen del v portfelju svojega lastnika. Ta ima veliko število svojih delnic skupine zastavljeno pri bankah kot poroštvo za dolgove. Vsekakor je to dejstvo povezano z izdajo novih delnic v Rexelu, ki je tako z dokapitalizacijo v letu 2003 spremenil svojo strukturo kapitala. V strukturi kapitala se je povečal delež lastniškega kapitala in zmanjšal dolžniški kapital. Ker Pinault novih delnic ni kupoval, je s tem sprostil del svojih zastavljenih delnic. Na vprašanje, ali to morda pomeni začetek njegovega umika iz skupine ali le uravnavanje tekočih finančnih vprašanj, bomo odgovor lahko dobili v prihodnosti.

Rast Rexela s prevzemom je v interesu lastnikov, če predvidene sinergije in učinki presegajo premije prevzema. Ker smo priča globalizaciji panoge, pravzaprav lastnikom ne ostaneta drugi možnosti kot izstop iz podjetja (odprodaja delnic) ali agresivna rast podjetja. Seveda pa mora biti ta rast zelo natančno planirana.

Velja poudariti, da Rexel pri prevzemih upošteva strateški pristop. Ima že precej izkušenj iz preteklosti. Svoje dejavnosti ne diverzificira. Po nepotrebnem ne posega v kulturo prevzetih podjetij, ne odpušča delavcev in ne menja menedžmenta. Na ta način ne vnaša prevelikih negativnih šokov v prevzeta podjetja.

Po drugi strani pa Rexel prevzema uspešna, dobičkonosna podjetja z večjim tržnim deležem, kar posledično dviga premije za prevzem. S tem povečuje pričakovanja, ki jih morajo prevzeta podjetja v prihodnosti doseči. To je v praksi mnogokrat zelo težko.

MENEDŽMENT ELEKTRONABAVE

Po lastninjenju je Elektronabava postala delniška družba. Strategija, ki si jo je takratni menedžment postavil, je vključevala odločitev, da bo podjetje še naprej delovalo kot distributer elektrotehničnega materiala.

Svetovna globalizacija panoge in proces priključevanja Slovenije k Evropski uniji sta odpirala vprašanje vizije podjetja v prihodnosti. Če bi podjetje nastopalo kot posamezen manjši trgovec na velikem evropskem trgu ali le na enem delu tega trga, bi prej ali slej naletelo na zelo močno konkurenco.

Podjetje je za pridobivanje konkurenčnih prednosti potrebovalo strateško povezavo. Partnerstvo ali strateško koalicijo je menedžment v osnovi zavrnil. Smatral je, da s tem zaradi asimetrije informacij, oportunitizma in povezanih transakcijskih stroškov ne bi pridobil trajnih prednosti. S tega stališča je bila primerna le kapitalska povezava z globalnim podjetjem, ki deluje na enakem področju.

Scenarij povezovanja Elektronabave z večjim konglomeratnim podjetjem ni reševal strateškega vprašanja v prihodnosti, zato za menedžment ni bil zanimiv in je, kljub nekaterim poskusom, odpadel.

Vsekakor je bil menedžment zainteresiran za kapitalsko povezavo, ki bi mu omogočila zaposlitev tudi v prihodnosti. Zaradi tega je iskal primerne prevzemnika, ki ga s prevzemom ne bi zamenjal. V osnovi je iskal možnost za prijateljski prevzem, ki bi ob primerni premiji za lastnike omogočil doseganje strateških ciljev podjetja.

Vodstvo Elektronabave sem prosil za izpolnitev anketnega vprašalnika o prevzemih. Le-tega sem povzel po Lahovniku²³. Anketni vprašalnik vsebuje različne motive, ki jih je vodstvo ocenilo po dveh kriterijih. Prvi kriterij je ocena pomembnosti motiva (cilja), drugi pa ocena stopnje doseganja motiva (cilja). Kot merilo je uporabljena Likertova skala z ocenami od ena do pet. Ocena ena pomeni, da motiv sploh ni bil pomemben oz. da s prevzemom sploh niso bili doseženi zastavljeni cilji. Ocena pet pomeni, da je bil motiv zelo pomemben oz. da so bili cilji v celoti doseženi. Obe merili sta omogočili oceno povezanosti med pomembnostjo motiva in stopnjo njegove uresničitve. Anketa vključuje tudi nekaj vsebinskih vprašanj, kot so: podati splošno oceno prevzema, naštetih pomembnih akterjev v njem, navesti ukrepe prestrukturiranja v podjetju po

²³ Anketni vprašalnik sem povzel po avtorjevi doktorski disertaciji. Za podrobnosti glej: Lahovnik: Strateški dejavniki priključitev podjetij v državah v tranziciji, doktorska disertacija, 2000, priloga str. 18.

prevzemu ipd. V nadaljevanju ankete sledijo še vprašanja oz. trditve, ki jih je bilo tudi potrebno oceniti po Likertovi skali. Nanašajo se na značilnosti prevzema, razloge nenasprotovanja menedžmenta, pomen vlog posameznega nivoja menedžmenta, poslovne strategije ipd.

Na podlagi opravljene ankete sem ugotovil, da menedžment Elektronabave ocenjuje prevzem kot uspešen, da je s prevzemom podjetje doseglo strateško zastavljene cilje in da je strategija prevzema ocenjena kot uspešna. Pri pogajanju so bili najpomembnejši udeleženci oba menedžmenta ter lastniki in nadzorni svet ciljnega podjetja. Manj pomembni so bili zunanji svetovalci in vladna agencija.

Kot najpomembnejše dejavnike za prevzem s stališča Rexela je menedžment navedel sledeče:

- donosna naložba presežnih denarnih sredstev prevzemnika;
- možnosti dopolnjevanja virov in nastanek sinergij;
- cena prevzema s stroški prestrukturiranja je bila nižja od stroškov investicije od začetka;
- maksimiranje dobička prevzemnika;
- priključitev lokalnega tržnega deleža;
- priključitev distribucijske mreže prevzetega podjetja;
- pridobitev blagovne znamke prevzetega podjetja;
- prednosti, ki izhajajo iz vključenosti prevzetega podjetja v lokalno gospodarstvo.

Kot najmanj pomembne dejavnike je menedžment navedel:

- pridobitev patentov, licenc ali know-howa prevzetega podjetja;
- priključitev tržnega deleža prevzetega podjetja na izvoznem trgu;
- davčni motivi;
- namen prevzema je nadaljnja prodaja podjetja;
- mogoče je bilo uporabiti vrednostne papirje prevzemnika kot vir financiranja za pridobitev kontrolnega deleža v ciljnem podjetju;
- prevzem je predstavljal enostaven postopek privatizacije lastnine ciljnega podjetja.

Vsi navedeni najpomembnejši dejavniki so bili po prevzemu doseženi oz. realizirani v pričakovanem obsegu oz. v enaki meri, kot je bila njihova pomembnost. Podobno velja za najmanj pomembne dejavnike, ki se pri realizaciji niso uresničili. Na podlagi teh podatkov lahko sklepamo, da je prevzem izpolnil pričakovanja menedžmenta.

Menedžment ni nasprotoval prevzemu na podlagi sledečih dejavnikov:

- prevzem je omogočil boljši dostop do surovin, komponent in drugih inputov;
- prevzem je zagotovil dolgoročni razvoj prevzetega podjetja.

Nepomembni dejavniki prevzema so bili:

- prevzem je obvaroval podjetje pred stečajem;
- s prevzemom so pridobili nove finančne vire;
- prevzem bo omogočil lažji dostop na trge prevzemnika.

Značilnosti prevzema so bile:

- transparentnost dane ponudbe za prevzem;
- bilo je več konkurenčnih ponudb drugih podjetij za prevzem ciljnega podjetja;
- menedžment ciljnega podjetja je odigral pomembno vlogo pri pogajanjih o prevzemu.

Pri prevzemu sta top in srednji menedžment odigrala veliko vlogo. Nižja raven menedžmenta ni imela nobene vloge. Zelo velik pomen pri sprejemanju ponudbe za prevzem so imeli:

- višina cene v ponudbi za prevzem;
- obljuba prevzemnika glede ustrezne politike zaposlovanja in (ne)odpuščanja delavcev;
- obljuba menedžmentu ciljnega podjetja glede nadaljnje zaposlitve;
- obljuba prevzemnika glede določene stopnje avtonomije pri poslovnih odločitvah.

Po prevzemu prevzemnik in prevzeto podjetje poskušata uveljaviti enako poslovno strategijo: konkurirati na osnovi najnižjih stroškov in s tem prodajnih cen. Razlikujeta pa se v strategiji zadovoljevanja kupcev določenih tržnih segmentov glede na konkurenco. Prevzemnik zadovoljuje kupce na strategiji diferenciacije, prevzeto podjetje pa na podlagi nižjih stroškov.

Za izvedeno strategijo prevzema veljajo sledeče trditve:

- prevzem je prispeval k reševanju strateškega problema podjetja prevzemnika;
- prevzem je bil v skladu s sposobnostmi in viri prevzemnika;
- prevzem je bil v skladu z relativnimi konkurenčnimi prednostmi prevzemnika;
- prevzem je bil konsistenten s cilji in vrednotami posloводства prevzemnika;

- izvedena strategija prevzema je bila sprejemljiva glede tveganja;
- strategija prevzema je bila v danem trenutku ustrezna glede na tržne razmere in konkurenco;
- predpostavke, na katerih je temeljila ocena uspešnosti razvite strategije prevzema, so bile realne.

Ukrepi, ki jih je menedžment Elektronabave v skladu s prestrukturiranjem poslovanja izvedel (ali jih še namerava), so:

- prodaja tistih sredstev, ki niso vezana na osrednjo dejavnost podjetja;
- reorganizacija menedžmenta;
- zamenjava enega ali več članov menedžmenta;
- usposabljanje menedžmenta;
- vpeljava novih programov;
- reorganizacija tržnih aktivnosti;
- reorganizacija nabavnih aktivnosti.

LASTNIKI ELEKTRONABAVE

V Elektronabavi so bili večinski lastniki notranji delničarji. Na ta način so lahko upravljali s podjetjem. Najverjetnejši motiv za prevzem izvira iz dveh osnovnih razlogov:

- ohranitev zaposlitve;
- maksimizacija premoženja in premoženjsko stanje.

Ker so bili večinski delničarji v bistvu zaposleni in njihovi družinski člani, so imeli za prednostni cilj vsekakor ohranitev zaposlitve. Prevzeme mnogokrat povezujemo z odporom zaposlenih, ker se bojijo za svoja delovna mesta. Novi lastniki običajno sprožijo zamenjavo menedžmenta, krčenje delovnih mest ipd. Obravnavani prevzem lahko v tem primeru obravnavamo drugače, ker je pri njem aktivno sodeloval menedžment podjetja. Zaposleni, ki so bili hkrati solastniki, so menedžmentu zaupali. Menedžment je uspel predstaviti problematiko, ki bi čakala podjetje v primeru, da se ne bi kapitalsko povezalo. Navedel je tudi različne možnosti in povezave ter predlagal najbolj primerno. Strategija, ki jo je menedžment zagovarjal, je bila priključitev k večjemu, specializiranemu podjetju. Na ta način bi Elektronabava pridobila trajnejše konkurenčne prednosti. Na podlagi zaupanja je bil menedžment deležen podpore večine združenih v družbi pooblaščenki.

Drugi razlog predstavlja maksimizacija premoženja in premoženjsko stanje individualnih delničarjev. Ker cena delnice na trgu kapitala ni bila poznana, je bila vrednost določena le na podlagi pogajanj. Večina delnic je bila, v skladu z zakonom o lastninjenju, pridobljena z vložitvijo lastninskih certifikatov. Nekaj

delnic pa je bilo znotraj podjetja možno odkupiti pod ugodnimi pogoji (le-te je opredeljeval zakon).

Glede na to, da so praktično vsi delničarji sprejeli ponudbo za prevzem in prodali svoje delnice, ocenjujem, da je bila odkupna cena primerna tako za lastnike Elektronabave kot tudi za lastnike Rexela. Glede drugega razloga pa sklepam, da je bilo premoženjsko stanje mnogih individualnih delničarjev takšno, da se niso zanimali za kapitalske naložbe in so le čakali na ugodno priložnost za prodajo svojih delnic.

5 SKLEP

V zadnjih letih smo ponovno priča novemu valu prevzemov in priključitev. Za razliko od prejšnjih je za ta val značilno, da aktivnosti potekajo na globalnem nivoju. To je posledica sprememb, saj smo v času globalizacije, ko se posamezna nacionalna gospodarstva deregulirajo in se sproščajo kapitalski tokovi. Zelo pomembne so tudi politične spremembe; socialistične države so prešle v tržno gospodarstvo in s tem odprle nove, na mnogih področjih in panogah hitro rastoče trge. Vsekakor pa ne smemo pozabiti na razvoj sodobne informacijske tehnologije in finančnih institucij.

Preko prevzemov podjetja vstopajo na nove geografske trge ali pa povečujejo svojo moč na že obstoječih trgih. Ko sem analiziral primer prevzema Elektronabave, sem ugotovil, da je v prevzemu pravzaprav vsak udeleženec zasledoval svoje motive. Ker je prevzem ustrezal vsem vpletenim akterjem, se je tudi zgodil. V praksi so sicer možni tudi sovražni prevzemi, vendar so redki. Mednarodnih sovražnih prevzemov pa praktično ni.

Prevzemno podjetje Rexel je globalno svetovno podjetje, ki deluje na trgu nizko-napetostnih izdelkov. Od svojega začetka sledi strategiji zunanje rasti podjetja. Z rastjo si zagotavlja trajne konkurenčne prednosti. Prevzem Elektronabave lahko s stališča motivov Rexela razložimo s hipotezami povečevanja učinkovitosti podjetja. Le-te predvidevajo poleg ekonomij obsega še prisotnost sinergij. S prevzemom si podjetje ustvarja sinergije s povezovanjem aktivnosti (npr. skupna logistika, pogajanja o nabavnih pogojih, financiranje), prenosom poslovnih praks, prestrukturiranjem poslovanja (specializacija, odprodaja nepotrebnih sredstev in dejavnosti ...).

Motiv za prevzem je lahko z vidika Rexela tudi strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju. Distribucija elektromateriala je zrela

panoga, v kateri podjetja utrjujejo svoj položaj. S tega stališča so v Rexelu sprožili proces specializacije in odprodaje drugih dejavnosti podjetja. S tem bodo omogočili razvoj in ponudbo specifičnih pripadajočih storitev, za katere smatrajo, da bodo predstavljale konkurenčno prednost in partnerski odnos s strateškimi dobavitelji. Poleg tega si Rexel s prevzemi v državah, kjer je že prisoten, poskuša utrditi svoj položaj oz. povečati tržno moč. Vstop na nove trge mu omogoča ustvarjanje ovire za vstop konkurentov, pridobitev tržne moči in osvojitve rastočih trgov. Geografska širitev zahteva tudi prilagoditev informacijskih sistemov, standardizacijo finančnih poročil ipd. Rexel, ki že ves čas raste s prevzemi in ima na tem področju precej izkušenj, jih sedaj s pridom uporablja.

S stališča menedžmenta Elektronabave je prevzem omogočal dolgoročen obstoj podjetja tako zaradi značilnosti panoge kot okolja, v katerem podjetje deluje. Tudi v tem primeru se njihove motive lahko razloži s hipotezami učinkovitosti in s še precej bolj pomembno hipotezo strateškega prilagajanja spremembam v poslovnem okolju. Ker je menedžment prevzem podpiral in si s tem tudi zagotovil nadaljnjo zaposlitev, med zaposlene ni vnašal občutka negotovosti. Zaposleni in njihovi sorodniki, združeni v holdingu, pa so bili večinski lastniki tedanje Elektronabave. Tako so podprli prevzem z dveh za njih najpomembnejših vidikov. Prvi je zagotovitev nadaljnje zaposlitve, drugi pa specifičnost premoženja, ki so ga pridobili z lastninjenjem podjetja. Mnogim premoženjsko stanje ni omogočalo interesa za lastniški delež v podjetju, hkrati pa je bila ponudba s subjektivnega stališča ugodna.

Bolj zapleteni se zdijo motivi večinskega lastnika Rexela. To je podjetje Pinault-Printemps-Redoute (PPR). Če je lastnik podprl prevzem zaradi motivov menedžmenta Rexela, predpostavlja, da si s tem maksimizira svoje premoženje. Vemo pa, da se je portfelj podjetja v zadnjih nekaj letih precej spremenil. Podjetje je vstopilo v maloprodajo hišnih aparatov in opreme ter na trg luksuznih dobrin. Tudi ti vstopi so se zgodili s prevzemi podjetij iz teh panog (Conforama, Gucci) in jih lahko razložimo s pomočjo analize portfeljev.

Lastniška struktura samega krovnega podjetja PPR (večinski lastnik je sicer fizična oseba, vendar imajo velik delež še razni institucionalni investitorji) nam lahko razbistri ozadje dogajanja. Institucionalni investitorji (razni skladi) so običajno kratkovidni. Zaradi specifičnosti svojih sredstev zahtevajo kapitalske naložbe, ki hitro prinašajo donose. To pomeni, da morajo podjetja, ki so v lasti takšnih skladov, najti posle, ki bodo prinašali hitre in visoke donose (seveda ne s prevelikim tveganjem). Zaradi lastnosti panoge, v kateri Rexel posluje, je to težko dosegljivo. Vstopi podjetja PPR v nove panoge so verjetno povezani s

temi razlogi in morda še celo več. V prihodnosti se lahko zgodi, da bo večinski lastnik PPR celo izstopil iz panoge distribucije elektromateriala in odprodal svoj delež v podjetju Rexel.

Na splošno pa lahko prevzem opredelim kot uspešen. Odločitev zanj je v skladu z vizijo in cilji prevzemnika. Tako sledi strateškemu pristopu za prevzeme, le-ta pa je po mnenju mnogih avtorjev ključen za uspeh. Tudi ocena menedžmenta Elektronabave je, da je bil prevzem uspešen.

Ker gre za prevzem v tujini, je dejstvo, da gre za odkup za denar, povsem pričakovano. S teorijo sovпада tudi podpora menedžmenta Elektronabave. Le-ta je prevzem sprejel kot prijateljski. Še posebej pa to velja, ker gre v navedenem primeru za prevzem v državi v tranziciji.

Vrednost podjetja je bila določena z analizo skrbnega pregleda podjetja in pogajanj med udeleženci, saj podjetje ni kotiralo na borzi. Ker so vsi lastniki ponudbo za prevzem sprejeli, smatram, da je bila ocena vrednosti podjetja ustrezna. Tudi okolje je s prevzemom lahko zadovoljno, saj podjetje še naprej posluje uspešno, zaposluje veliko ljudi in podpira družbene aktivnosti (športne in kulturne dejavnosti).

Vizija in poslanstvo Elektronabave ostajata še vedno enaka. Elektronabava bo tudi v prihodnje delovala v distribuciji elektrotehničnega materiala. V skladu s strategijo Rexela bo svoje delovanje koncentrirala v osnovni dejavnosti. Postranske dejavnosti bodo v podjetju sčasoma opuščali. Podobno je s sredstvi, ki jih podjetje ne uporablja in ne potrebuje za opravljanje osnovne dejavnosti. Na splošno podjetje dosega poslovne rezultate v okviru pričakovanj matičnega podjetja. Primerjava s povprečjem v skupini kaže, da ima Elektronabava višji donos na kapital in višjo profitno stopnjo glede na vse vire sredstev.

Za Rexel je Slovenija relativno nov, vendar kljub temu ne hitro rastoč trg. Zato se v strategiji predvideva utrditev položaja podjetja (povečevanje tržnega deleža, zniževanje stroškov ipd.). Da bi zastavljene cilje dosegli, bodo v podjetju dajali poudarek na industrijski segment trga, v katerem se pričakuje največja rast. Trudili se bodo okrepiti partnerstva z dobavitelji, še posebej s strateškimi. Več pozornosti bodo posvetili tudi izobraževanju in reorganizaciji menedžmenta.

6 LITERATURA IN VIRI

LITERATURA

1. Besanko David, Dranove David, Shanley Mark: Economics of strategy. New York: John Wiley & Sons, 2000. 644 str.
2. Bešter Janez: Prezvemi podjetij in njihovi motivi - empirična analiza na primeru Slovenije. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 283 str.
3. Bešter Janez: Napovedovanje verjetnosti za prevzem podjetij. Bančni vestnik, Ljubljana: 2001, 9. str. 2-7.
4. Bogataj Marjeta: Francoski Rexel prevzema Elektronabavo. Finance, Ljubljana: 2000, 92. str. 2.
5. Bogataj Marjeta: Ponudba Rexela je sprejemljiva. Finance, Ljubljana: 2000, 93. str. 5.
6. Bogataj Marjeta: Rexelov prevzem je blizu stoodstoten. Finance, Ljubljana: 2000, 107. str. 3.
7. Brown M. Meredith: International Mergers and Acquisitions. The Hague, London, Boston: Kluwer Law International, 1999. 224 str.
8. Buxton Nigel: Pravi in napačni motivi za nakup podjetja. Finance, Ljubljana: 2004, 57. str. 17.
9. Davidson M. Kenneth: Megamergers – understanding corporate acquisitions. Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1985. 412 str.
10. Frankl Peter: Naredil bom vse, da do konca leta stopimo na borzo. Finance, Ljubljana: 2003, 53. str. 4.
11. Gandolfo Giancarlo: International Economics I, The Pure Theory of International Trade. Berlin: 1994. 344 str.
12. Goldberg H.Walter: Mergers Motives Modes Methods. Aldershot: Gower Publishing Company, 1986. 344 str.

13. Gumbel Peter: Pinault's Big Sail. Time, Paris: 16. junij 2003, št. 24. (URL:<http://www.time.com/time/europe/magazine/article/0,13005,9010306-457352,00.html>) 27.1.2004.
14. Habeck Max, Kröger Fritz, Träm Michael: Čas združitev. Ljubljana: DZS, 2000. 168 str.
15. Kelly John: Mergers & Acquisitions: Global Research Report. Unlocking Shareholder Value. London: KPMG, 1999. 21 str.
16. Kenda Albina: Rexel sme prevzeti Elektronabavo, kar bo storil prijateljsko. Finance, Ljubljana: 2000, 95. str. 3.
17. Kotler Philip: Marketing Management – Trženjsko upravljanje. Ljubljana: Slovenska knjiga, 1996. 831 str.
18. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
19. Kralj Jure: Možnosti rasti podjetja GPG Kipkop s povezovanjem. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 86 str.
20. Lahovnik Matej: Proučevanje strategije priključitve podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 89 str.
21. Lahovnik Matej: Uspešnost prevzemov podjetij v Sloveniji v devetdesetih letih. Economic and Business review, Ljubljana: 2000, posebna številka. str. 131-143.
22. Lahovnik Matej: Characteristics of acquisitions in the Central and Eastern European economies in transition. Management, Split: 2000, 2. str. 1-17.
23. Lahovnik Matej: Strateški dejavniki prevzemov v državah v tranziciji. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 220 str.
24. Lahovnik Matej: Prevzemi gospodarskih družb. Manager, Ljubljana: 2003, 17. str. 5-20.
25. Lahovnik Matej: Združitve in prevzemi podjetij. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 65 str.

26. Larsson Sylvia, Wallenberg Charlotte: Motives for and Evaluation Criteria of Mergers and Acquisitions. Linkoping: Ekonomiska Institutionen, 2002. 94 str.
27. Malus Boštjan: Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 95 str.
28. Matlack Carol: The Humbling Of France's Top Tycoon. Business Week, Paris: 8. december 2003. (URL:http://www.businessweek.com/magaziner/content/03_49/b3861072_mz054.html) 27.1. 2004.
29. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
30. Novak Sašo: Vloga organizacijske kulture v procesih združevanja in prevzemov podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 81 str.
31. Parson J. Andrew: The hidden Value: Key to Successful Acquisition. Business Horizons, Stamford, 1985, 2, str. 30-37.
32. Pell J. Michael: The Impact of Corporate Restructuring: Mergers, Divestments and MBOs. Long Range Planning, Oxford, 1995, 2. str. 92-101.
33. Potočnik Vekoslav: Temelji trženja s primeri iz prakse. Gospodarski vestnik, Ljubljana: 2002. 531 str.
34. Prašnikar Janez, Debeljak Žiga: Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Gospodarski vestnik, Ljubljana: 1998. 435 str.
35. Prašnikar Janez: Zbirka člankov v snopiču. Upravljalna ekonomika. Ljubljana, 2002. 363 str.
36. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 394 str.

37. Pušnik Ksenja: Market Power Versus Efficiency- the Theroretical Concepts of Welfare Effects of Mergers. Naše gospodarstvo, Ljubljana: 2000, 4, str. 487-504.
38. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Učbenik. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
39. Sudarsanam Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. London: Prentice Hall, 1995. 303 str.
40. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje. Portorož: Visoka šola za podjetništvo, 2000. 308 str.
41. Tajnikar Maks: Lažno svetovljanstvo združitev. Finance, Ljubljana: 2000, 74. str. 8.
42. Tajnikar Maks: Mikroekonomija s poglavji iz teorije cen. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 496 str.
43. Tajnikar Maks: Priročnik za načrtovanje rastočih poslov. Ljubljana: Gea College, 2002.
44. Tomažin Viktor: Sistem uravnoteženih kazalcev – prevajanje vizije podjetja in praktični pristop v podjetju Iskratel. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 106 str.
45. Vagaja Aleksandra: Elektronabava se varuje pred prevzemom. Finance, Ljubljana: 1998, 85. str. 2.
46. Valentinčič Aljoša, Peter Groznik: Strupene pilule in beli vitezi: sovražni prevzemi podjetij in vedenje uprav. Delo, Ljubljana: 2003, 200. str. 15.
47. Weber Vincent: Recent international takeovers: aims, process, and results. 2000 (URL:<http://perso.club-internet.fr/vweber/takeover.html>), 27. 2. 2004.
48. Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan: Mergers, Restructuring and Corporate Control. New Jersey: Prentice-Hall, 1990. 762 str.

VIRI

- EEC. Regulation (EEC) No 4046/89 merger procedure. Case No. IV/M.1534 – Pinault_Printemps_Redoute/Gucci. Office for Official Publications of the European Communities L-2985. Luxemburg, Bruxelles: 1999. 5 str.
- Elektronabava. (URL:<http://www.elektronabava.si>), 27. 11. 2003.
- Elektronabava. Letno poročilo 1999. Elektronabava d.o.o., Ljubljana: 2000.
- Elektronabava. Letno poročilo 2000. Elektronabava d.o.o., Ljubljana: 2001.
- Elektronabava. Letno poročilo 2001. Elektronabava d.o.o., Ljubljana: 2002.
- Elektronabava. Letno poročilo 2002. Elektronabava d.o.o., Ljubljana: 2003.
- Elektronabava. Interna gradiva. Elektronabava d.o.o., Ljubljana: 2003.
- Elektronabava. Poslovni načrt 2004. Elektronabava d.o.o., Ljubljana, 2003. 50 str.
- Finance. Ljubljana: 7. Avgust 2000, stran 2.
- Kapitalska družba.
(URL:<http://www.kapitalska-druzba.si/kad/predstavitev.asp>),
18. 2. 2004.
- Pinault-Printemps-Redoute.
(URL:<http://www.pprfinance.com/en/front.aspx>), 27. 11. 2003.
- Pinault-Printemps-Redoute.
(URL:<http://www.international.pprgroup.com>), 3. 6. 2004.
- Rexel. (URL: <http://www.pprfinance.com>), 18. 1. 2004.
- Rexel. (URL:<http://www.rexel.com/index.html>), 27. 11. 2003.

- Rexel: Pozdravni nagovor. Paris: Rexel, 2002, 4 str.
- Rexel. Document de Reference.
(URL:<http://www.rexel.com/index.com>), 26. 5. 2003.
- Rexel. Reference document. Financial year 2002
(URL:<http://international.pprgroup.com>), 27.1.2004.
- M. Tajnikar: Tvegano poslovanje. Prosojnice predavanj.
(URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/TvegPosl/>), 2. 3. 2004.
- Uradni list Republike Slovenije. Zakon o prevzemih: št. 47/1997.
Ljubljana: 1997.
- Uradni list Republike Slovenije. Odločbe in sklepi po ZPOmK: št. 73/2000.
Ljubljana: 2000.