

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA PREVZEMNIH AKTIVNOSTI IN PREVZEMNIH PREMIJ
PO VSTOPU REPUBLIKE SLOVENIJE V EVROPSKO UNIJO**

Ljubljana, september 2017

ALJOŠA ZIMŠEK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Aljoša Zimšek, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza prevzemnih aktivnosti in prevzemnih premij po vstopu Republike Slovenije v Evropsko unijo, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Matejem Lahovnikom.

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 28. 9. 2017

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV PREVZEMOV	5
1.1 Oblike prevzemov	6
1.1.1 Nakup delnic ciljnega podjetja	7
1.1.2 Odkup fizičnega premoženja ciljnega podjetja	8
1.1.3 Združitev	8
1.1.4 Tekmovanje za pridobitev pooblastil delničarjev	9
1.1.5 Prevzem z zadolžitvijo (LBO)	9
1.2 Vrste prevzemov	11
1.2.1 Horizontalni prevzemi	11
1.2.2 Vertikalni prevzemi	11
1.2.3 Koncentrični prevzemi	11
1.2.4 Konglomeratni prevzemi	12
1.3 Motivi za prevzem	12
1.4 Zgodovina prevzemov	15
1.5 Prevzemi v Sloveniji	17
1.5.1 Zgodovina prevzemov v Sloveniji	17
1.5.2 Zakonska ureditev prevzemov v Sloveniji	18
1.6 Prevzemi v EU	21
2 PREVZEMNA CENA IN PREVZEMNA PREMIJA	26
2.1 Oblikovanje prevzemne cene	26
2.2 Opredelitev prevzemne premije	29
2.3 Predponudbeni porast tečaja	31
2.3.1 Hipoteza uhajanja informacij	31
2.3.2 Hipoteza pričakovanja trga	32
2.4 Vpliv predponudbenega porasta tečaja	32
2.4.1 Hipoteza substitucije	32
2.4.2 Hipoteza pribitka na ceno	32
2.5 Poponudbeni porast tečaja	33

2.6 Višina in dejavniki prevzemne premije	33
3 ANALIZA PREVZEMNIH AKTIVNOSTI V SLOVENIJI	38
3.1 Uspešne prevzemne ponudbe po letih in dejavnosti ciljnega podjetja	39
3.2 Tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb	44
3.3 Prevzemi glede na sedež prevzemnika	45
4 ANALIZA PREVZEMNIH PREMIJ V SLOVENIJI	49
4.1 Analiza prevzemnih premij po letih	54
4.2 Analiza prevzemnih premij glede na dejavnost ciljnega podjetja	58
4.3 Analiza prevzemnih premij glede na povezanost dejavnosti.....	60
4.4 Analiza prevzemnih premij glede na sedež prevzemnika	62
4.5 Analiza prevzemnih premij managerskih prevzemov	63
4.6 Diskusija empiričnih ugotovitev	65
SKLEP	69
LITERATURA IN VIRI	71
PRILOGE	
KAZALO TABEL	
Tabela 1: Motivi za združitve in prevzeme	13
Tabela 2: Nekateri izmed načinov vrednotenja podjetja	27
Tabela 3: Višina povprečne 4-tedenske prevzemne premije v obdobju 2010–2015 (v %)....	34
Tabela 4: Prevzemna aktivnost v Sloveniji, 2004–2016	38
Tabela 5: Tržna in povprečna tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb, 1999–2016 (v mio EUR)	45
Tabela 6: Število in delež tujih prevzemnikov, 2004–2016	47
Tabela 7: Države glede na sedež tujih prevzemnikov	48
Tabela 8: Vrednost indeksa SBITOP in njegove letne spremembe, 2004–2016	50
Tabela 9: Prevzemne premije, 1. 5. 2004–2016 (v %)	51
Tabela 10: Prevzemne premije za družbe z bolj likvidnimi delnicami (v %)	54
Tabela 11: Prevzemne premije po letih (v %)	57
Tabela 12: Prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja (v %).....	59
Tabela 13: Rezultati Mann-Whitneyevga testa in testnih statistik za povezanost dejavnosti ..	61

Tabela 14: Rezultati Mann-Whitneyevga testa in testnih statistik za sedež podjetja.....	63
Tabela 15: Rezultati Mann-Whitneyevga testa in testnih statistik za (ne)managerske prevzeme	65

KAZALO SLIK

Slika 1: Oblike prevzemov	7
Slika 2: Število prevzemov v obdobju 2010–2015 v EU (v tisočih).....	23
Slika 3: Vrednost prevzemov v EU v obdobju 2010–2015 (v milijardah USD).....	24
Slika 4: Sestavine prevzemne cene	30
Slika 5: Časovnica merjenja prevzemne premije	31
Slika 6: Uspešne prevzemne ponudbe, 1999–2016.....	39
Slika 7: Uspešne prevzemne ponudbe glede na dejavnost ciljnega podjetja, 2004–08 (v %) 41	
Slika 8: Uspešne prevzemne ponudbe glede na dejavnost ciljnega podjetja, 2009–16 (v %) 43	
Slika 9: Uspešne prevzemne ponudbe glede na dejavnost ciljnega podjetja, 2004–16 (v %) 44	
Slika 10: Slovenski in tuji prevzemniki, 1999–2016	46
Slika 11: Graf gibanja indeksa SBITOP	49
Slika 12: Histogram 30-dnevnih prevzemnih premij	51
Slika 13: Histogram 90-dnevnih prevzemnih premij	52
Slika 14: Histogram 180-dnevnih prevzemnih premij	53
Slika 15: Histogram 360-dnevnih prevzemnih premij	53
Slika 16: Prevzemne premije glede na povezanost dejavnosti podjetij (v %)	61
Slika 17: Prevzemne premije glede na sedež prevzemnika (v %).....	62
Slika 18: Prevzemne premije managerskih prevzemov (v %)	64

UVOD

Prvi maj 2004 se je v zgodovino zapisal kot dan največje širitve Evropske unije (v nadaljevanju EU) od začetkov evropskega povezovanja dalje. Tistega dne je v povezavo vstopilo 10 novih članic, med njimi tudi Republika Slovenija (v nadaljevanju Slovenija). Vstop v EU je prinesel pomembne spremembe na številnih področjih, med drugim tudi pri združitvah in prevzemih. Približevanje EU in vstop vanjo je imelo za posledico tako institucionalne spremembe kakor tudi zakonodajne, močno pa je vplivalo tudi na položaj podjetij in njihove strateške odločitve. Podjetja so se znašla na novem, neprimerno večjem in zahtevnejšem skupnem enotnem evropskem trgu. Z vidika prevzemov je to pomenilo potencialno primeren čas za prevzeme in združitve domačih podjetij, z namenom povečanja učinkovitosti ter konsolidacije panog, hkrati pa so postala slovenska podjetja zanimivejša tudi kot morebitne tarče tujih prevzemnikov, saj so mnogi investitorji iz »starih članic EU« v prevzemih lokalnih podjetij videli najhitrejšo možnost za vstop na razširjen trg EU (Lahovnik, 2013, str. 43). Pri tem pa slovenska podjetja po vstopu v EU niso postala potencialne tarče prevzema, z namenom vstopa na lokalni trg, zgolj s strani podjetij iz drugih držav članic EU, temveč tudi podjetij iz držav nečlanic, ki bi jim prevzem slovenskega podjetja odprl pot do skupnega evropskega trga.

Značilnost združitvev in prevzemov je njihovo ciklično pojavljanje v valovih (Golbe & White, 1993). Zadnji, šesti val združitvev in prevzemov se je dogajal v obdobju 2003–2007 (Vancea, 2012, str. 390). V tem času so v Sloveniji prevladovale dobre ekonomske razmere, čas vsesplošnega optimizma, rasti vrednosti delnic in nepremičnin ter ugodne kreditne razmere zaradi vstopa v evrsko območje pa so izkoristili tudi nekateri managerji, ki so izvedli medijsko zelo odmevne in kakor se je izkazalo v več primerih tudi pravno sporne managerske odkupe. Sledilo je obdobje globalne finančne in gospodarske krize, ko se je prevzemna aktivnost po svetu zmanjšala, čeprav so analize svetovalnega podjetja Boston Consulting Group pokazale, da je v času, ko je gospodarska rast pod 3 % verjetnost, da se bo donosnost prevzema dolgoročno povečala za več kot 50 %, dvakrat večja kot v času višje gospodarske rasti (Finančna kriza ohromila investicijske sklade, 2008). Prevzemi so se nato v ospredje zanimanja v Sloveniji ponovno vrnil ob napovedani prodaji 15 podjetij v pretežni državni lasti leta 2013 in prevzemih še nekaterih drugih večjih družb.

Osnovni pogoj za izpeljavo prevzema je, da se lastniki ciljnega podjetja in prevzemnik dogovorijo za primerno plačilo za nakup podjetja. Prevzemno cenno sestavljajo knjigovodska vrednost premoženja podjetja pred prevzemom, tržna cena podjetja pred prevzemom, ki običajno presega knjigovodsko in prevzemna premija, ki jo je kot dodatek k tržni ceni pripravljen plačati prevzemnik (Damodaran, 2002). Prevzemna premija po najožji definiciji predstavlja razmerje med končno ceno delnice, ki jo plača prevzemnik, in ceno omenjene delnice pred novico o prevzemu (Hayward & Hambrick, 1997, str. 103). Višina prevzemne premije se od prevzema do prevzema razlikuje, na njeno višino pa vplivajo številni dejavniki, ki so podrobneje opisani v nadaljevanju besedila.

Namen magistrskega dela je sistematični pregled, analiza in interpretacija prevzemnih aktivnosti v Sloveniji ter prevzemnih premij po vstopu Slovenije v EU in do konca leta 2016. V nalogi želim predstaviti strnjen teoretični in zakonodajni pregled tematike prevzemov ter prevzemnih premij in z njimi povezanih teorij ter analizirati gibanje in temeljne značilnosti prevzemov po vstopu Slovenije v EU. Prav tako želim analizirati gibanje in značilnosti prevzemnih premij v omenjenem obdobju, tako z vidika višine premij v različnih časovnih obdobjih, kakor tudi dejavnikov, ki so vplivali na njihovo višino.

Cilji magistrskega dela so:

- Na teoretični ravni predstaviti prevzeme in motive zanje, značilnosti prevzemov v EU ter Sloveniji in zakonsko regulativo, ki ureja to področje.
- Predstaviti prevzemne premije in teorije, ki jih pojasnjujejo, ter predstaviti dejavnike, ki vplivajo na njihovo višino.
- Analizirati prevzemne aktivnosti v Sloveniji od njenega vstopa v EU do konca leta 2016. Ugotoviti želim, na kakšen način je vstop Slovenije v EU vplival na prevzemne aktivnosti in še zlasti, ali se je število uspešnih prevzemnih ponudb zvišalo po vstopu v EU ter znižalo v času gospodarske in finančne krize. Poleg časovne analize želim tudi interpretirati prevzemno dogajanje v Sloveniji v tem obdobju in ugotoviti, iz katerih dejavnosti so bila ciljna podjetja, analizirati, kolikšen delež prevzemov so izvedla slovenska podjetja in koliko tujca ter iz katerih držav so prihajali tuji prevzemniki. Pomožni cilj je analizirati tudi nekatere druge značilnosti prevzemov v tem obdobju, kot so način plačila transakcij, uspešnost prevzemnih ponudb, obstoj konkurenčne ponudbe ipd.
- Empirična analiza prevzemnih premij v omenjenem preučevanem obdobju. V magistrskem delu želim analizirati in interpretirati višine prevzemnih premij v različnih časovnih obdobjih ter različnih dejavnostih ciljnih družb in analizirati nekatere dejavnike, ki vplivajo na višino prevzemne premije, kot so med drugim povezanost dejavnosti prevzemnika ter ciljnega podjetja, država sedeža prevzemnika ter ali je šlo za managerski prevzem ali ne. Na ta način želim identificirati ključne dejavnike, ki so vplivale na višino prevzemne premije in na primeru prevzemov v Sloveniji ovrednotiti nekatere izmed teoretičnih predpostavk in hipotez, kot so, da so prevzemne premije višje pri prevzemih v povezanih dejavnostih ter pri tujih prevzemnikih in nižje v primeru managerskih prevzemov.

V magistrski nalogi bo uporabljena kombinacija kvalitativnih in kvantitativnih raziskovalnih metod. V prvem, teoretičnem delu bom uporabil zlasti deskriptivno metodo, katere značilnost je uporaba v začetnih fazah znanstvenega raziskovanja. Metoda deskripcije je postopek enotnega opisovanja dejstev, procesov in predmetov v naravi ter družbi in njihovih empiričnih potrjevanj odnosov ter vezi (Ivanko, 2007, str. 14). V največji meri bo uporabljen pregled in analiza sekundarnih pisnih virov, kot so različne knjige, publikacije ter znanstveni članki domačih in tujih avtorjev s področja združitvev ter prevzemov in prevzemnih premij tako na ravni Slovenije kakor tudi na ravni EU. Prav tako bo uporabljen tudi pregled, analiza in

interpretacija primarnih pisnih virov, zlasti zakonskih in podzakonskih aktov ter različnih evidenc.

Po teoretični obravnavi tematike bo sledil empirični del, kjer bom analiziral in interpretiral prevzemno aktivnost ter prevzemne premije po vstopu Slovenije v EU. Analiza bo izvedena na podlagi seznama izdanih dovoljen za ponudbo za odkup po Zakonu o prevzemih s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Analizirano bo gibanje števila prevzemov po letih in volumnu, obstoj konkurenčnih ponudb, način plačila, uspešnost prevzemne ponudbe ter izvor prevzemnika.

Vstop v EU, ki spodbuja horizontalne in vertikalne prevzeme (Aviat, Coeurdacier, De Santis, Ottaviano, & Ravn, 2009) je predstavljal potencialno primeren čas za povečano število prevzemov v Sloveniji tako domačih prevzemnikov z namenom večanja učinkovitosti in konsolidacije panog, kot tudi tujih zaradi vstopa na lokalni slovenski trg. Prav tako je bila v tem času v Sloveniji visoka gospodarska rast, ki je v obdobju 2004–2008, po podatkih Eurostata, znašala med 4,4 % in 6,9 %, čemur je sledilo obdobje gospodarske in finančne krize s skromnejšimi oz. celo negativnimi gospodarskimi rastmi. Obdobje po vstopu v EU je torej v prvem delu zaznamovala visoka gospodarska rast, v drugem delu pa soočanje z globalno gospodarsko in finančno krizo, kar predstavlja primerne pogoje za analizo hipoteze, ki pravi, da se število združitvev ter prevzemov gibljeta sorazmerno z gospodarsko rastjo (Lahovnik, 2013, str. 35), tudi na slovenskem trgu, za katerega so sicer značilne nekatere posebnosti, kot so svojevrsten model lastninjenja, relativno kratka tradicija in pomanjkanje izkušenj investitorjev (Bešter, 1999, str. 1), k temu pa lahko dodamo tudi nadpovprečno državno lastništvo, relativno majhno število podjetij, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu kapitala ter slaba likvidnost le-tega.

Prva hipoteza je zato:

H1: Po vstopu v Evropsko unijo se je število prevzemov povečalo, prevzemne aktivnosti pa so se zmanjšale v času gospodarske in finančne krize.

Prav tako bom poskušal odgovoriti tudi na raziskovalno vprašanje o tujih prevzemih po vstopu v EU. Z vstopom v EU je slovenski trg postal del skupnega evropskega trga, kar bi lahko imelo za posledico večje zanimanje tujih podjetij za prevzeme v Sloveniji. Pri tem bo predmet raziskave tudi, ali so pri tem, kot to velja za druge države EU (Lahovnik, 2013, str. 44), tudi v Sloveniji med tujimi prevzemniki prevladovali tisti iz sosednjih držav.

Prvo raziskovalno vprašanje je zato:

R1: Ali se je število tujih prevzemov povečalo po vstopu v EU in ali so med njimi prevladovali prevzemniki iz sosednjih držav?

V nadaljevanju bom izvedel še analizo prevzemnih premij. V analizo bodo vključena podjetja, za katera je ATVP izdala dovoljenje za ponudbo za odkup v odboju 1. 5. 2004–31. 12. 2016 in ki so kotirala na organiziranem trgu kapitala. Pri analizi prevzemne premije je treba biti pozoren na ustrezno časovno obdobje njenega merjenja, saj mora biti le-to zaradi govoric o mogočem prevzemu dovolj oddaljeno od dneva uradne objave prevzemne ponudbe, hkrati pa, da se zagotovi vpliv prevzema na ceno, tudi ne sme biti preveč oddaljeno (Nielsen & Melicher, 1973, str. 139). V analizi bom zato na podlagi arhiva tečajnic Ljubljanske borze izračunal prevzemne premije v različnih časovnih obdobjih, in sicer v 30, 90, 180 in 360 dneh od dne, ko je ATVP izdala dovoljenje za prevzem. Temu bo sledila analiza prevzemnih premij, glede na leto izdaje dovoljenja in dejavnost, v katerem je delovalo ciljno podjetje, ter glede na dejavnike, ki vplivajo na višino prevzemne premije, kot so povezanost prevzemnika in ciljnega podjetja glede na njuno osnovno dejavnost, poreklo prevzemnika ter ali je šlo za managerski odkup ali ne. Omenjena analiza bo izvedena s pomočjo Mann-Whitneyevega U-testa.

Na višino prevzemne premije vplivajo številni dejavniki. Prevzemne premije so višje v primeru tujih prevzemnikov. Kot sta na primeru prevzemov v Evropi ugotovila Grote in Rustige (2011, str. 13) tuji prevzemniki v povprečju plačajo za 10,4 % višjo prevzemno premijo kot domači. Prevzemne premije so prav tako višje pri prevzemih podjetij iz povezanih dejavnosti (Ferris, Gondhalekar, & Sant, 2004, str. 736), saj so tovrstni prevzemi povezani z več sinergijami, s tem pa naraščajo tudi pričakovanja delničarjev ciljnega podjetja glede višine prevzemne premije (Lahovnik 2013, str. 100).

Druga hipoteza je tako:

H2: Prevzemne premije so bile višje pri tujih prevzemnikih in pri prevzemih podjetij iz povezanih dejavnosti.

Prav tako me bo pri analizi zanimalo tudi, kako so se prevzemne premije razlikovale pri managerskih prevzemih, za katere velja, da je sprememba vplivanja na vodenje podjetja manjša kot pri ostalih vrstah prevzemov in da v večini primerov ne prinašajo sinergij, ki bi prav tako lahko opravičevale plačilo visokih prevzemnih premij (Nanda, 2007, str. 2.).

Tretja hipoteza je zato:

H3: Povprečne prevzemne premije v primeru managerskih prevzemov so bile nižje od povprečnih prevzemnih premij za preostala podjetja.

Pri analizi prevzemnih premij me bo zanimalo tudi, kako so se povprečne prevzemne premije razlikovale med različnimi dejavnostmi ciljnih podjetij in posledično delničarji katerih podjetij, glede na njihovo osnovno dejavnost, so lahko realizirali najvišje povprečne prevzemne premije.

Drugo raziskovalno vprašanje je zato:

R2: Kako so se prevzemne premije razlikovale med različnimi dejavnostmi, v katerih so delovala ciljna podjetja?

Magistrsko delo je strukturirano iz več poglavij in podpoglavij. Uvodnem delu sledi teoretska opredelitev prevzemov, njihovih vrst ter motivov zanje. Temu sledi predstavitev zgodovine prevzemov, tako na svetovni, evropski kot tudi slovenski ravni ter predstavitev zakonske regulative, ki ureja področje združitve in prevzemov v Sloveniji. Temu sledi predstavitev temeljnih konceptov okrog oblikovanja prevzemne cene ter opredelitev prevzemne premije in predstavitev temeljnih teorij in dejavnikov, ki pojasnjujejo njeno višino.

V nadaljevanju sledi predstavitev in interpretacija rezultatov empirične analize prevzemnih aktivnosti in prevzemnih premij po vstopu Slovenije v EU. Med drugim je predstavljena analiza uspešnih prevzemnih ponudb po letih in dejavnosti ciljnega podjetja, tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb ter analiza prevzemnega dogajanja povezanega s tujimi prevzemniki. Prav tako je predstavljena analiza 30-, 90-, 180- in 360-dnevni prevzemnih premij, tako v celotnem obdobju analize kot po posameznih letih in dejavnostih ciljnega podjetja. Temu sledi še analiza morebitnih razlik v prevzemnih premijah glede na povezanost dejavnosti prevzemnika in ciljnega podjetja, izvor prevzemnika ter glede na to ali je šlo za managerski prevzem ali ne. Za tem sledi še diskusija empiričnih ugotovitev z ovrednotenjem postavljenih hipotez in raziskovalnih vprašanj. Na koncu so po seznamu literature dodane še priloge.

1 OPREDELITEV PREVZEMOV

Običajno je interes lastnikov podjetij, da se njihovo premoženje povečuje. Da bi realizirali ta cilj, je treba povečati kapital v podjetju, kar se doseže na način, da se maksimizira vrednost podjetja. Le-ta se maksimizira na način, da se v podjetju izvedejo vse podjetniške možnosti, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost, s čimer zvišujejo vrednost podjetja. Pri tem je potrebno širjenje dejavnosti podjetja bodisi v smislu količinskega širjenja, z dodatnimi proizvodnimi zmogljivostmi, dodatno proizvodnjo in dodatnimi zaposlenimi bodisi s tem, da se vrednost v podjetju ustvarjenih rezultatov na trgu povečuje. Povečevanje tržne vrednosti rezultatov podjetja je običajno povezano s kvantitativnim širjenjem podjetja. V obeh primerih govorimo, da gre za rast podjetja. Strategije rasti se lahko v podjetjih uresničijo na več različnih načinov, kot so generična rast, diverzifikacija poslov, nakup in prodaja licence ter franšize in skupna podjetja, pa tudi spojitev, pripojitev ter prevzemi (Tajnikar, 2000, str. 26), ki sodijo med strategije zunanje (eksterne) rasti podjetja.

Prevzem podjetja predstavlja pomemben korak v razvoju vsakega podjetja, zato je pomembno, da sledi strategiji in strateškemu cilju podjetja. Modeli strateškega managementa opisujejo delovanje mehanizma, ki ga želijo obvladati oblikovalci politike v podjetju in omogočajo

organizacijo procesa strateškega planiranja, postavljanje potrebnih zvez med deli ter celotnim procesom strateškega managementa v podjetju, organizacijo podatkov v raziskovalen in analitičen sistem ter testiranje smiselnosti planskih ciljev glede na razpoložljive temeljne sestavine in konkurenčne cilje. Prek modela strateškega managementa je mogoče preučevati proces strateškega managementa v podjetju, vključno s strategijo prevzema podjetja (Lahovnik, 2013, str. 3).

V strokovni literaturi ne najdemo enovite definicije prevzemov niti enotnega izrazoslovja. Zasedimo lahko različno terminologijo, ki temelji na delih tujih avtorjev, ki preučujejo strateške vidike prevzemov. Le-ti najpogosteje uporabljajo izraza priključitve (angl. *acquisitions*) in združitve (angl. *mergers*), poleg tega pa se pojavlja tudi izraz prevzemi (angl. *take-overs*). Pri tem že pri angleški literaturi prihaja do pogostih nedoslednosti pri uporabi omenjenih izrazov, zlasti zaradi prepletanja ekonomskih in pravnih izrazov, kar otežuje njihov natančni prevod v slovenščino (Bešter, 1996, str. 26).

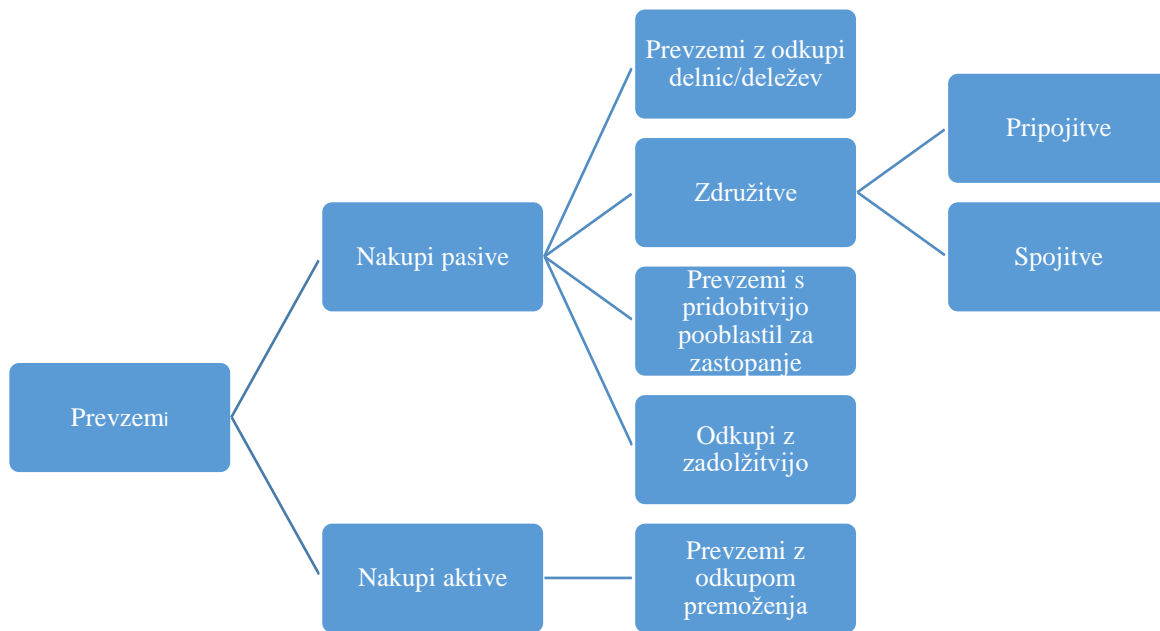
Tajnikar (2000, str. 25) razlikuje med pripojitvami in spojitvami ter prevzemi. Prevzem podjetja definira kot pridobitev zadostnega deleža lastniških pravic v prevzetem podjetju, s čimer si prevzemnik zagotovi kontrolni delež v prevzetem podjetju in s tem odločilen vpliv na njegovo poslovanje.

Kot pravi Bertonec (2008, str. 16) je sinonim za prevzeme priključitev, ki predstavlja nakup podjetja in njegovo vključitev v drugo podjetje. Pri tem lahko gre za prijateljski ali sovražni prevzem. Glede na to, ali se management tarče strinja s prevzemom, govorimo o t. i. prijateljskih oz. v nasprotnem primeru o t. i. sovražnih prevzemih. V primeru prijateljskega prevzema obe strani, vključeni v prevzem, prepoznata določene prednosti povezovanja in se tako tudi predstavniki ciljne družbe strinjajo s prevzemom. To pa ne velja za sovražni prevzem, kjer lahko uprava ciljnega podjetja izvaja različne obrambne mehanizme za preprečitev prevzema, prav tako pa tudi ponudnik prevzema različne ofenzivne taktike (Walters, 1993, str. 205). Prevzemi so sicer lahko sovražni zlasti za management ciljnih podjetij, saj jih lahko novi lastnik zamenja z novim managementom, medtem ko delničarjem običajno ponujajo priložnost realizirati visoke premije na delnico (Bešter, 1996, str. 104).

1.1 Oblike prevzemov

Bertonec (2008, str. 16) oblike prevzemov deli na odkupe aktive prek prevzema z odkupom premoženja ter na nakupe pasive prek prevzemov z odkupom delnic, združitve (pripojitev in spojitve), prevzeme s pridobitvijo pooblastil za zastopanje ter odkupe z zadolžitvijo (glej Sliko 1).

Slika 1: Oblike prevzemov



Vir: A. Bertonec, *Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*, 2008, str. 16.

Podobno delitev uporablja tudi Bešter (1996, str. 29), ki definira prevzem kot splošni pojem, ki zajema vse oblike pridobitve nadzora nad ciljnim podjetjem, kar vključuje:

- odkup delnic ciljnega podjetja,
- odkup fizičnega premoženja ciljnega podjetja,
- združitve,
- tekmovanje za pridobitev obvestil delničarjev,
- prevzem z zadolžitvijo (LBO).

1.1.1 Nakup delnic ciljnega podjetja

Najpogostejši način prevzema podjetja je prek nakupa delnic ciljnega podjetja. V tem primeru prevzemnik odkupi zadostno število ali pa celo vse delnice z glasovalno pravico ciljne delniške družbe neposredno od njenih delničarjev (Scharf, Shea, & Beck, 1991, str. 37). Tovrsten prevzem se lahko izvede bodisi prek primarnega trga kapitala, kjer prevzemnik odkupi delnice, izdane v postopku izdaje novih delnic, ki jih vplača z denarnimi ali stvarnimi vložki, bodisi prek sekundarnega trga, kjer odkupi delnice od obstoječih lastnikov na borzi ali izven borznega trgovanja (Kocbek, 1999, str. 323).

Prednosti tovrstnega prevzema so v enostavni obliki, kjer zadošča dokazilo o lastništvu delnic ciljnega podjetja, pravna oblika podjetja se po prevzemu ne spremeni, prevzemniku ni treba

poravnati obveznosti prevzetega podjetja, prav tako pa tudi ni potrebno soglasje skupščine, nadzornega sveta in managementa ciljnega podjetja. Slabost je, da mora biti prevzem opravljen skladno z natančno predpisanimi zakoni in predpisi pooblaščenih organov za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev ter prevzemov (Trančar, 1999, str. 10).

1.1.2 Odkup fizičnega premoženja ciljnega podjetja

Prevzemnik se lahko namesto odkupa kontrolnega deleža odloči za nakup dela ali celotnega premoženja ciljnega podjetja. Pri tem je potrebna zakonodajno in statutarno določena večina glasov delničarjev ciljnega podjetja, medtem ko glasovanje delničarjev prevzemnika ni potrebno. Po končanem postopku lahko prevzeto podjetje ostane nespremenjeno, vendar se pogosteje zgodi, da preneha obstajati kot pravna oseba (Bešter, 1996, str. 32). Tovrsten prevzem velja za zahtevnejšo obliko prevzema in zahteva pripravo številne dokumentacije za prenose lastništva posameznih sredstev ter pridobitev potrebnih soglasij (Bertoncelj, 2005, str. 86).

Prednosti prevzema prek nakupa dela ali celotnega premoženja so v tem, da za uspešno realizacijo lahko zadošča že zasedanje delničarjev ciljnega podjetja, manjšinski delničarji ne morejo preprečiti 100-% lastništva nad podjetjem, prevzem obveznosti je omejen zgolj na tiste, ki so opredeljene v pogodbi o odkupu premoženja in v možnosti razporejanja zneskov premoženja ter s tem vplivom na zmanjšanje davčnih obveznosti v prihodnje. Tovrsten prevzem pa ima tudi nekaj slabosti, zlasti že omenjeni zapleten postopek prenosa lastništva na novega lastnika, možnosti, da sodišče razsodi, da gre za združitev, kar ima za posledico prevzem vseh obveznosti ciljnega podjetja in prevzem obveznosti v zvezi z zaposlenimi ter okoljskimi in ekološkimi zahtevami (Trančar, 1999, str. 10).

1.1.3 Združitev

Pojem združitev se v literaturi pogosto pojavlja v dveh pomenih bodisi kot pojasnitev transakcije, ki pripelje do nastanka nove družbe (tudi spojitev) bodisi kot pripojitev, ko ena družba posrka drugo (Walters, 1993, str. 203).

Spojitev torej najpogosteje pomeni nastanek nove družbe, s povezavo dveh ali več obstoječih podjetij, ki za tem prenehajo obstajati kot samostojne pravne osebe (Lahovnik, 2013, str. 15). Združeni podjetji sta običajno približno enako veliki, delničarji obeh podjetij pa pri tem dobijo delnice novega podjetja v skladu s predhodno dogovorjenim razmerjem (Tajnikar, 2000, str. 25). Tovrstne spojitve so zlasti značilne za horizontalne in vertikalne povezave, saj z njimi nastanejo velika podjetja, ki lahko pri horizontalnih povezavah ustvarjajo tržni monopol, pri vertikalnih povezavah pa lahko z ekonomiziranjem pri posameznih poslovnih funkcijah, izkoriščanjem ekonomike obsega in z doseganjem kritične mase za tehnološki razvoj, v veliki meri izboljšajo učinkovitost (Tajnikar, 2000, str. 32). Druga možnost spojitve je prek nastanka holdinškega podjetja, ki nadzira obe podjetji, ki pa še naprej delujeta kot samostojni pravni

osebi, s čimer se prepreči nastanek prevelikih podjetij, glede na njihovo optimalno velikost. Najredkejša oblika spojitve je prek zamenjave delnic med lastniki obeh podjetij, ki tako kontrolirajo obe podjetji, ki še naprej delujeta kot samostojni pravni osebi. Na ta način se tudi pri tovrstni obliki spojitve prepreči nastanek prevelikih podjetij, ne da bi se pri tem oblikoval holdinški vrh. Tovrstne spojitve se pojavljajo pri vertikalnih oblikah povezovanja, saj bi pri horizontalnih nastala konkurenca med podjetji z istim lastnikom (Tajnikar, 2000, str. 32–33).

O pripojitvi podjetja na drugi strani govorimo, kadar prevzeto podjetje preneha obstajati kot samostojna pravna oseba. V tem primeru običajno pridobi status strateške poslovne enote, na novo podjetje pa prenese vse svoje premoženje in obveznosti (Hampton, 1989, str. 394).

Pri osnovni obliki pripojitev podjetje B pripoji podjetje A, na način, da se premoženje in dolg podjetja A prenese na podjetje B, kamor se prenese tudi izvajanje dejavnosti podjetja A, ki preneha obstajati. Izvedba tovrstne pripojitve je možna na način, da lastniki delnic podjetja A zamenjajo svoje delnice z novo izdanimi delnicami podjetja B. Tovrstne pripojitve so značilne za horizontalna povezovanja, z namenom povečevanja tržne moči (običajno močnejše podjetje pripoji šibkejšega konkurenta), in vertikalno povezovanje, z namenom zmanjševanja transakcijskih stroškov. Za koncentrično in konglomeratno povezovanje je primernejša oblika pripojitev na način, da pripojena družba A ohrani pravno samostojnost ter postane hčerinska družba podjetja B (Tajnikar, 2000, str. 34–35).

1.1.4 Tekmovanje za pridobitev pooblastil delničarjev

Delničarji podjetij so mnogokrat razpršeni in se pogosto osebno ne udeležujejo skupščin delničarjev oz. je njihova moč izrazito šibka. V njihovem imenu jih lahko zastopajo drugi, če pridobijo ustrezno overjeno in časovno omejeno pooblastilo (angl. *proxy*). Za pooblastila tako tekmujejo različne skupine – od managerjev v podjetju, različnih »disidentskih« skupin delničarjev pa do zunanjih investitorjev. S tem poskušajo uveljaviti svoje interese na skupščini delničarjev, še zlasti imenovanje članov, ki jih podpirajo v nadzorni svet, raziskovalci pa so ugotovili tudi povezavo med tekmovanji za pooblastila in prevzemi (Bešter, 1996, str. 63).

Pridobivanje pooblastil za glasovanje je lahko način obrambe managementa pred nevarnostjo prevzema ali pa sredstvo napada, ki ga lahko izkoristi potencialni prevzemnik. Zbiranje pooblastil za glasovanje predstavlja zlasti alternativo prevzemom, pri čemer se večji institucionalni investitorji, zaradi težav z zbiranjem pooblastil za glasovanje, raje odločajo za klasične oblike prevzemov (Scharf, Shea, & Beck, 1991, str. 251).

1.1.5 Prevzem z zadolžitvijo (LBO)

LBO (angl. *Leveraged Buy Out*) oz. prevzem z zadolžitvijo je oblika prevzema, ki se običajno financira prek finančnih sredstev, ki jih prevzemna tarča generira sama v obliki operativnih

denarnih tokov oz. z odprodajo dela ali deležev prevzetega podjetja, ki nimajo ključne vloge za prihodnje uspešno poslovanje podjetja (Baldi, 2005, str. 65).

V Sloveniji je bilo v preteklosti veliko pozornosti namenjeno managerskim odkupom podjetij oz. MBO (angl. *Management Buy Out*), ki so ena izmed različic LBO¹ in predstavljajo prevzem podjetja s strani njegovega managementa prek zadolžitve na podlagi zastavitve premoženja ciljne družbe in/ali osebnega premoženja managementa (Lahovnik, 2013, str. 14). Managerji, ki poskušajo izvesti MBO, pogosto ustanovijo vmesno družbo, ki jo praviloma popolnoma lastniško obvladujejo. Ta nato pridobi dodatne finančne vire za realizacijo prevzema v obliki posojila s strani banke ali druge finančne organizacije, ki si obeta vračilo posojila na podlagi denarnega toka podjetja tarče (Lahovnik, 2013, str. 118). Posledica MBO je običajno preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto – zaradi izrazitega zmanjšanja števila delničarjev in visoke zadolženosti podjetja, ki zato ne izpolnjuje več pogojev za trgovanje na organiziranem trgu (Bešster, 1996, str. 38). Idealna tarča za MBO so podjetja, ki poslujejo stabilno, nimajo velike rasti, ustvarjajo pozitiven denarni tok in niso zadolžena (Bertoncelj, 2005, str. 84).

Skladno z ekonomsko literaturo naj bi bili managerji v lastniški vlogi pripravljeni vložiti več energije in naporov v inovativne projekte, saj so v podjetje poleg človeške vložili tudi finančni kapital. Managersko-delavski odkupi naj bi se odražali v večji varnosti položaja managerjev in zaposlenih z vidika nevarnosti sovražnih prevzemov, managerji pa naj bi bili na ta način pripravljeni vlagati specifična znanja v podjetje. Druga pozitivna posledica temelji na kontrolni funkciji dolga, saj naj bi bili managerji deležni nadzora velikih zunanjih investitorjev. Prav tako zaradi prepleta lastniške in managerske funkcije ne more priti do problema agenta. Pozitiven učinek naj bi nastal tudi zaradi davčnih prihrankov, zaradi uporabe davčnega štita pri višjem finančnem vzvodu. Na drugi strani se v literaturi pojavljajo tudi številni negativni učinki managerskih prevzemov. Tako se omenja težavo z asimetrijo informacij in s tem povezano zlorabo notranjih informacij, saj managerji vedo o podjetju pogosto več kot ostali udeleženci na trgu kapitala, kar jih postavlja v neenak položaj in odpira možnost zlorabe notranjih informacij. Nevarnost managerskih odkupov je tudi v konfliktu interesov, ki se lahko pojavi med lastniki podjetja kot principal in managerji kot agenti, ki pa se prelevijo v potencialne kupce in nove lastnike podjetja. Eden izmed primarnih ciljev managerjev mora biti maksimiranje vrednosti premoženja lastnikov, kar pa se lahko spremeni, kadar se obstoječi management pojavi v vlogi potencialnih kupcev, katerih interes je prevzeti podjetje, po zanje kolikor se le da ugodni ceni. Negativna posledica managerskih odkupov je tudi, da povečanje finančnega vzvoda praviloma *ceteris paribus*² poveča tveganost podjetja, na ta način pa se lahko poslabša položaj obstoječih upnikov, prav tako pa se zaradi povečane zadolženosti podjetja povečajo stroški finančne stiske (Lahovnik, 2013, str. 128–131).

¹ LBO lahko poleg notranjega managementa (MBO) izvede tudi zunanji management (angl. *management buy in* oz. MBI) oz. drugi zunanji investitorji.

² Ob ostalem nespremenjenem.

1.2 Vrste prevzemov

Lahovnik (2013, str. 16) prevzeme glede na stopnjo povezanosti med prevzemnikom in ciljnim podjetjem ter glede na stopnjo produkcijske verige, na kateri se nahajata podjetji, deli na:

- vodoravne oz. horizontalne,
- navpične oz. vertikalne,
- koncentrične,
- konglomeratne.

1.2.1 Horizontalni prevzemi

Za vodoravne oz. horizontalne prevzeme je značilno, da podjetji prihajata iz iste panoge. Cilji tovrstnega prevzema so doseganje ekonomij obsega, zniževanje stroškov in povečanje konkurenčnih prednosti, prav tako pa se poveča tudi tržna moč podjetja prevzemnika. Poglavitni motivi za vodoravno integracijo so povezovanje aktivnosti, prenos poslovnih praks ali dopolnjevanje virov med podjetji. Povezovanja aktivnosti lahko poteka na vseh funkcijskih področjih – od vlaganj v razvoj do kadrov. Pogosto je povezano s prenosom poslovnih praks na zaposlene v prevzetem podjetju. Možnost za prenos poslovnih praks, znanja in veščin nastane, kadar imajo poslovne enote podobne konfiguracije verige vrednosti, kupce, distribucijske kanale ali nabavne poti ali pa enako generično strategijo (Lahovnik, 2013, str. 18). Tovrstni prevzemi ustvarjajo velike proizvajalce, ki zato na trgu pogosto lahko nastopajo monopolno ali pa bistveno povečajo svojo tržno moč na račun svojih konkurentov (Tajnikar, 2000, str. 27). zaradi česar so tovrstni prevzemi še pod posebnim drobnogledom organov, ki skrbijo za varstvo konkurence.

1.2.2 Vertikalni prevzemi

Navpični oz. vertikalni prevzem je prevzem v isti ali povezani panogi, vendar na različni stopnji reprodukcijske verige. Podjetje lahko prevzame svojega dobavitelja (prevzem nazaj) ali pa enega izmed svojih kupcev (prevzem naprej). Najpogostejši motiv za prevzem dobavitelja je, da prek kontrole vložkov omogoča boljšo diferenciacijo in zaščito specifičnega znanja. Na drugi strani so najpogostejši motivi za prevzem naprej boljše možnosti za diferenciacijo proizvodov, dostop do distribucijskih kanalov, večji dostop do tržnih informacij in diferenciacija cen za končne uporabnike (Lahovnik, 2013, str. 18).

1.2.3 Koncentrični prevzemi

Koncentrični prevzemi so prevzemi, kjer je prevzemnik s ciljnim podjetjem povezan prek osnovne tehnologije, proizvodnega procesa ali trga, kjer poslujeta (Lahovnik, 2013, str. 19). Koncentrične povezave torej nastanejo okrog določenih jeder, ki predstavljajo podjetja z večjim

številom poslovnih odnosov na strani nabave in prodaje, pa tudi na trgu ter pri razvoju tehnologije (Tajnikar, 2000, str. 27).

Namen tovrstnega prevzema je v razvijanju tehnologije, trga ali proizvodne linije, podjetje pa na ta način k osnovni dejavnosti priključi nekatere sorodne dejavnosti. S tem se poskušajo znižati stroški in povečati donos z omejeno diverzifikacijo poslovanja (Lahovnik, 2013, str. 19).

1.2.4 Konglomeratni prevzemi

Za konglomeratni prevzem je značilno, da prevzemnik prevzema podjetje v nepovezani panogi. Gre za povezovanje podjetij, ki si nista konkurenta, prav tako pa ne nastopata v odnosu kupec–dobavitelj (Gaughan, 1996, str. 8). Prevzemnik torej z novo panogo oz. novim poslovnim področjem nima nobenih tehnoloških ali proizvodnih povezav.

Glavni motivi teh prevzemov so zmanjševanje poslovnih tveganj, ki nastajajo s poslovanjem v eni sami prevladujoči dejavnosti, boljše možnosti reinvestiranja dobičkov v nove panoge in izkoriščanje učinkov, ki nastanejo kot posledica skupnega poslovanja. Zaradi konglomeratne diverzifikacije nastajajo nepovezani denarni tokovi, s čimer se znižajo stroški zaradi nevarnosti bankrota in s tem posredno tudi stroški kapitala, poveča pa se stabilnost donosov podjetja. Na drugi strani podjetja z nepovezanimi dejavnostmi pogosto ne dosegajo optimalne učinkovitosti, prav tako pa lahko delničarji sami na trgu kapitala diverzificirajo svoj portfelj in zmanjšajo tveganja, povezana z investiranjem v eno dejavnost (Lahovnik, 2013, str. 19).

1.3 Motivi za prevzem

Poslovno okolje je zelo raznoliko in dinamično, prav tako pa imajo različni deležniki pogosto tudi zelo različne poglede ter interese, zato ne preseneča, da obstaja pestra paleta različnih motivov za združitve in prevzeme ter temu primerno tudi kopica različnih teorij, ki jih skušajo pojasniti. V Tabeli 1 je predstavljenih nekaj temeljnih motivov za združitve in prevzeme. Najpogostejši motivi so v sinergijah, ki jih lahko nadalje delimo na neoklasični model, dolgoročne finančne sinergije in sinergije v poslovanju. Poleg sinergij je lahko podjetje za prevzemnike privlačno tudi zaradi podcenjenosti ciljnega podjetja, občasno pa lahko najdemo razloge za prevzem tudi v managerskih motivih.

Tabela 1: Motivi za združitve in prevzeme

Sinergije	Neoklasični model	<ul style="list-style-type: none"> – kratkoročne finančne sinergije – razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico – izboljšana plačilna sposobnost – davčni učinki (prihranki)
	Dolgoročne finančne sinergije	<ul style="list-style-type: none"> – večja zmogljivost zadolževanja – učinkovito prezaposlovanje kapitala – zmanjševanje stroškov dolga in tveganja stečaja – večja stabilnost letnega dobička
	Sinergije v poslovanju	<ul style="list-style-type: none"> – ekonomije obsega – omejene možnosti rasti v panogi podjetja – omejevanje konkurence – pridobitev tehnoloških in managerskih znanj – programska in tržna diverzifikacija – zmanjšanje tveganja poslovanja
Podcenjenost ciljnega podjetja		<ul style="list-style-type: none"> – tržne neučinkovitosti – notranje informacije – superiorna analiza – zamenjava nesposobnega managementa
Managerski motivi		<ul style="list-style-type: none"> – potreba po moči, velikosti, rasti – nadomestila managerjev – trgovanje na osnovi notranjih informacij – zmanjševanje tveganja človeškega kapitala

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

Pell (v Lahovnik, 2013, str. 47) izpostavlja dve hipotezi za prevzeme, ki temeljita na (ne)maksimiranju vrednosti premoženja prevzemnika. Prva hipoteza temelji na neoklasičnem pristopu, po katerem naj bi managerji izvajali prevzeme in združitve, kadar investicija zagotavlja pozitivno neto sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov. Druga skupina motivov izhaja iz managerske hipoteze, po kateri naj bi bili managerji motivirani zlasti z maksimiziranjem rasti podjetij ob zadovoljivi rentabilnosti, zato pri investicijah uporabljajo nižje zahtevane stopnje donosa. Pri prvi skupini motivov naj bi torej sledili načelu maksimiranja koristi delničarjev, v drugem primeru pa naj bi se prevzemi dogajali zaradi maksimiranja koristi managerjev (Sudarsanam, 1995, str. 14).

Drug način pojasnjevanja motivov za kapitalaska povezovanja temelji na ugotovitvah o spremembah vrednosti oz. donosa z vidika novega podjetja, delničarjev ciljnega podjetja in delničarjev prevzemnika. Ena izmed pomembnejših hipotez je hipoteza učinkovitosti, ki temelji na predpostavki, da prevzem podjetja lahko povečuje družbeno blaginjo. Kot motiv za prevzem

podjetja tako vključujejo izboljšanje poslovanja obstoječega managementa ali doseganje določene oblike sinergije. Najbolj splošna hipoteza prevzemov izhaja iz predpostavke o različni učinkovitosti podjetij, kjer se v primeru, da učinkovitejše podjetje prevzame manj učinkovito, učinkovitost slednjega dvigne na raven prevzemnika, s čimer imajo koristi vsi. Motiv je pogosto povezan z neizkoriščenim managementskim potencialom v podjetju prevzemnika, ki pogosto zamenja manj učinkovito poslovodstvo v prevzemni tarči (Lahovnik, 2013, str. 49).

Z neučinkovitostjo managementa tarče je povezana tudi strategija prestrukturiranja poslovanja, v okviru katere prevzemnik aktivno preoblikuje prevzeto podjetje. Prevzemnik tako poskuša najti ciljno podjetje, ki poseduje neki nerealizirani potencial. Prevzemnik tako poišče nerazvite oz. ogrožene organizacije in jih poskuša strateško preoblikovati, pri tem pa običajno zamenja tudi management, spremeni strategijo ali vpelje novo tehnologijo. Za doseg kritične vrednosti lahko izvede nadaljnje sorodne prevzeme, čemur sledi odprodaje nepotrebnih delov, s čimer se znižajo stroški prevzemov (Lahovnik, 2013, str. 50–51).

Pomemben motiv, ki ga lahko zasledimo pri vseh vrstah prevzemov, so operativne sinergije. Do njih prihaja ob predpostavki obstoja ekonomije obsega v panogi in njenem nepopolnem doseganju pred prevzemom podjetja. Do sinergij zato prihaja zaradi zaposlitve prej nepopolno izkoriščenih virov. Pri tem lahko prihaja do sinergij na vseh funkcijskih področjih – od vlaganj v raziskave in razvoj do kadrov. Značilnost uspešnih prevzemov je tudi visoka stopnja prenosa poslovnih praks med podjetjema. Možnost za prenos znanja se zlasti poveča, če imajo poslovne enote podobne konfiguracije verige vrednosti, podobne kupce, distribucijske kanale ali nabavne poti ali enako generično strategijo.

Pomemben motiv za prevzeme je tudi povezovanje aktivnosti na različnih področjih, z namenom doseganja konkurenčne prednosti prek zmanjševanja stroškov ali povečevanja diferenciacije. Do zmanjševanja stroškov prihaja zaradi učinkov ekonomije obsega ali boljšega izkoriščanja zmogljivosti, skupno opravljanje nekaterih aktivnosti pa lahko tudi zniža stroške diferenciacije in povečuje njen potencial (Lahovnik, 2013, str. 53).

Pogost razlog za prevzeme so tudi finančne sinergije. Razlogov za to je več. V primeru nepopolne korelacije med denarnimi tokovi prevzemnika in tarče, prevzem zniža verjetnost stečaja ter prevzemniku omogoča povečan finančni vzvod in posledično davčne prihranke. Drug razlog je, da naj bi s konglomeratno diverzifikacijo postala podjetja zanimivejša za institucionalne in druge investitorje, ki iščejo predvsem stabilnost donosov. Zaradi ekonomije obsega se zmanjšajo tudi stroški izdaje vrednostnih papirjev in transakcijskih stroškov. Finančne sinergije naj bi se dosegale tudi, ker naj bi prevzemniki razpolagali s presežnim prostim denarnim tokom in omejenimi investicijskimi možnostmi, medtem ko naj bi pri tarči veljalo ravno obratno. Do finančnih sinergij pa lahko pride tudi zaradi prevzema manjšega

podjetja z malim kvocientom P/E³ s strani večjega podjetja z večjim ugledom in tudi višjim P/E (Lahovnik, 2013, str. 55–56).

Glede na hipotezo iskanja naj bi bilo pridobivanje informacij glede potencialnih investicijskih možnosti zadostni razlog za prevzem. V tem primeru večje podjetje išče manjša, relativno dobičkonosnejša podjetja, s čimer si povečajo investicijski potencial in sledijo teoriji življenjskega cikla. Do prevzemov prihaja tudi zaradi ocen o podcenjenosti tarče, pri čemer sta izpostavljeni zlasti teoriji t. i. kratkovidnosti ter Q-hipoteza investicij. Po prvi naj bi zlasti institucionalni investitorji dojemali podjetja z dolgoročnimi investicijskimi programi in podjetja ki posedujejo specifične informacije kot podcenjene ter privlačne za prevzem. Po Q-hipotezi investicij prihaja do prevzemov, kadar obstaja nizko razmerje med tržno vrednostjo delnic podjetja in stroški zamenjave premoženja, nominiranega s temi delnicami (Lahovnik, 2013, str. 56–59).

Nevarnost prevzema lahko v skrajni sili služi tudi kot vzvod za razrešitev problema agentov, saj prevzemnik prevzame vlogo t. i. strateške metle in po izvedenem prevzemu zamenja, ali pa disciplinira management prevzete družbe. Problem agentov je povezan tudi z managersko hipotezo, po kateri prihaja do prevzemov, ker so managerji predvsem motivirani za povečevanje velikosti njihovih podjetij, pri tem pa pogosto ne sledijo konceptu ekonomske dodane vrednosti (EVA) (Lahovnik, 2013, str. 59–60).

Prevzemi pa lahko služijo tudi kot strateško prilagajanje spremembam, ki se dogajajo v poslovnem okolju. Podjetja na ta način poskušajo izkoristiti poslovne priložnosti, ki se pojavljajo ali pa zmanjšati nevarnosti. Pogosto izpostavljen motiv za prevzeme je tudi v tržni moči prevzemnika, še zlasti, kadar razvija strategijo konsolidacije s prevzemom konkurenčnega podjetja. Še eden izmed možnih motivov za prevzeme so tudi davčni razlogi, ki pa so močno odvisni od davčnih sistemov posameznih državah. Motiv za prevzem so lahko še različna pričakovanja okrog prihodnjega denarnega toka tarče s strani obstoječih lastnikov in potencialnih kupcev. Hipoteza predpostavlja obstoj asimetrije informacij med obstoječimi in potencialnimi delničarji, ki mora sovpadati z relativno manjšim optimizmom obstoječih, glede na potencialne delničarje v odboju rasti cen delnice oz. večjim pesimizem obstoječih delničarjev v odboju padanja cen delnic (Lahovnik, 2013, str. 61–65).

1.4 Zgodovina prevzemov

Povezovanje in združevanje med podjetji ima že dolgo zgodovino, zanj pa je značilno neenakomerno pojavljanje skozi zgodovino. Tako govorimo o prevzemnih valovih, ko se je v različnih obdobjih, zaradi različnih razlogov, močno povečalo število in vrednost prevzemov, zlasti v anglosaškem svetu, še posebej v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA).

³ P/E predstavlja razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico.

Skladno z neoklasično teorijo prihaja do valov združitvev in prevzemov zaradi industrijskih, ekonomskih, političnih ali regulatornih šokov. Na drugi strani vedenjska teorija vidi vzrok za prevzemne valove v razvoju kapitalskega trga in previsokem vrednotenju podjetij s strani managementa (Pokrajčić & Savović, 2012, str. 237).

Prvi val združitvev in prevzemov sega v obdobje 1897–1904 in je imel za posledico nastanek številnih monopolov, saj so se povezovala zlasti podjetja iz iste panoge. V tem obdobju se je zgodil tudi prvi milijardni prevzem v zgodovini (podjetje US Steel) (Bešter, 1996, str. 13).

Drugi val se je odvijal v obdobju 1916–1929, ko je prišlo do zloma newyorške borze. Prevzemi so bili odgovor na uvedbo prvih protimonopolnih zakonov, prevladovali pa so zlasti vertikalni prevzemi, ki so imeli za posledico nastanek številnih oligopolov zlasti v bančništvu in naftni ter prehranski industriji (Bešter, 1996, str. 13). Val združitvev in prevzemov v tem obdobju je temeljil na tehnološkem razvoju v avtomobilski panogi ter v panogi radiodifuzije (Lahovnik, 2013, str. 22).

Do tretjega vala je bilo treba počakati do leta 1965, ko so manjša in srednje velika podjetja poskušala s strategijo diverzifikacije ustvariti konglomerate. Val se je končal leta 1969, ko sta ga ustavili bolj zavezujoča prevzemna zakonodaja in borzni pretresi.

Agresivnejši vstop institucionalnih investitorjev, zaradi ugodnih razmer na trgu kapitala med letoma 1981 in začetkom recesije leta 1989, je povzročil četrti val prevzemov. Šlo je za obdobje, za katerega so značilni številni sovražni in špekulativni prevzemi ter pojav insajderstva in razvoj obrambnih tehnik za preprečitev sovražnih prevzemov. Močno se je povečalo tudi število čezmejnih prevzemov (Bešter, 1996, str. 13).

Peti prevzemni val, ki se je začel v 90. letih prejšnjega stoletja, so zaznamovali številni veliki »mega« prevzemi, ki so presegli 100 milijard dolarjev. Prevladovali so predvsem strateški prevzemi, katerih gonilna sila je bila hiter razvoj novih tehnologij, deregulacija, novo ekonomsko okolje in globalizacija (Bešter, 1996, str. 13).

Po letu 2000 se je kapitalsko povezovanje v primerjavi z desetletjem poprej zmanjšalo. To gre pripisati manjši gospodarski rasti. Razmere na kapitalskih trgih niso bile ugodne za združitve in prevzeme, ki so bili v tem času predvsem način prestrukturiranja zrelih ali upadajočih panog. Postopno se je na to število in vrednost prevzemov znova povečevalo do leta 2007, ko je doseglo nove rekordne vrednosti ter vrh šestega vala prevzemov. Z začetkom svetovne gospodarske krize v letu 2008 se je začel ponoven upad kapitalskega povezovanja, kar je še zlasti vplivalo na prevzemno aktivnost v letu 2009. Slednje je bilo posledica zloma svetovnih kapitalskih trgov, krize v finančnem sektorju in posledično oteženega dostopa do virov financiranja ter večje negotovosti glede pričakovanega denarnega toka posameznih podjetij (Lahovnik, 2013, str. 35).

Prezemni valovi so torej sovpadali z obdobji pospešene gospodarske rasti in pomembnimi tehnološkimi inovacijami (Bešter, 1996, str. 13). Kljub razlikam v značilnostih posameznih prezemnih valov jim je skupno, da se je prezemna aktivnost povečala v času visoke gospodarske rasti, nizkih obrestnih mer in rastočih kapitalskih trgov (Pokrajčič & Savović, 2012, str. 237). Optimizem managerjev v obdobju gospodarske rasti se odraža v njihovem povečanem zanimanju za prevzeme. Intenzivnost prevzemov se giblje v podobnih ciklih kot industrijska proizvodnja, s to razliko, da vrhovi krivulje prevzemov običajno za nekaj mesecev prehitujejo vrhove krivulje industrijske proizvodnje. Prav tako cikličnost trga kapitala v veliki meri sovpada s cikli prevzemov, pri čemer krivulja prevzemov zaostaja za približno četrta leta. Na drugi strani zvišanje obrestnih mer napoveduje zmanjšanje prezemne aktivnosti, pri čemer je korelacija šibkejša kot v primeru povezanosti med gibanjem tečajev delnic in prevzemi (Bešter, 1996, str. 96).

1.5 Prevzemi v Sloveniji

1.5.1 Zgodovina prevzemov v Sloveniji

Prevzemi so v Sloveniji relativno nov pojav, kar gre pripisati nekdanjemu sistemu socialističnega gospodarstva, v katerem prevzemi niso bili mogoči, prav tako pa pravni red Slovenije v veliki meri sledi germanskemu pravu, ki v preteklosti področju prevzemov ni namenilo velike pozornosti (Tekavc & Pučnik, 2002, str. 9).

Z osamosvojitvijo Slovenije in vzpostavitvijo tržnega gospodarstva se je začelo tudi lastniško preoblikovanje podjetij. Koncept privatizacije je predstavljal kompromis med različnimi alternativnimi predlogi in je omogočal različne lastniške transformacije. Večina podjetij je za obliko privatizacije izbrala interno razdelitev delnic podjetja zaposlenim v zameno za lastniške certifikate, ki je lahko zajemalo do 20 % družbenega kapitala podjetja ter interni odkup delnic s 50-% popustom, ki je bil omejen na 40 % družbenega kapitala podjetja. Na ta način je več kot 3/4 lastniško preoblikovanih podjetij pristalo v večinsko notranji lasti (Lahovnik, 2013, str. 134).

Za druge obdobje tranzicije (1998–2010) je bila značilna konsolidacija lastniške strukture s prevzemom kontrolnih deležev. V tem obdobju je bilo opaziti izrazito zmanjšanje števila individualnih delničarjev podjetij, ki so kotirala na organiziranem trgu kapitala. Razpršena lastniška struktura, ki je imela za posledico manko aktivnega lastnika, je bila po godu številnim managerjem, ki so zato pogosto nasprotovali prevzemu, ki bi imel za posledico prihod novih strateških aktivnih lastnikov. Na drugi strani različne heterogene skupine lastnikov niso imele strateškega interesa, da bi dolgoročno obdržale svoje lastniške deleže. To so v mnogih primerih izkoristili managerji podjetij, ki so prek družb pooblaščenk koncentrirali svoje lastniške deleže v podjetju. Zakon o prevzemih (Ur.l. RS, št. 79/2006, 67/2007-ZTFI, 1/2008, 68/2008, 35/2013-ORZPre75, 105/2011 odl. US: U-I-103/11-16, 10/2012, 38/2012, 56/2013, 63/2013-ZS-K,

25/2014, 75/2015, v nadaljevanju ZPre-1), sprejet leta 1997, je določal, da so družbe pooblaščenke, kjer so notranji lastniki združevali svoje delnice, izvzete iz določil tega zakona. Na ta način zanje ni veljala obveza podati ponudbo za prevzem, s čimer so lahko neomejeno pridobivale delnice podjetja, pogosto z denarnim tokom iz samega podjetja tarče. V statutih družb pooblaščenk je bila pogosto določena vinkulacija delnic, s čimer lastniki delnic z njimi niso mogli prosto razpolagati, kar so izkoriščali nekateri managerji in po ne tržni ceni kopičili delnice podjetja (Lahovnik, 2013, str. 136).

Za managerske prevzeme v Sloveniji je značilno, da so bili izvedeni z zelo visokim finančnim vzvodom in so premnogi temeljili na nerealni predpostavki o konstantni visoki rasti denarnega toka prevzetega podjetja, s katerim so želeli financirati prevzeme. V kopici srednjih in velikih podjetij je tako velik del prostih denarnih tokov romal h konsolidaciji lastniške strukture, namesto da bi ga namenili za razvojne projekte. To je imelo za posledico izčrpavanje podjetij, zaradi servisiranja dolgov in manko nujnih procesov strateškega prestrukturiranja v času konjunktore, ki bi omogočal lažje soočanje s svetovno gospodarsko krizo. Managerski odkupi slovenskih podjetij so bili pogosto povezani z uporabo slabih praks korporativnega upravljanja. Povezani so bili z uporabo previsokega finančnega vzvoda, kar je vodilo v naraščanje »stroškov finančne stiske«, prav tako pa so bili pogosto izrazito nepregledni, saj je prihajalo do izkoriščanja notranjih informacij, pri tem pa uprave in nadzorni sveti niso sledili dobrim praksam korporativnega upravljanja (Lahovnik, 2013, str. 136–137).

Kot posledico približevanje in vstopa Slovenije v EU je večina predstavnikov podjetij pričakovala različne prevzemne aktivnosti v njihovem podjetju. Kot je v svoji raziskavi razvoja trga kapitala v Sloveniji ugotovil Bešter (1999, str. 10), je kot posledico približevanja Slovenije EU 45,5 % predstavnikov podjetij odgovorilo, da pričakuje preventivno kapitalsko povezovanje z drugimi podjetji, nadaljnjih 10 % povezovanje z drugimi slovenskimi podjetji, da bi preprečili prevzeme s strani tujcev (obrambo s prevzemi), 6,1 % pa jih je pričakovalo prevzem s strani tujcev. Nikakršnih sprememb ni pričakovalo 29 % anketiranih, stečaj 1,4 %, drugo so navedli v 5,7 % podjetij, 2,2 % vprašanih pa ni odgovorilo.

1.5.2 Zakonska ureditev prevzemov v Sloveniji

Primarni zakon, ki ureja področje prevzemov v Sloveniji, je ZPre-1, poleg njega pa se področja prevzemov dotikajo še Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/2009-UPB-1, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 44/2013 Odl. US: U-I-311/11-16, 82/2013, 55/2015, v nadaljevanju ZGD-1), Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (Ur.l. RS, št. 36/08, 40/09, 26/11, 87/11, 57/12, 39/13 odl. US: U-I-40/12-31, 63/13-ZS-K, 33/14, 76/15, 23/17, v nadaljevanju ZPomK-1) in Zakon o varstvu konkurence (Ur.l. RS, št. 18/1993, 56/1999-ZPomK, 110/2002-ZVPot-A, 76/2015-ZPomK-1F, v nadaljevanju ZVK).

ZPre-1 temelji na naslednjih osnovnih načelih:

- enaka obravnava vseh delničarjev,
- načelo obvezne javne ponudbe za prevzem,
- načelo dolžnosti razkritja podatkov in
- omejitev določenih obrambnih dejanj managementa.

Določbe ZPre-1 veljajo za vse javne družbe, katerih delnice z glasovalno pravico kotirajo na organiziranem trgu, oz. delniške družbe z več kot 250 delničarji ali več kot 4 milijoni celotnega kapitala.⁴ V 7. členu ZPre-1 je zapisano, da je prevzem položaj, ko prevzemnik sam ali skupaj z osebami, ki delujejo usklajeno z njim, doseže prevzemni prag. Le-ta je določen pri 1/3 deleža glasovalnih pravic v ciljni družbi⁵. Skladno z 12. členom mora prevzemnik, ki doseže omenjeni prevzemni prag, podati prevzemno ponudbo (angl. *mandatory bid*). Le-to lahko poda tudi prostovoljno prevzemnik, ki ni dosegel prevzemnega praga⁶ (angl. *voluntary bid*). Kot določa 16. člen, lahko prevzemnik ponudi:

- denarno plačilo za vrednostne papirje (t. i. denarna ponudba),
- nadomestne vrednostne papirje,
- nadomestne vrednostne papirje namesto izplačila dela cene v denarju (t. i. kombinirana ponudba),
- nadomestne vrednostne papirje ali denarno plačilo, tako da imajo imetniki vrednostnih papirjev pravico izbire (t. i. alternativna ponudba).⁷

Pri tem mora biti skladno z 18. členom cena ali menjalno razmerje za nadomestne vrednostne papirje v prevzemni ponudbi enako za vse vrednostne papirje posameznega razreda ali vrste vrednostnih papirjev, prav tako pa cena ne sme biti nižja od najvišje cene, po kateri je prevzemnik pridobil vrednostne papirje v obdobju zadnjih 12 mesecev pred objavo prevzemne ponudbe.

Pred objavo prevzemne ponudbe mora prevzemnik objaviti prevzemno namero in o nameri za prevzem obvestiti agencijo,⁸ poslovodstvo ciljne družbe in organ, pristojen za varstvo konkurence.⁹ V obdobju 10–30 dni po objavi prevzemne namere, mora prevzemnik, hkrati s ponudbenim dokumentom (prospektom), objaviti prevzemno ponudbo. Kot določa 32. člen ZPre-1, mora prevzemnik pred objavo prevzemne ponudbe pridobiti dovoljenje ATVP, ki med

⁴ 4. člen ZPre-1.

⁵ Pred sprejetjem novele zakona o prevzemih leta 2012 je prevzemni prag znašal 25 %.

⁶ 13. člen ZPre-1.

⁷ Prevzemnik, ki je v nasprotju z ZPre-1 presegel prevzemni prag, mora podati samo denarno ponudbo, prevzemnik, ki pa je v zadnjih 12 mesecih pred objavo prevzemne ponudbe za denarno plačilo pridobil vrednostne papirje, iz katerih izhaja 5 ali več odstotni delež glasovalnih pravic, pa lahko poda zgolj denarno ali alternativno ponudbo.

⁸ Agencijo za trg vrednostnih papirjev.

⁹ Urad za varstvo konkurence.

drugim preveri ustreznost prospekta, zakonitost prevzemne ponudbe in ali je prevzemnik deponiral denarni znesek ali bančno garancijo, skladno z določili 36. člena. Poslovodstvo ciljne družbe mora nato v 10 dneh od objave prevzemne ponudbe o njej objaviti svoje utemeljeno mnenje.

ZPre-1 v nadaljevanju ureja področje konkurenčnih ponudb in omejitev, ki jih ima poslovodstvo ciljne družbe. Za konkurenčno ponudbo velja, da ne sme biti objavljena pozneje kakor 10 dni pred iztekom roka za sprejem prve ponudbe in ne pozneje kakor 28 dni pred iztekom končnega roka. Omejitve poslovođenja ciljne družbe veljajo v obdobju, med prejemom obvestila o prevzemni nameri oz. od datuma prevzemne namere, če niso prejeli predhodnega opozorila, pa do objave odločbe o izidu prevzemne ponudbe. Kot določa 47. člen v tem času brez sklepa skupščine delničarjev ne smejo:

- povečati osnovnega kapitala,
- sklepati poslov zunaj rednega poslovanja družbe,
- opravljati dejanj ali sklepati poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe,
- pridobivati lastnih delnic ali vrednostnih papirjev, iz katerih izhaja upravičenje do njih,
- opravljati dejanj, ki bi lahko onemogočala ponudbo.

Tekom prevzemne ponudbe lahko prevzemnik, če je to predvideno v prospektu, prekliče ponudbo, če da konkurenčno ponudbo drug prevzemnik ali če nastopijo okoliščine, ki tako otežujejo izpolnitev obveznosti prevzemnika, da nakup vrednostnih papirjev ne ustreza več njegovemu pričakovanju.¹⁰ Prevzemnik mora v 3 dneh od izteka roka za sprejem prevzemne ponudbe objaviti obvestilo o njenem izidu, kjer natančno opredeli, kakšen je bil rezultat prevzemne ponudbe in pri neuspešni tudi razloge za njeno neuspešnost. ATVP nato izda odločbo, s katero ugotovi uspešnost ali neuspešnost ponudbe (ZPre-1, 2006).

ZGD-1 v 6. delu določa pravila glede statusnega preoblikovanja družb. Pri tem ZGD-1 predvideva možnosti združitve, delitve, prenosa premoženja in spremembe pravnoorganizacijske ureditve. Združitve ZGD-1 deli na pripojitve in spojitve. Pripojitev opredeljuje kot prenos celotnega premoženja ene ali več delniških družb (prevzeta družba) na drugo delniško družbo (prevzemna družba), spojitev pa kot ustanovitev nove delniške družbe (prevzemna družba), na katero se prenese celotno premoženje družb, ki se spajajo (prevzete družbe).

ZPOmK-1 ureja omejevalna ravnanja, koncentracije podjetij, nelojalno konkurenco, oblastna omejevanja konkurence in ukrepe za preprečitev omejevalnih ravnanj in koncentracij, ki bistveno omejujejo učinkovito konkurenco. Poleg tega določa tudi organ, pristojen za varstvo konkurence, njegove pristojnosti in postopke pred njim. Kot pravi 42. člen ZPOmK-1, je

¹⁰ 52. člen ZPre-1.

koncentracijo treba priglasiti, če je skupni letni promet v koncentraciji udeleženih podjetij, skupaj z drugimi podjetji v skupini v predhodnem poslovnem letu na trgu Slovenije presegel 35 milijonov evrov in je letni promet prevzetega podjetja skupaj z drugimi podjetji v skupini v predhodnem poslovnem letu na trgu Slovenije presegel 1 milijon evrov. Ne glede na navedene pogoje lahko agencija najpozneje v 15 dneh od dneva, ko v koncentraciji udeležena podjetja obvestijo agencijo o njeni izvedbi, pozove, da jo prigrasijo, če imajo skupaj z drugimi podjetji v skupini več kot 60-% tržni delež na trgu Slovenije. Urad za varstvo konkurence nato presoja, ali obstaja nevarnost ustvarjanja ali krepitev prevladujočega položaja. Za tem odloči o skladnosti koncentracije s pravili konkurence in s tem poda soglasje k transakciji ali pa ga pogojuje z izpolnitvijo določenih pogojev oz. odloči o neskladnosti koncentracije s pravili konkurence.

1.6 Prevzemi v EU

Zgodovina prevzemov v EU je nekoliko drugačna od tiste v ZDA. Velika Britanija velja za okolje, ki je bolj naklonjeno prevzemom kot kontinentalna Evropa. Prvi val prevzemov se je v Veliki Britaniji dogajal v 20. letih prejšnjega stoletja in je bil posledica razvoja tehnik množične proizvodnje in novih možnosti ekonomij obsega. Internacionalizacija svetovne proizvodnje in poskusi ohranjanja britanske konkurenčnosti na svetovnih trgih v 60. letih so pripeljali do drugega vala prevzemov. Tretji val se je precej razlikoval od prvih dveh. Dogajal se je v 80. letih prejšnjega stoletja, v ospredju pa je bil motiv učinkovite uporabe in kombiniranja razpoložljivih sredstev podjetij (Bešter, 1996. str. 14).

Četrtemu valu prevzemov v Veliki Britaniji je deloma sledil tudi kontinentalni del EU, saj je bil povezan z vzpostavitvijo enotnega trga leta 1992. Že pred tem, v obdobju 1983–1987, je bilo v kontinentalnem delu EU opaziti 3-kratno povečanje števila prevzemov, a je njihov obseg kljub temu še vedno močno zaostajal za tistim na otoku. Med prevzemi v kontinentalni Evropi so bili v tem času v ospredju prevzemi znotraj meja posameznih držav (65,6 % vseh prevzemov), med čezmejnimi pa so izrazito prevladovali prevzemi podjetij v sosednjih državah (Bishop & Kay, 1993, str. 319).

Proces vse tesnejšega povezovanja zahodnoevropskih držav v gospodarsko in politično zvezo, je sprožil tudi zanimanje za prevzeme podjetij z namenom vstopa na skupni evropski notranji trg s strani podjetij iz drugih držav, še zlasti iz ZDA. Obseg prevzemov evropskih podjetij s strani prevzemnikov izven EU se je povečeval skozi vsa 80. leta prejšnjega stoletja. Tuji investitorji so prek strategije prevzema podjetja z območja EU najlažje izkoriščali prednosti, ki jih po eni strani ponuja globalni evropski trg in uvozno zaščito pred konkurenčnimi podjetji, ki niso imela domicila na tem področju, na drugi strani. Ciljna podjetja so bila v večini primerov precej manjša od prevzemnikov, saj so v več kot polovici primerov prihodki ciljne družbe predstavljali manj kot 10 % prihodkov prevzemnika. Prav tako je bila za prevzemnike izjemno

pomembna strateška povezanost med podjetjema, saj je bilo kar 87 % prevzetih podjetij s trgi in proizvodi prevzemnika povezanih horizontalno (Lahovnik, 2013, str. 37).

Trend povečevanja prevzemov evropskih podjetij s strani tujih prevzemnikov se je nadaljeval tudi na začetku 90. let. Tuji prevzemniki so na ta način poskušali dokončati proces prestrukturiranja poslovanja na evropskem trgu, ki so ga začeli že v 80. letih, prav tako pa so spremembe zakonodaje olajšale izvajanje prevzemov podjetij. Za prevzeme v evropskih državah je v 90. letih veljalo, da so prevladovali prevzemi, ki so bili povezani z osnovno dejavnostjo podjetja prevzemnika. Največji del prevzemov je bil povezan s konsolidacijami panog prek horizontalnega kapitalskega povezovanja. Največ čezmejnih transakcij so izvedla podjetja iz Velike Britanije, ki so bila hkrati največkrat tako prevzemnik kot tarča prevzema s strani pravnih oseb iz drugih držav članic EU (Lahovnik, 2013, str. 39–40).

Ob vse večji deregulaciji in sinhronizaciji zakonodaje so mednarodni prevzemi v EU vrh tega obdobja doživeli leta 1999, ko je bilo izvedenih 1454 poslov v skupni vrednosti 233,3 milijarde USD. Nov vrh je bil dosežen že leta 2001 in je sovpadal s svetovnim valom združitvev ter prevzemov. Nov veter v jadra združitvam in prevzemov je pomenila tudi širitev skupnega trga EU na nove države članice, po večini nekdanje socialistične države iz Vzhodne Evrope¹¹. Kot sta v svoji raziskavi ugotovila Angwin in Savill (1997) je 81 % prevzemnikov na ravni EU menilo, da je rast konkurence na evropskem trgu močno vplivala na njihovo odločitev o prevzemu ciljnega podjetja. Prav tako jih je skoraj 80 % navedlo, da je prodor na trge drugih območji EU njihova strateška prioriteta, prevzemi pa so kot ena izmed osnovnih investicijskih strategij vstopa na tuje trge (Durmaz, 2014, str. 52) primeren način za doseg tega cilja. Tako se je število transakcij povečalo že leta 2003, saj so mnogi investitorji v prevzemu podjetij v novih članicah EU videli najlažjo pot do novih lokalnih trgov. S padcem trgovinskih ovir so lokalna podjetja v novih državah članicah EU postala zanimive tarče, tako za podjetja znotraj EU kot tudi za tista s sedežem izven. Še dodaten pospešek je kapitalsko povezovanje dobilo tudi zaradi uvedbe skupne valute – evra, zaradi česar so se zmanjšali transakcijski stroški investitorjev (Lahovnik, 2013, str. 43) in povečala konkurenca zaradi znižanih trgovinskih stroškov, eliminacije stroškov zamenjave valut in izboljšane transparentnosti cen. Ob tem monetarna unija olajšuje pretok kapitala in zmanjšuje makroekonomsko negotovost, kar ima prav tako pozitiven vpliv na čezmejne prevzeme (Aviat et al., 2009, str. 58). Trend povečevanja števila in vrednosti prevzemov se je na ta način nadaljeval in leta 2007 je obseg prevzemov, v katerih so sodelovala evropska podjetja, prvič preseгла vrednost prevzemov ameriških podjetij (Campa & Machieri, 2009, str. 71).

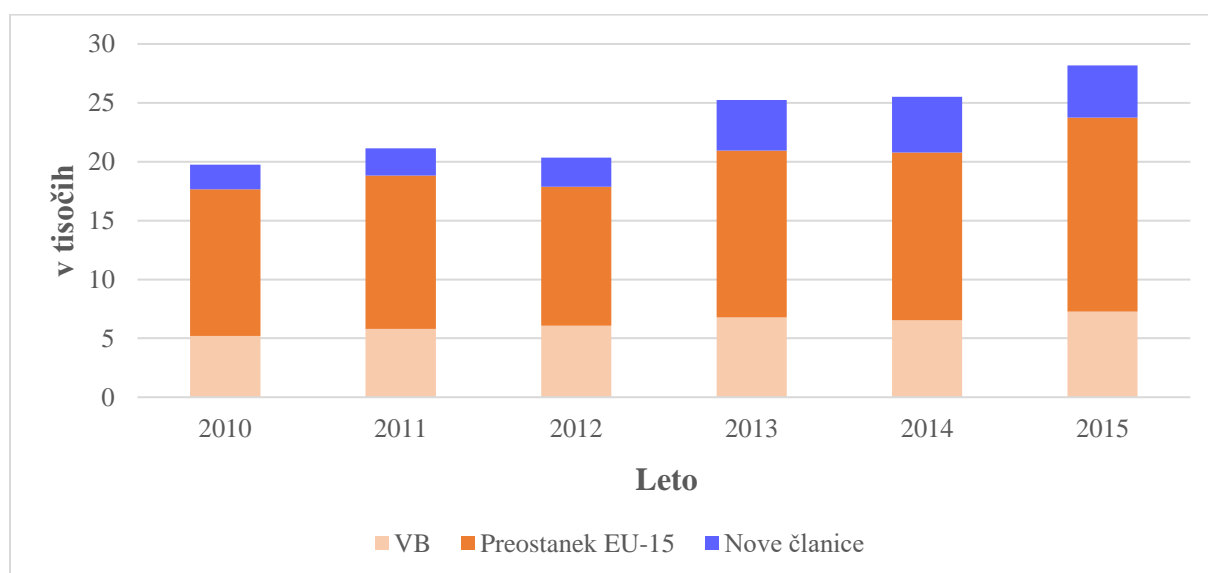
Tako kot drugje po svetu je tudi v EU s prihodom gospodarske krize upadlo število prevzemov. Leta 2007 je bilo tako v državah »starih« članicah EU (t. i. EU-15), kjer je izvedena glavnina

¹¹ Številni avtorji (npr. Jacoby, 2014 in Kazmierska-Jozwiak, 2014) sicer ugotavljajo drugačne vzorce razvoja združitvev in prevzemov v državah t. i. »Vzhodne Evrope« kot v državah t. i. »Zahodne Evrope«.

prevzemov v EU, sklenjenih 21,672 poslov, leta 2008 pa zgolj še 17,266 (Bureau van Dijk, 2009, str. 26).

Kot je razvidno iz Slike 2 je v naslednjih letih sledilo obdobje počasnega vračanja na raven pred letom 2008. Leta 2011 se je število prevzemov v celotni EU-27 povzpelo do 21,137 (EU-15 18,826). Leto 2012 je za EU pomenilo leto ponovno poslabšanih makro ekonomskih razmer, kar se je odrazilo tudi v ponovno nekoliko zmanjšanem številu prevzemov, katerih število je upadlo na 20,349. Veliko povečanje števila prevzemov se je zgodilo leta 2013, ko je število transakcij doseglo 25,242 od tega v EU-15 20,945, s čimer se je močno približalo na pred krizno raven. Trend rasti števila prevzemov v EU se je na ravni EU zgodil tudi leta 2014 (25,521) in leta 2015, ko je prišlo do občutnejšega skoka, saj je bilo izvedenih kar 28,180 prevzemov, od tega 23,733 v državah EU-15, s čimer je bilo preseženo tudi pred krizno leto 2007.

Slika 2: Število prevzemov v obdobju 2010–2015 v EU (v tisočih)



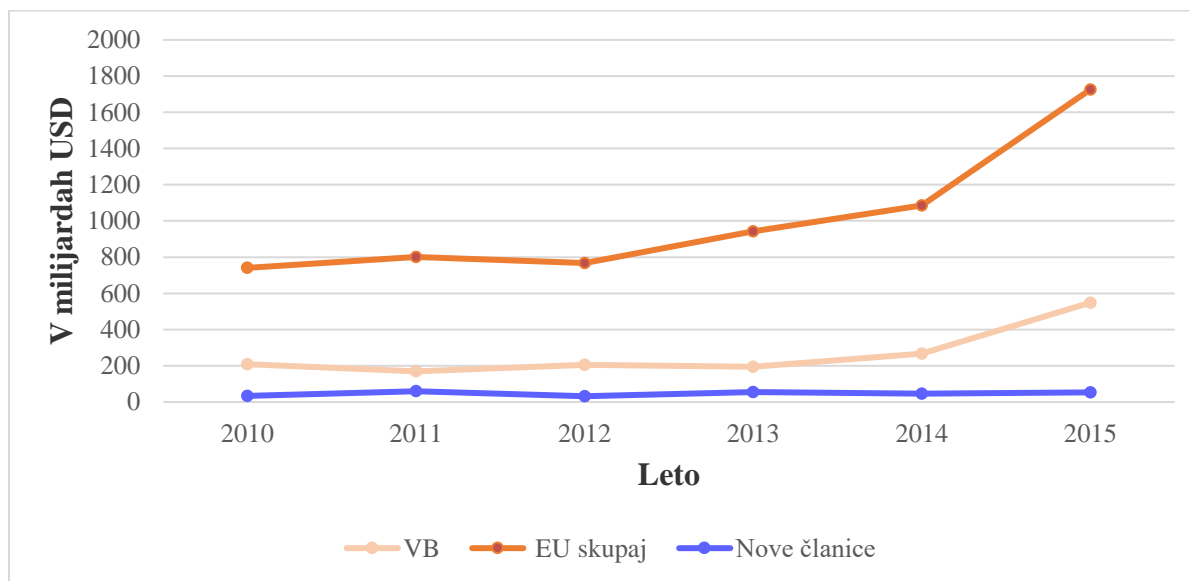
Vir: Povzeto in prirejeno po Bureau van Dijk, *Zephyr Annual M&A Activity Report, 2012*, str. 19; Bureau van Dijk, *Zephyr Annual M&A Activity Report, 2015*, str. 22.

Kot že omenjeno veliko večino prevzemov v EU predstavljajo podjetja iz t. i. »starih članic« EU-15. V obdobju 2010–2015 je bilo zgolj 14,5 % vseh prevzemov izvedenih v novih članicah EU.¹² Prevzemna aktivnost je torej bistveno večja v EU-15, vendar pa tudi tu obstajajo velike razlike, zlasti med njenim anglosaškim in celinskim delom, saj je daleč največ prevzemov v EU še vedno izvedenih v Veliki Britaniji. V obdobju 2010–2015 je bilo v Veliki Britaniji izvedenih kar 26,9 % vseh prevzemov v EU, kar je skoraj 2-krat toliko kot v vseh novih članicah skupaj in 31,6 % vseh prevzemov v EU-15.

¹² V analizo ni vključena Republika Hrvaška, ki je v EU vstopila 1. julija 2013 in s tem ni bila članica celotno preučevano obdobje.

Podobno je tudi z vrednostmi prevzemov (glej Sliko 3). Leta 2010 je skupna vrednost prevzemov v EU znašala 740,81 milijarde USD, leta 2011 pa se je zvišala na 801,83 milijarde USD. Leta 2012 je sledil padec na 766,86 milijarde USD, čemur je sledilo obdobje konstantne rasti. Leta 2013 je tako vrednost prevzemov v EU preseгла 900 milijard USD (941,92), leta 2014 pa še bilijon (1,09 bilijona USD). Leta 2015 se je vrednost prevzemov povečala še za dodatnih 59 % in dosegla vrednost 1,72 bilijona USD.

Slika 3: Vrednost prevzemov v EU v obdobju 2010–2015 (v milijardah USD)



Vir: Povzeto in prirejeno po Bureau van Dijk, *Zephyr Annual M&A Activity Report, 2012*, str. 19; Bureau van Dijk, *Zephyr Annual M&A Activity Report, 2015*, str. 22.

Tudi glede na vrednost prevzemov izrazito prevladujejo prevzemi v starih članicah EU. Vrednost prevzemov v novih članicah EU se je gibala med 31,8 milijarde USD leta 2012 in 59,2 milijarde USD leto poprej, leta 2015 pa so prevzemi v novih članicah predstavljali zgolj 3,1 % celotne vrednosti prevzemov v EU. Disproporcionalno vrednost prevzemov v novih članicah EU lahko pripišemo zlasti manjši prevzemni aktivnosti in nižji tržni kapitalizaciji, ki jo dosegajo podjetja v novih članicah EU. Vrednost prevzemov podjetij držav članic v EU, ki so v povezavo vstopile med letoma 2004 in 2007 tako znaša manj kot petino vrednosti prevzemov v Veliki Britaniji, ki je tudi po kriteriju vrednosti prevzemov izrazito vodilna država članica EU. Vrednost prevzemov britanskih podjetij v obdobju 2010–2015 predstavljala 26,26 % vrednosti vseh prevzemov v EU, leta 2015 pa je njihova vrednost dosegla celo 31,79 %.

Kljub temu da še vedno prevladujejo prevzemi na nacionalni ravni, je tako na globalni kot evropski ravni v zadnjih desetletjih viden trend povečevanja čezmejnih prevzemov. Čezmejni prevzemi poleg koristi, ki jih prevzemi prinašajo na nacionalni ravni, ponujajo tudi priložnost za hiter dostop do tujih distribucijskih in marketinških kanalov, strank ter drugih pomembnih

spretnosti in znanj, ki jih lahko prevzemniki uporabijo za vstop na nove trge ter povečanje prodaje produktov (Martin in drugi, 1998). Velika večina čezmejnih prevzemov (približno 70 %) predstavljajo prevzemi v isti panogi oz. t. i. horizontalni prevzemi (Peng, 2009, str. 273). Pri mednarodnih prevzemih znotraj EU je opazno pravilo, da so najbolj aktivni investitorji iz sosednjih držav. Vzroki za ta t. i. sosedski vzorec so v dejstvih, da se tudi največ mednarodne menjave odvije med podjetji iz sosednjih držav, prav tako so tudi agentski stroški nadzora nad izvajanje integracije zaradi relativne bližine nižji, zanemariti pa ne gre niti zgodovinske povezanosti, skupnih običajev in kulturnih podobnosti (Lahovnik, 2013, str. 44). S prevzemi podjetij v sosednjih, običajno sorodnejših državah, se zmanjšajo tudi tveganja za neuspeh čezmejnega prevzema, saj so poglavitni dejavniki neuspeha čezmejnih prevzemov kulturne razlike, težave s komunikacijo, različne poslovne norme in managerski slogi (Haleblian & Finkelstein, 1999).

Poleg geografske bližine se verjetnost za čezmejne prevzeme povečuje tudi pri kulturni sorodnosti (npr. sorodni jezik, podoben zgodovinski razvoj itd.), prav tako pa podjetja iz držav z bolj razvitim korporativnim upravljanjem pogosteje prevzemajo podjetja v državah s slabšim. Podobno tudi podjetja iz držav z dobro razvitim trgom pogosteje prevzemajo podjetja s trgov v razvoju. Faktor pri čezmejnih prevzemih so lahko tudi valutne razlike, saj so podjetja iz držav, katerih valuta je izgubila na vrednosti, privlačnejše tarče za čezmejni prevzem, še zlasti, če se pričakuje, da gre zgolj za trenutni padec vrednosti valute (Erel, Liao, & Weisbach, 2012, str. 1048–1050).

Z naraščanjem števila in vrednosti prevzemov v EU so se začeli krepiti pozivi po enotnem predpisu, ki bi urejal področje prevzemov v EU. Prvi neuspeli poskus je predstavljala direktiva iz leta 1989. Temu je sledilo še 6 različnih predlogov Komisije, med drugim tudi nov, dodobra spremenjen predlog, ki je bil pripravljen leta 1999. Pri njem so poskušali upoštevati precej raznoliko, predvsem pravno, tradicijo držav članic. Poglavitni razlog, ki je narekoval potrebo po pravni ureditvi tega področja na ravni EU, je bil v dejstvu, da se je pojavljalo vedno večje število čezmejnih prevzemov, pri čemer so imele osebe, ki so sodelovale pri postopku prevzemov, zaradi različnih ureditev po posameznih državah in težav z jurisdikcijo zelo raznolike položaje. Pri tem so bile še zlasti izpostavljene pravice malih delničarjev, ki so bile ali pa niso bile ustrezno varovane (Tekavc & Pučnik, 2002, str. 64–65). Predlog je bil ponovno zavržen, Evropski parlament pa je leta 2003 le potrdil nov predlog, ki je državam članicam načrtoval zgolj minimalne zahteve in cilje, ki jim morajo slediti pri njihovem urejanju združitvev in prevzemov. Cilj predlagane direktive je tako bil zagotovitev pravnega okvira prevzemov v EU in zagotovitev ustrezne zaščite malih delničarjev.

Področja združitvev in prevzemom tako urejajo in nadzirajo zakoni in ustrezni organi posameznih držav članic EU, razen če izpolnjujejo merila evropske dimenzije. Le-ta so: skupni promet vseh vključenih podjetij je višji od 5 milijard EUR, skupni promet vsakega posameznega podjetja je večji od 250 milijonov EUR ter vključena podjetja ne dosegajo več

kot dve tretjini evropskega prometa v posamezni državi članici EU. V tem primeru mora biti transakcija sporočena Evropski komisiji, ki lahko v primeru, da ugotovi, da obstaja trg, na katerem bi bila zaradi združitve ogrožena konkurenca, sama obravnava primer, da bi vzpostavila učinkovito konkurenco, ali pa primer preda ustreznim nacionalnim organom (Lahovnik, 2013, str. 138).

2 PREVZEMNA CENA IN PREVZEMNA PREMIJA

2.1 Oblikovanje prevzemne cene

Ena izmed ključnih nalog prevzemnika pred prevzemom je, da ustrezno ovrednoti vrednost ciljnega podjetja in tako določi maksimalno ceno, ki jo je še pripravljen plačati za prevzem ciljnega podjetja. Metode vrednotenja podjetij se v grobem delijo na statične in dinamične (glej Tabela 2). Za statične metode velja, da poskušamo ugotoviti vrednost ciljnega podjetja v določenem trenutku na osnovi stanja sredstev ciljnega podjetja ali pa na osnovi izvedenih primerljivih transakcij. Na drugi strani dinamične metode temeljijo na diskontiranju prihodnjega denarnega toka tarče prevzema (Lahovnik, 2013, str. 82).

Med statične metode sodi vrednotenje sredstev in metode primerljivih transakcij. V okviru vrednotenja sredstev se lahko izračuna likvidacijska vrednost podjetja, ki temelji na predpostavki, da podjetje v trenutku vrednotenja preneha poslovati, pri tem pa se sredstva prodajo in obveznosti poplačajo, preostanek pa je likvidacijska vrednost ciljnega podjetja. Prav tako se lahko izračuna tudi neto aktivo podjetja, in sicer na način, da najprej določimo pošteno tržno vrednost sredstev delujočega podjetja in od nje odštejemo pošteno tržno vrednost vseh obveznosti, saj je treba upoštevati, da se vrednost nekaterih sredstev v uporabi razlikuje od vrednosti istih sredstev izven uporabe (Lahovnik, 2013, str. 83).

Pri uporabi metode primerljivih transakcij primerjamo izbrane kazalce ciljnega podjetja s kazalci drugih primerljivih podjetij. Gre za zelo pogost način vrednotenja podjetij, katerega slabost tiči v dejstvu, da je občasno težko najti primerljive transakcije, še zlasti, če ciljno podjetje ne kotira na borzi oz. sorodna podjetja izhajajo iz različnih institucionalnih okolij oz. če so bile transakcije izvedene v časovno neprimerljivih obdobjih. Izvedba primerjave poteka v več fazah. Najprej poiščemo podobna že prevzeta podjetja v isti panogi, nato izberemo relativni kazalec (npr. čisti dobiček, dobiček iz poslovanja z ali brez amortizacije, prosti denarni tok, vrednost prodaje, višina dividende ...) in izračunamo razmerje med vrednostjo prevzema ter vrednostjo izbrane postavke. Izračunani količnik uporabimo kot kazalec za izračun vrednosti ciljnega podjetja (Lahovnik, 2013, str. 83).

Tabela 2: Nekateri izmed načinov vrednotenja podjetja

Metoda	Metodološki postopek
Statično vrednotenje sredstev	Vrednost neto aktive
	Likvidacijska vrednost
Statična: multiplikatorji primerljivih transakcij oz. podjetij	Cena/čisti dobiček
	Cena/EBIT (dobiček iz poslovanja pred davki in obresti)
	Cena/EBITDA (dobiček iz poslovanja pred davki in iz obresti povečan za amortizacijo)
	Cena/dividendo
	Cena/prosti denarni tok
	Cena/prihodek
	Cena/odjemalca
	Cena/skupna marža
Dinamične: diskontiranje prihodnjih denarnih tokov	Sedanja vrednost pričakovanih prostih denarnih tokov
	Sedanja vrednost pričakovanih čistih dobičkov
	Sedanja vrednost pričakovanih EBIT
Dinamične: kapitalizacija donosov	Kapitalizacija prostih denarnih tokov
	Kapitalizacija čistega dobička
	Kapitalizacija EBIT

Vir: M. Lahovnik, Združitve in prevzemi podjetij, 2013, str. 82.

Prevzemnike običajno ne zanima računovodski dobiček, ki je podvržen računovodskim postopkom, temveč prosti denarni tok, ki ga lastniki lahko potegnejo iz podjetja, ne da bi pri tem zmanjšali načrtovano prodajo. Vrednost podjetja je s finančnega vidika enaka vsoti prihodnjih koristi, ki jih podjetje prinaša njegovim lastnikom. Te koristi lahko izrazimo kot sedanjo vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov, katerih sedanjo vrednost izračunamo z diskontno stopnjo, prilagojeno za ustrezno tveganje. Metoda diskontiranih prihodnjih prostih denarnih tokov, kot dinamična metoda vrednotenja, je pogosto uporabljen način ocenjevanja vrednosti podjetij. Kot pri vsakršnem projiciranju prihodnosti je tudi v tem primeru slabost metode v dejstvu, da temelji na številnih predpostavkah in je zato zelo občutljiva na spremembe teh predpostavk (Lahovnik, 2013, str. 87).

Vrednotenje po metodi diskontiranih prihodnjih denarnih tokov poteka v več fazah. Najprej izračunamo projekcijo prostih denarnih tokov, na način, da seštejemo čisti dobiček poslovnega leta, amortizacijo in prodajo stalnih sredstev tarče ter odštejemo investicije v stalna sredstva tarče ter prištejemo ali odštejemo spremembe kratkoročnih sredstev, spremembe dolgoročnih finančnih obveznosti in spremembe dolgoročnih finančnih naložb.

Nato izračunamo diskontno stopnjo, ki je enaka tehtanemu povprečnemu strošku dolžniškega in lastniškega kapitala podjetja (angl. *Weighted average cost of capital* – WACC), ki se izračuna po naslednji formuli:

$$WACC = w_d r_d (1 - t) + w_e r_e \quad (1)$$

Pri čemer je:

w_d = delež dolga v celotnem kapitalu

r_d = strošek dolga

t = veljavna davčna stopnja

w_e = delež navadnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu

r_e = strošek navadnega lastniškega kapitala

Za tem izračunamo neto sedanjo vrednost diskontiranih prihodnjih prostih denarnih tokov ciljnega podjetja. Pri tem se zaradi točnosti izračuna omejimo na določeno obdobje, ki običajno ne presega 10 let. K temu dodamo še izračun t. i. preostale vrednosti podjetja (PV), ki nam pove vrednost podjetja po obdobju ocenjevanja. Sedanja vrednost (SV) tako predstavlja vsoto sedanje vrednosti diskontiranih prostih denarnih tokov v obdobju ocenjevanja in diskontirano preostalo vrednost podjetja (PV).

$$SV = \sum_{i=1}^t \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{PV}{(1 + WACC)^t} \quad (2)$$

Celotno vrednost torej izračunamo v dveh korakih. Najprej uporabimo predpostavko konstantne stopnje rasti prostega denarnega toka po obdobju ocenjevanja. S pomočjo matematičnega generičnega zaporedja določimo končno vrednost kot:

$$PREOSTALA_VREDNOST = \frac{FCF_t * (1 + st.rasti)}{WACC - st.rasti} \quad (3)$$

Pri tem t pomeni zadnje leto ocenjevanega obdobja.

Seštevek sedanje vrednosti diskontiranih prostih prihodnjih denarnih tokov (FCF) ciljnega podjetja ocenjevanega obdobja in preostale vrednosti podjetja predstavlja celotno vrednost podjetja. V primeru, da želimo izračunati vrednost lastniškega kapitala, moramo od celotne vrednosti podjetja odšteti neto dolg. Da bi izračunali vrednost podjetja na delnico, moramo nato le še deliti vrednost lastniškega kapitala s številom delnic (Lahovnik, 2013, str. 87–91).

DePamphilis (2010) poudarja, da je pred prevzemom treba ustrezno ovrednotiti tako prevzemno podjetje kot podjetje tarčo. Pri tem je treba upoštevati vse prihodke in stroške, ki jih ima posamezno podjetje, pripisati pravilno vrednost denarnih tokov, brez upoštevanja odklonov v

podatkih. Analiza naj bi zajemala daljše časovno obdobje in primerjavo z drugimi podjetji, ki se ukvarjajo s podobnimi dejavnostmi (DePamphilis, 2010).

V naslednji fazi je treba opredeliti vrednost po prevzemu, ki vključuje učinke sinergij, za katere se pričakuje, da bodo nastale kot posledica povezovanja podjetij. Pri tem je potrebno, da so vključene neto sinergije – torej, da so vključeni tudi vsi stroški, ki bodo nastali v procesu realizacije sinergij.

V nadaljevanju DePamphilis (2010) priporoča določitev začetne ponudbene cene podjetja tarče skladno z naslednjo enačbo:

$$(PV(t) \text{ ali } MV(t)) < P(iop) < (PV(t) \text{ ali } MV(t) + PV(ns)) \quad (4)$$

Pri čemer je:

PV= sedanja vrednost podjetja tarče prevzema

MV= tržna vrednost podjetja tarče prevzema

t = čas pred prevzemom

P(iop) = začetna ponudbena cena za podjetje tarčo prevzema

PV(ns) = neto sedanja vrednost sinergij

Začetna ponudba mora biti torej višja od sedanje vrednosti oz. tržne vrednosti podjetja tarče prevzema in nižja od sedanje vrednosti oz. tržne vrednosti z vključenimi neto sedanjimi vrednostmi sinergij.

V primeru, da so lastniki podjetja tarče zadovoljni s ponujeno ceno, da se prevzem prevzemniku finančno izplača, da se ne kršijo nobene pogodbe in da se stroški zadolževanja ne povečajo preveč, je smiselno realizirati prevzem (DePamphilis, 2010).

2.2 Opredelitev prevzemne premije

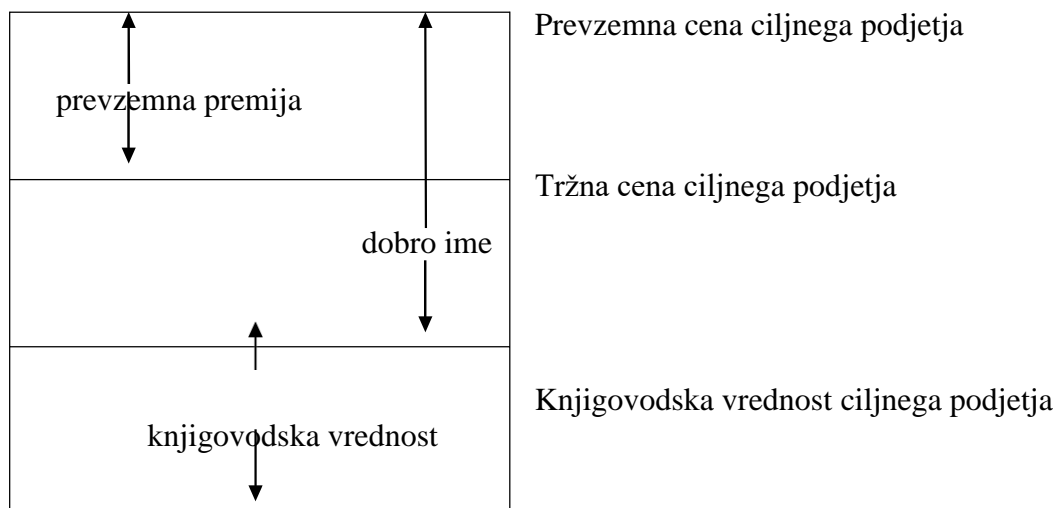
Kot je razvidno iz Slike 4 je prevzemna cena običajno sestavljena iz knjigovodske vrednosti podjetja pred prevzemom, tržno ceno podjetja pred prevzemom, ki običajno presega knjigovodsko vrednost podjetja in vsebuje tudi dobro ime podjetja, kakor ga vrednotijo investitorji ter prevzemne premije, ki jo je za nadzor nad podjetjem pripravljen plačati prevzemnik (Damodaran, 2002).

Prevzemna premija v osnovi predstavlja razmerje med končno ceno delnice, ki jo ob realizaciji prevzema plača prevzemnik, in ceno delnice ciljnega podjetja pred novico o prevzemu (Hayward & Hambrick, 1997, str. 103). Poglavitni razlog za prevzemno premijo je v pričakovanih sinergijah med prevzemnikom in prevzetim podjetjem ter v dejstvu, da

prevzemnik želi pridobiti kontrolni delež v ciljnim podjetju, s tem pa pomemben vpliv na upravljanje in poslovanje podjetja (Lahovnik, 2013, str. 96–97).

Prevzemne premije temeljijo na pričakovanih sinergijah med prevzemnikom in prevzetim podjetjem. Vsako podjetje ima notranjo vrednost, ki temelji na neto sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov, ki so neodvisni od prevzema. Tržna vrednost podjetja, ki se v primeru, da so delnice ciljnega podjetja uvrščene na organiziran trg kapitala, odraža v tržni kapitalizaciji, predstavlja pričakovanja in vrednotenja podjetja s strani udeležencev na kapitalskem trgu. Tržna vrednost podjetja običajno ni enaka nakupni prevzemni ceni, ki vključuje tudi pričakovane učinke sinergij. Vrednost sinergij se odraža v neto sedanji vrednosti pričakovanih prihodnjih denarnih tokov kot rezultat koristi zaradi kapitalskega povezovanja med podjetji.

Slika 4: Sestavine prevzemne cene

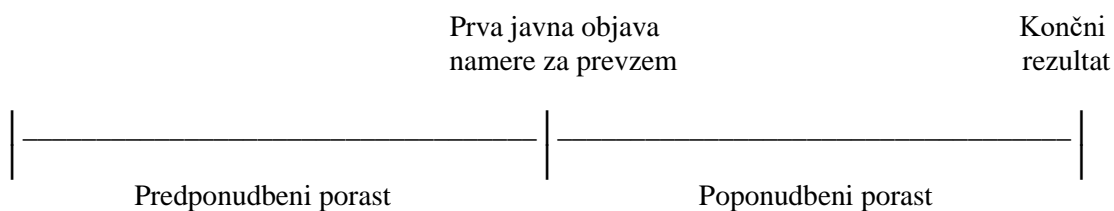


Vir: M. Lahovnik, *Združitve in prevzemi podjetij*, 2013, str. 96.

Kot pravi Schwert (1996, str. 2) je prevzemna premija sestavljena iz dveh približno enako velikih delov.¹³ Prvi predstavlja predponudbeni porast tečaja delnic ciljnega podjetja (angl. *run up*), drugi pa poponudbeni porast (angl. *mark up*). V času predponudbenega porasta tečaja delnic ciljnega podjetja zgolj prevzemnik ve, za njegovo namero za prevzem, pri tem pa je možno, da ima isto namero za prevzem še katero drugo podjetje. Porastu cen delnic ciljnega podjetja po prvi javni objavi namere za prevzem pravimo poponudbeni porast. V tem času se lahko pojavi še kakšno drugo podjetje, ki prav tako želi prevzeti ciljno podjetje, kar običajno poveča prevzemno premijo. Proces se konča s končnim rezultatom, ki je lahko bodisi uspešen prevzem bodisi neuspešen z umikom ponudnika oz. ponudnikov (Slika 5).

¹³ Jerell in Poulsen (1989) sta ugotovila, da preponudbeni porast cene delnic znaša povprečno med 30 % in 40 % celotne premije.

Slika 5: Časovnica merjenja prevzemne premije



Vir: W. G. Schwert, *Markup Pricing in Mergers and Acquisitions*, 1996, str. 2.

2.3 Predponudbeni porast tečaja

Pred javno objavo ponudbe za prevzem nastane na trgu kapitala asimetrija informacij med prevzemnikom, ki ve, da namerava potencialno prevzeti ciljno podjetje in ostalimi udeleženci, ki te informacije še nimajo. Neobičajen porast cene delnic v tem obdobju imenujemo predponudbeni porast tečaja (angl. *run up*) (Lahovnik, 2013, str. 94). Poleg porasta cene delnic ciljnega podjetja je pogosto opaziti tudi povečan obseg trgovanja z delnicami prevzemne tarče. Povišanje vrednosti in obsega trgovanja z delnicami ciljnega podjetja skušata pojasniti hipoteza uhajanja informacij, ki poudarja pomen zlorabe notranjih informacij, ter hipoteza pričakovanja trga, ki temelji na predpostavki učinkovitosti trga kapitala (Keown & Pinkerton, 1981, str. 866).

2.3.1 Hipoteza uhajanja informacij

Porast cen delnic ciljnega podjetja pred prvo uradno objavo prevzemne namere je lahko posledica uhajanja informacij in njihove zlorabe s strani t. i. »insajderjev«. Tovrstno ravnanje je seveda kaznivo,¹⁴ kljub temu pa so nekatere raziskave pokazale, da je uhajanje informacij in trgovanje t. i. »insajderjev«, predstavljalo približno polovico predponudbenega porasta tečaja delnic ciljnega podjetja (Meulbroek, 1992).

Vprašanje trgovanja »insajderjev« je še posebnega pomena pri managerskih odkupih, zaradi potencialnega konflikta interesa med managerji podjetja in preostalimi zunanjimi delničarji. V interesu managementa podjetja je, da si pridobi čim več delnic še pred prvo javno objavo namere o prevzemu bodisi z namenom kasnejše prodaje po višji ceni bodisi zaradi želje po pridobitvi čim večjega števila delnic po ugodnejši ceni še pred javno oznanjenim začetkom prevzemnega postopka. Na ta način lahko zmanjšajo število dodatnih delnic, kupljenih po prevzemni ceni, potrebnih za uspešno realizacijo prevzema (Harlow & Howe, 1993, str. 109).

¹⁴ 243. člen Kazenskega zakonika (KZ-UPB1) določa, da se z zaporom do treh let kaznuje oseba, ki: 1. zlorabi notranje informacije z nakupom ali prodajo vrednostnega papirja ali izvedenega finančnega instrumenta zase ali za koga drugega, posredno ali neposredno; 2. jih sporoči nepoklicani osebi ali na podlagi notranje informacije priporoči tretji osebi nakup ali prodajo vrednostnih papirjev oz. 3. nepooblaščno pride do notranje informacije in jo izkoristi z nakupom ali prodajo tega vrednostnega papirja ali izvedenega finančnega instrumenta zase ali za koga drugega, posredno ali neposredno. V primeru, da je bila z omenjenimi dejanji pridobljena velika premoženjska korist, se storilec kaznuje z zaporom do 5 let.

Transakcije »insajderjev« pogosto zaznajo tudi investitorji, ki na ta način izvedo za namero prevzemnika glede nakupa delnic ciljnega podjetja. Preostali udeleženci na trgu kapitala tako posnemajo delovanje oseb, za katere sumijo, da imajo informacije, ki splošni javnosti niso poznane in tudi sami začno z nakupi delnic ciljnega podjetja, ki posledično pridobivajo na ceni (Keown & Pinkerton, 1981, str. 866).

2.3.2 Hipoteza pričakovanja trga

Hipoteza pričakovanja trga pravi, da je predponudbeni porast tečaja delnic ciljnega podjetja posledica delovanja profesionalnih investorjev in špekulantov ter temelji na različnih raziskavah, analizah in predvidevanjih zunanjih analitikov ter strokovnjakov (Pound & Zeckhauser, 1990, str. 302). Zagovorniki hipoteze pričakovanja trga so prepričani, da predponudbeni porast cene delnic zgolj potrjuje hipotezo učinkovitega trga kapitala, ki predpostavlja, da je cena delnic podjetja v danem trenutku odraz vseh javno razpoložljivih informacij o podjetju (Jarrell & Poulsen, 1989, str. 227).

2.4 Vpliv predponudbenega porasta tečaja

Tako kot glede razloga za predponudbeni porast tečaja, tudi glede njegovega vpliva na končno prevzemno ceno ni enotnega mnenja. Nekateri avtorji so mnenja, da predponudbeni porast ne vpliva na končno ceno, ki jo plača prevzemnik, medtem ko drugi trdijo, da predponudbeni porast tečaja delnic pomeni dodatek h končni ceni prevzema. Na ta način sta se izoblikovali dve glavni hipotezi: hipoteza substitucije in hipoteza pribitka na ceno.

2.4.1 Hipoteza substitucije

Hipoteza substitucije predpostavlja, da imata tako prevzemnik kot management in delničarji ciljnega podjetja na razpolago več informacij kot preostali udeleženci na trgu, tovrstna asimetrija informacij pa se odraža tudi na tržni ceni delnic ciljnega podjetja. Obe strani naj bi zato zanemarili predponudbeni porast tečaja delnic, saj naj bi ga razumeli kot posledico uhajanja informacij v javnost. Zaradi tega naj bi bil porast cene delnic po objavi prevzemne namere manjši, kot bi bil brez uhajanja informacij pred prvo javno objavo namere o prevzemu. Hipoteza substitucije torej pravi, da predponudbeni porast tečaja delnic, ne bo imel posledic na višino končne prevzemne cene (Lahovnik, 2013, str. 95).

2.4.2 Hipoteza pribitka na ceno

Hipoteza pribitka na ceno predpostavlja, da predstavniki prevzemnika in ciljne družbe ne poznajo razlogov za porast cene delnic. Porast tečaja cene delnic je torej posledica informacij drugih udeležencev na trgu, zato začno v podjetju prevzemnika in ciljnega podjetja ceno delnice vrednotiti drugače. Najpogosteje predvidevajo, da se je na trgu pojavilo še eno podjetje, ki želi

prevzeti ciljno podjetje, zato zvišajo oceno vrednosti podjetja (Scwert, 1996, str. 4). Hipoteza pribitka na ceno torej pravi, da ima porast cene delnice pred javno objavo namere za prevzem posledico v višji končni ponudbeni ceni za prevzem podjetja.

Hipoteza pribitka na ceno odraža racionalno obnašanje predstavnikov kupca in prodajalca v času, ko se soočajo s težavo nepopolnih informacij. Vendar pa je lahko posledica manjka substitucije med predponudbenim in poponudbenim porastom tečaja delnic tarče tudi v iracionalnem obnašanju kupca, ki želi prevzeti podjetje »za vsako ceno«. V tem primeru se pogosto zgodi, da se zniža cena delnic prevzemnika po objavi višine prevzemne ponudbe (Scwert, 1996, str. 4).

2.5 Poponudbeni porast tečaja

Po prvi javni objavi prevzemne namere tudi ostali udeleženci na trgu kapitala spoznajo namere prevzemnika. Morebiten porast tečaja delnic ciljnega podjetja v obdobju po prvi javni objavi ponudbe za prevzem imenujemo poponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja (angl. *mark up*) (Lahovnik, 2013, str. 94). V tem času se lahko pojavi tudi konkurenčna ponudba za prevzem, ki običajno pomeni višjo prevzemno premijo ali pa lahko začne uprava podjetja izvajati obrambne mehanizme pred prevzemom, ki prav tako običajno zvišajo ceno delnic podjetja in s tem prevzemno premijo.

Potencialni prevzemnik razpolaga s specifičnimi informacijami, ki pred objavo namere o prevzemu še niso izražene v tržni ceni delnice. Gre zlasti za sinergijske učinke, ki si jih prevzemnik obeta po uspešno izvedenem prevzemu in je zaradi njih tudi pripravljen plačati prevzemno premijo. Za uspešno izpeljan prevzem mora biti razlika med vrednostjo, po kateri prevzemnik vrednoti ciljno podjetje, in t. i. rezervacijsko ceno delničarjev ciljnega podjetja pozitivna (Lahovnik, 2013, str. 94).

2.6 Višina in dejavniki prevzemne premije

Višina prevzemne premije se od prevzema do prevzema razlikuje. Različne raziskave so v različnih časovnih obdobjih prikazale različne višine prevzemnih premij. Tako ugotavlja Jensen (1993), da je povprečna premija med letoma 1976 in 1990 znašala 41 %. Jarell, Brickley in Netter (1988) so ugotovili precejšnja nihanja glede na obdobje, ko je bila izvedena transakcija. Tako so ugotovili, da so delničarji ciljnih podjetij v 60. letih prejšnjega stoletja na račun prevzemnih premij v povprečju realizirali 19-% donosnost, v 70. letih pa še bistveno več, saj je povprečna prevzemna premija v tem obdobju znašala 35 %, medtem ko je bila v 80. letih 30-%. Bradley in Korn (1979) sta na vzorcu prevzetih podjetij med letoma 1975 in 1978 izmerila povprečno 53-% premijo, ki je sicer variirala med 23 % in 115 %. Dokaj podobne rezultate sta predstavila tudi Walking in Edmister (1985), ki govorita o 51,7-% povprečni premiji, z razponom 1,5 %–157 %. Podobno sta ugotovila Varaiya in Ferris (1987), ki pravita, da

povprečna prevzemna premija znaša okrog 50 %, vendar v mnogih primerih preseže tudi 100 %, kar sicer pogosto vpliva na uspešno realizacijo prevzema, saj je prav previsoka prevzemna premija pogosto razlog za slabše rezultate prevzema od pričakovanih.

Kot kaže Tabela 3 se je povprečna prevzemna premija, merjena v obdobju 4 tednov pred prevzemno ponudbo, na svetovni ravni, med letoma 2010–2015, gibala med 25,7 % leta 2014 in 31,9 % leta 2012. Za celotno obdobje je značilno, da so bile prevzemne premije v ZDA za najmanj 24,5 % višje od svetovnega povprečja. Na drugi strani so bile prevzemne premije v Evropi bistveno nižje od tistih v ZDA in so prav tako, z izjemo leta 2011, tudi nekoliko zaostajale za svetovnim povprečjem.

Tabela 3: Višina povprečne 4-tedenske prevzemne premije v obdobju 2010–2015 (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ZDA	37,9	38,0	42,8	35,7	34,0	34,6
Evropa	27,0	31,9	28,4	28,2	25,0	25,9
Svet	28,9	30,5	31,9	28,4	25,7	27,2

Vir: Thomsonreuters, Mergers & Acquisitions Review, 2011, str. 4; Thomsonreuters, Mergers & Acquisitions Review, 2013, str. 4; Thomsonreuters, Mergers & Acquisitions Review, 2015, str. 4.

Višina prevzemne premije je odvisna od številnih dejavnikov. Lahovnik (2013, str. 98) poleg klasičnega tržnega razmerja med ponudbo in povečanim povpraševanjem po delnicah ciljnega podjetja, kar ob predpostavki fiksne ponudbe zvišuje ceno delnic tarče, izpostavlja še naslednje dejavnike prevzemne premije:

- ali je prevzem sovražni ali prijateljski,
- ali je objavljena konkurenčna ponudba,
- način plačila delnic ciljnega podjetja,
- lastniška struktura ciljnega podjetja,
- (ne)pričakovanost prevzema,
- ali prevzemnik prihaja iz iste panoge,
- investicijske priložnosti prevzemnika in ciljnega podjetja,
- denarni tok prevzemnika in ciljnega podjetja,
- zadolženost prevzemnika in ciljnega podjetja,
- splošni pogoji na trgu vrednostnih papirjev,
- začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju.

Prevzemne premije so običajno višje pri sovražnih kot pri prijateljskih prevzemih, saj se prevzemnik zaveda, da bo management ciljnega podjetja poskušal prepričati delničarje podjetja, da naj ne prodajo delnic, zaradi česar bo prevzemnik pogosto ponudil višjo ceno, da bi jih prepričal v nasprotno. Prav tako gre pričakovati pri sovražnih prevzemih uporabo

obrambnih mehanizmov s strani managementa, ki prav tako pogosto vodijo do višanja prevzemne premije. Kot je ugotovil Shapiro (1990, str. 935), so bile prevzemne premije v primeru uporabe obrambnih mehanizmov 30,9 %, medtem ko so znašale 26 %, kadar se uprave podjetij niso odločile za tovrstne prijeme.

Prevzemne premije so višje tudi v primeru, ko se za prevzem podjetja potegujete dva ali več tekmecev in prihaja do konkurenčnih ponudb. Na ta način se poveča pogajalska moč delničarjev, hkrati pa konkurenčni boj med prevzemniki povečuje tudi ceno, ki so jo pripravljene ponuditi za prevzem in na ta način tudi višino prevzemne premije.

Za financiranje prevzemov se običajno uporabljajo lastni viri, npr. lastni denar, nadomestni vrednostni papirji, lahko pa tudi dolg oz. različne kombinacije omenjenih načinov. Za manjše prevzeme se običajno uporablja denar, večji pa se pogosto financirajo z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Prevzemna premija je običajno višja, kadar je za plačilo prevzema uporabljen denar, saj na ta način lastniki ciljnega podjetja izstopajo iz podjetja in ne morejo več sodelovati pri prihodnji morebitni delitvi dobička.

Dejavnik, ki vpliva na višino prevzemne premije, je tudi lastniška struktura ciljnega podjetja, saj so zunanji lastniki delnic zainteresirani za prodajo delnic v primeru, da ocenijo, da je prevzema premija ustrezna. Na drugi strani managerji in drugi notranji lastniki v ospredje postavljajo svoj položaj in vpliv v podjetju, zato bodo svoje lastništvo izkoristili za zmanjševanje verjetnosti prevzema ter povečanje stroškov za prevzemnika. Izjema je v primeru, da dosežejo dogovor glede svojega statusa ali ustrezne odpravnine, kar pa podraži prevzem. Prevzemne premije so najvišje, kadar management, ki je solastnik ciljnega podjetja, nasprotuje prevzemu, a ga ne ogrozi.

Višina prevzemne premije je odvisna tudi od zadolženosti ciljnega podjetja. Ciljna podjetja z nižjim finančnim vzvodom dosegajo višje prevzemne premije, saj nižji finančni vzvod omogoča, da prevzeto podjetje v obdobju po prevzemu, brez dodatne finančne injekcije prevzemnika, realizira predvidene razvojne projekte.

Čim večje kot je začetno lastništvo prevzemnika pred objavo prevzemne ponudbe, tem nižja je pričakovana prevzemna premija. Visoko začetno lastništvo postavlja prevzemnika v močan pogajalski položaj, še zlasti, če ima ob dovolj razpršeni lastniški strukturi, že pred prevzemno ponudbo pomemben vpliv na odločitve o upravljanju ciljne družbe (Lahovnik, 2013, str. 99–100).

Eden izmed glavnih motivov za povezovanje podjetij iz iste ali sorodne panoge je v izkoriščanju sinergij na različnih ravneh poslovnega procesa. Prevzemi podjetij iz iste ali sorodne dejavnosti praviloma predstavljajo priložnost za večje sinergije med podjetjema, ki se kapitalsko povežeta, kot to velja za nesorodna podjetja. Prednost tovrstnih prevzemov je v doseganju

sinergij, ki izvirajo iz različnih področij, kot so ekonomija obsega, oglaševanje, raziskave in razvoj, skupne proizvodnje zmogljivosti in tržne poti (Flanagan & O'Shaughnessy, 2003, str. 575). Dobro poznavanja področja delovanja ciljnega podjetja s strani managementa prevzemnika omogoča tudi realistično oceno pričakovanih sinergij podjetij, ki sta v procesu povezovanja, tovrstno kapitalsko povezovanje pa krepi tudi tržno moč prevzemnika in zmanjšuje konkurenco (Singh & Montgomery, 1987, str. 378). Zato za tovrstne prevzeme velja, da so tudi vrednotenja in rezervacijska cena, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati za tarčo višje, s tem pa tudi povprečna prevzemna premija. Rezervacijska cena predstavlja najvišjo ceno, ki jo je prevzemnik še pripravljen plačati za prevzem podjetja. Prevzemnik seveda poskuša plačati manj, koliko pa se bo približal rezervacijski ceni, je povezano s pogajalsko močjo delničarjev ciljnega podjetja. Njihova pogajalska moč se poveča, če je prisotnih več potencialnih kupcev ali pa, če znajo oceniti rezervacijsko ceno prevzemnika. Delničarji ciljnega podjetja se zavedajo potencialnih sinergij in jih znajo, tudi s pomočjo finančnega tiska, finančnih svetovalcev in morebiti tudi managerjev ciljne družbe, približno oceniti. Na ta način so sposobni tudi približno oceniti rezervacijsko ceno, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati, kar še dodatno poveča njihovo pogajalsko moč (Flanagan & O'Shaughnessy, 2003, str. 576).

Višje prevzemne premije lahko pričakujemo tudi v primeru, ko prevzemnik nima na voljo primernih notranjih investicijskih priložnosti, istočasno pa ima na voljo dovolj razpoložljivega prostega denarnega toka, ki ga lahko namenja investicijam

Prevzemna premija je lahko odvisna tudi od narave sredstev ciljnega podjetja. Prevzemna premija je nižja pri ciljnih podjetjih, ki imajo višje razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom. Razlog je v tem, da so pričakovane koristi za prevzemnika pri prerazporeditvi nefinančnih sredstev po prevzemu, praviloma višje od dodatnih denarnih tokov, ki jih ustvari prerazporeditev finančnih sredstev, kot so denar, terjatev in naložbe v druga podjetja (Billett & Ryngaert, 1997, str. 142).

Prevzemna premija je lahko odvisna tudi od porekla prevzemnika. Kot sta v svoji raziskavi, na vzorcu 1931 sklenjenih poslov v vrednosti nad 10 mio evrov v Evropi, v obdobju 1985–2009 ugotovila Grote in Rustige (2011, str. 13), so tuji prevzemniki v povprečju plačali 34,83 % prevzemno premijo, medtem ko so domači prevzemniki plačali »le« 24,42 %. Razlika je še posebej očitna v primeru, ko je prevzemnik pretežno v državni lasti.

Pri tem se kot glavni razlog za višje prevzemne premije, ki jih plačajo tuji prevzemniki, omenja dostop do novega trga in s tem povezane sinergije ter nove poslovne priložnosti zaradi širjenja na novo geografsko področje. Dostop do novih trgov lahko privede do večje rasti prodaje prek izkoriščanja prodajnih kanalov prevzemnika za distribucijo produktov prevzemnika in obratno, tuji prevzemniki si v nekaterih primerih obetajo tudi davčne olajšave, v nekaterih primerih pa prevzemi tujih podjetij predstavljajo tudi naravno varovanje pred valutnimi nihanjem (Grote & Rustige, 2011, str. 2). Glede na to, da v večini primerov čezmejnih prevzemov prevzemnik

prihaja iz ekonomsko razvitejšega okolja, dodaten motiv predstavlja nižanje stroškov, predvsem stroškov dela in distribucijskih stroškov, motiv pa lahko predstavljajo tudi različne zakonodajne rešitve (Reynolds & Sonenshine, 2014, str. 174). Dosedanji lastniki podjetij se zavedajo dodatne vrednosti, ki ga ima podjetje za potencialnega tujega kupca, zato od njega tudi zahtevajo višjo prevzemno premijo.

Po drugi strani naj bi bila internacionalna diverzifikacija povezana z osebnimi interesi managementa prevzemnika (Seth, Song, & Pettit, 2002). Izgradnja mednarodnega »imperija« je običajno povezana z višjo plačo, večjim prestižem in zaradi tržne diverzifikacije delovanja podjetja z večjo varnostjo zaposlitve za vodilne managerje. Management prevzemnika je zato motiviran k oddaji ponudb za prevzem, ki bodo zadovoljile delničarje ciljnega podjetja, če tudi presegajo razumne in s sinergijami podprte meje, kar naj bi imelo za posledico višje povprečne prevzemne premije tujih prevzemnikov (Grote & Rustige, 2011, str. 2).

Hayward in Hambrick (1997, str. 104) sta v svoji raziskavi ugotovila tudi vpliv managerskega »precenjevanja« na višino prevzemne premije. Prevzemna premija je tako višja v primeru dobrega poslovanja podjetja v obdobju tik pred začetkom prevzemnih aktivnosti, pozitivne medijske podobe managementa ter od pomena, ki ga svoji vlogi v podjetju pripisuje vodstvo podjetja.

S prevzemom podjetja se spremenita lastništvo in nadzor nad njegovim upravljanjem. Za notranje managerske odkupe velja, da se združita lastniška in upravljavska funkcija. Glede na to, da so novi lastniki podjetja njegovi managerji, je vrednost nadzora nad managementom, kot posledica prevzema podjetja, enaka nič (Treynor, 1993, str. 6–9), s čimer je izničen eden izmed razlogov za plačilo prevzemne premije. Za managerske odkupe velja, da je sprememba vplivanja na vodenje podjetja manjša kot pri ostalih vrstah prevzemov, prav tako pa tudi običajno ne prinašajo sinergij. V prevzemno ceno tako ne morejo biti vključena pričakovanja o prihodnjih sinergijah, zaradi katerih bi lahko prevzemnik ponudil višjo prevzemno ceno. Iz teh razlogov so tudi prevzemne premije pri managerskih odkupih običajno nižje kot pri ostalih vrstah prevzemov podjetij (Nanda, 2007, str. 2).

Prav tako prihaja pri tovrstnih prevzemih do asimetrije informacij in konflikta interesa managementa, ki se hkrati pojavlja v vlogi kupca podjetja in vlogi agenta, ki naj bi deloval v interesu obstoječih lastnikov. To lahko vodi v različne, predvsem računovodske manipulacije managementa, ki želi poslabšati sliko uspešnosti poslovanja podjetja in s tem vplivati na lastnike, da bi svoje delnice prodali ceneje (Mao & Renneboog, 2015, str. 45).

3 ANALIZA PREVZEMNIH AKTIVNOSTI V SLOVENIJI

V analizo prevzemnih aktivnosti so vključeni prevzemi, pri katerih je bil prevzemnik dolžan slediti določbam ZPre-1. Slednje veljajo, če je ciljna družba javna družba in če se z njenimi delnicami z glasovalno pravico trguje na organiziranem trgu. Določbe ZPre-1 prav tako veljajo, če je ciljna družba delniška družba, s katere delnicami se na organiziranem trgu ne trguje, če ima na zadnji dan pred letom, ki je pomembno za presojo uporabe ZPre-1, najmanj 250 delničarjev ali 4 mio EUR celotnega kapitala, ki je razviden iz zadnje javne objave letnega poročila te družbe na podlagi zakona, ki ureja gospodarske družbe.

Tabela 4: Prevzemna aktivnost v Sloveniji, 2004–2016

Leto	Število zahtev za dovoljenje za odkup po ZPRE	Število izdanih dovoljenj	Uspešne/neuspešne prevzemne ponudbe	Delež uspešnih prevzemnih ponudb (v %)
2004*	21	20	20/0	100,0
2005	22	22	20/1	95,2
2006	23	23	20/3	87,0
2007	37	35	37/1	97,4
2008	20	20	18/1	94,7
2009	12	12	14/0	100,0
2010	6	6	7/0	100,0
2011	13	13	10/1	90,9
2012	14	13	15/0	100,0
2013	7	7	7/0	100,0
2014	10	10	8/0	100,0
2015	18	14	11/0	100,0
2016	13	13	15/0	100,0
Skupaj	216	208	202/7	96,7

Legenda: *od 1. 5. dalje

Vir podatkov: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ponudbe za odkup po ZPre, 2017a, str. 4–19; lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Tabele 4, je v obdobju 1. 5. 2004–31. 12. 2016 (v nadaljevanju v obdobju 2004–2016) ATVP obravnavala 216 zahtev za izdajo dovoljenj za odkup po ZPre-1. ATVP je izdala dovoljenja za odkup v 208 primerih, medtem ko ga je v 5 primerih zavrnila, v 3 primerih pa je prevzemnik odstopil od namere za prevzem (celoten seznam je priložen v Prilogi 1). V tem obdobju je ATVP izdala 209¹⁵ odločb o uspešnosti prevzemnih ponudb. Velika večina, kar 202 prevzemni ponudbi sta bili uspešni, medtem ko je bilo 7 prevzemnih ponudb okarakteriziranih kot neuspešnih. Visok delež uspešnih prevzemov je delno posledica pravice

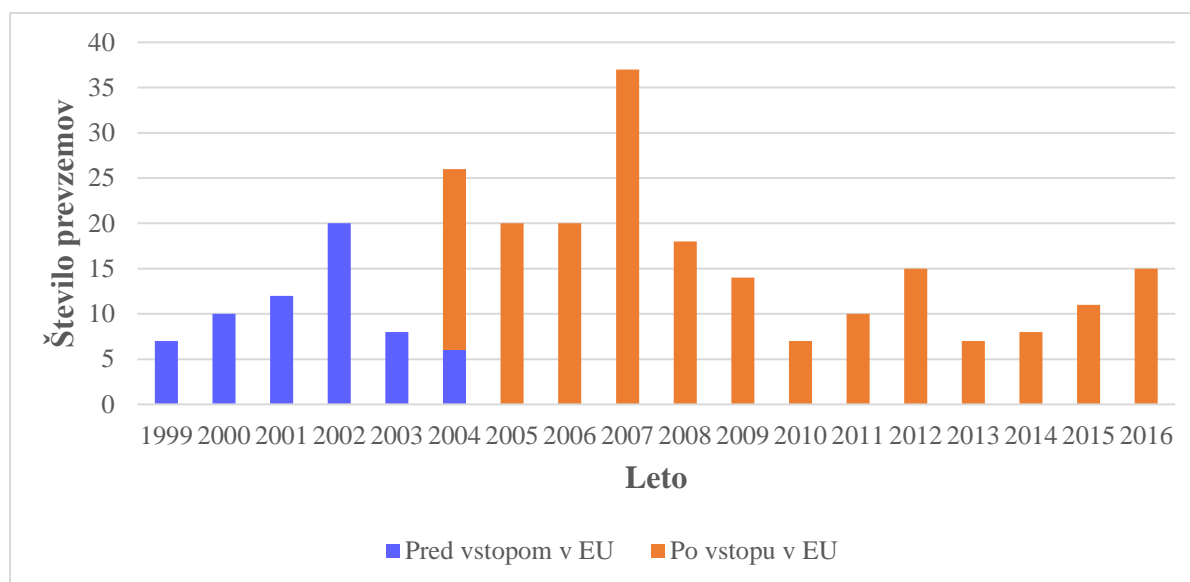
¹⁵ 4 odločbe se nanašajo na prevzeme podjetij, katerih dovoljenje za ponudbo za odkup je bilo izdano pred 1. 5. 2004, medtem ko so bile 3 odločbe o uspešnosti prevzemov za podjetja, ki so pridobila dovoljenje za odkup pred 31. 12. 2016, izdane leta 2017 in zato niso vključene v analizo.

prevzemnika, da v prevzemni ponudbi ne zapiše minimalnega praga uspešnosti prevzema, s čimer je prevzem avtomatično označen za uspešnega, tudi če prevzemnik v okviru ponudbe za prevzem ne pridobi nobene delnice ciljnega podjetja.

3.1 Uspešne prevzemne ponudbe po letih in dejavnosti ciljnega podjetja

V času približevanja EU je od leta 1999 dalje število prevzemov konstantno naraščalo. Leta 1999 je bilo izpeljanih 7 uspešnih prevzemnih ponudb, ob vrhuncu prevzemnih aktivnosti leta 2002 pa je bilo zabeleženih že 20 uspešnih prevzemnih ponudb. Leta 2003 je nato število uspešnih prevzemnih ponudb drastično upadlo na 8. Že naslednje leto, ko je Slovenija vstopila v EU, pa je število uspešnih prevzemnih ponudb doseglo dotedanjo rekordno število – 26. Leta 2005 je nato število uspešnih prevzemnih ponudb nekoliko upadlo, na 20 (glej sliko 6).

Slika 6: Uspešne prevzemne ponudbe, 1999–2016



Vir podatkov: Agencija za trg vrednostnih papirjev, *Ponudbe za odkup po ZPre, 2017a, str. 4–19; lastni izračuni.*

Od vstopa v EU do konca leta 2005 so med prevzemi prevladovali zlasti prevzemi v sorodnih dejavnostih, s katerimi so prevzemniki želeli konsolidirati panoge in zvišati tržne deleže ter prek sinergij doseči večjo konkurenčnost. Pri tem so kot motiv pogosto navajali tudi soočanje s tujo konkurenco, tako na slovenskem kot na širšem evropskem trgu, kakor tudi preprečevanje morebitnega prevzema s strani tujih prevzemnikov. Med drugim je v tem obdobju Primorje prevzelo Gradis, Salonit Anhovo je prevzel Kemo Puconci, Mercator Maximarket, Istrabenz Kolinsko, Alpetour Integral itd. Managerski odkupi so bili v tem obdobju med drugim izvedeni v SCT, MIP in Autocommercu. Poleg tega so bile v teh letih močno aktualne tudi ponudbe za odkup delnic družb, ki so se preoblikovale iz nekdanjih pidov (pooblaščenih investicijskih

družb), saj se je kar dvanajst od devetintridesetih (30,8 %) uspešnih prevzemnih ponudb iz tega obdobja nanašalo ravno na ta podjetja.

Enako kot leta 2005 je bilo tudi leta 2006 20 uspešnih prevzemnih ponudb. Močno povečanje števila uspešnih prevzemnih ponudb je sledilo leta 2007, ko je bilo v Sloveniji 37 uspešnih prevzemnih ponudb, kar je daleč največ v celotnem preučevanem obdobju. Leta 2008, ko so se tudi v Sloveniji že začeli kazati začetki svetovne finančne in gospodarske krize, se je število uspešnih prevzemnih ponudb zmanjšalo na 18, kar pa je bila za slovenske razmere še vedno relativno visoka številka.

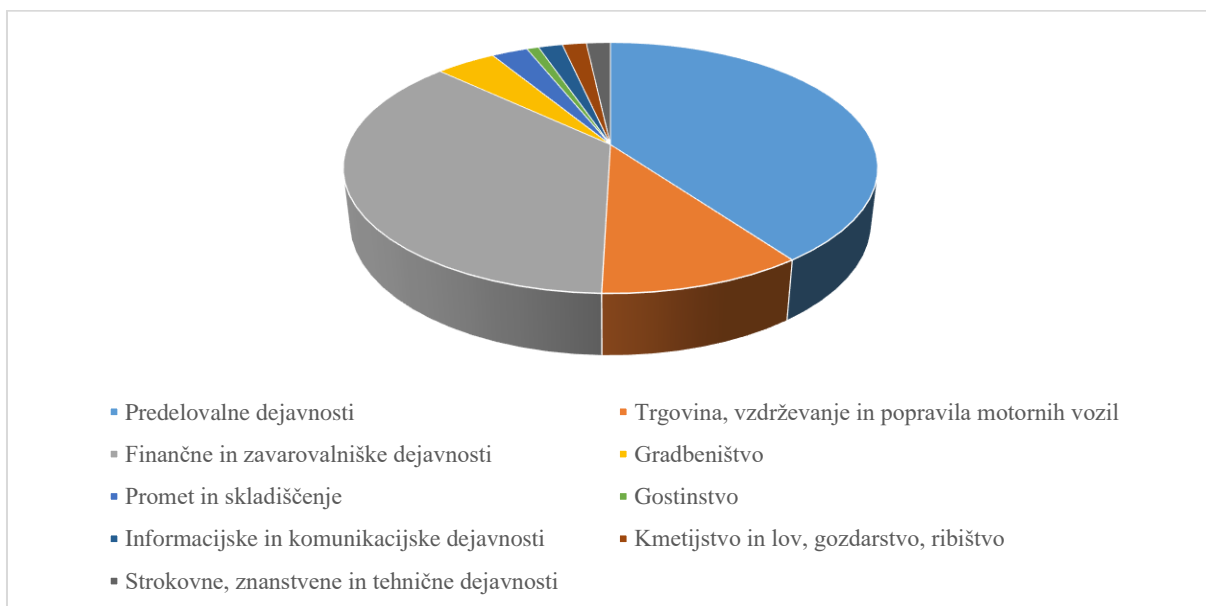
To je bilo obdobje dobrih gospodarskih razmer, velikega optimizma okrog nadaljnjega ekonomskega razvoja, ambicioznih idej dela managementa in relativno lahko dostopnih finančnih virov za financiranje prevzemov, katerih dostopnost se je še dodatno povečala zaradi uvedbe evra v Sloveniji 1. januarja 2007. Delež uspešnih ponudb za odkup delnic družb iz povezanih dejavnosti se je v tem obdobju znižal, medtem ko so se, v primerjavi s prvim obdobjem po priključitvi EU, delno okrepili t. i. konglomeratni prevzemi. Še bolj so se okrepili managerski odkupi, močna pa je ostala tudi prevzemna aktivnost okrog družb, naslednic pidov. Skupno so prevzemne ponudbe, posredno ali neposredno povezane z managerskimi odkupi in prevzemne ponudbe za odkup delnic družb naslednic pidov, predstavljale večino prevzemne aktivnosti v tem obdobju. Delno so bile prevzemne ponudbe za družbe naslednice nekdanjih pidov sicer posledica sprejetja Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb (Ur.l. RS, št. 68/07, 7/08, 121/08 odl. US: U-I-66/08-14, 40/09, v nadaljevanju ZPNPID), z začetkom veljavnosti 31. 7. 2007. Ta je v 2. odstavku 6. člena od delničarjev omenjenih družb, ki so imeli na dan uveljavitve tega zakona v lasti delež vrednostnih papirjev, ki jim je zagotavljal najmanj 15 % glasovalnih pravic, zahteval, da v roku enega leta od uveljavitve zakona bodisi dajo prevzemno ponudbo v skladu z ZPre-1 bodisi ustrezno zmanjšajo število delnic oz. glasovalnih pravic v družbi na manj kot 15 % glasovalnih pravic. Maja 2008 je sicer nato Ustavno sodišče zadržalo izvajanje tega dela zakona in za tem sprejelo odločbo, da je ZPNPID v neskladju z Ustavo, če se razlaga tako, da je dolžan dati novo prevzemno ponudbo tudi tisti delničar družbe, ki je že dal uspešno ponudbo za prevzem.

Med odmevnejšimi prevzemi v obdobju 2006–2008, sta bili Istrabenzov prevzem Droge Kolinske in prevzem Dela s strani Pivovarne Laško, kakor tudi boj za prevzem Mlinotesta, ki ga je v tistem obdobju dobila Vipa. Še mnogo več je bilo v teh letih odmevnih managerskih odkupov. Tovrstna konsolidacija lastništva slovenskih podjetij je bila med drugim izvedena v Primorju, Skupini Viator & Vektor, Merkurju, Istrabenzu in Pivovarni Laško. Pogosta posledica managerskih odkupov, iz celotnega obdobja 1. 5. 2004–2008 (v nadaljevanju obdobje 2004–08), je bila izčrpavanje prevzetih podjetij prek izplačevanja visokih dividend, ekonomsko neupravičenih poslovnih potez, ali pa so novi lastniki pripojili podjetje, prek katerega so izpeljali prevzem, k prevzetemu podjetju. Na ta način so nanj prenesli celotni dolg, ki je nastal

za financiranje prevzema, kar je imelo za posledico bistveno povečane kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti takšnega podjetja.

Kot kaže Slika 7, je bilo v obdobju 2004–2008, največ prevzemnih ponudb za odkup delnic podjetij, katerih osnovna dejavnost je, glede na Standardno klasifikacijo dejavnosti, 2008, V2, sodila v predelovalno dejavnost. Od skupno 115 ponudb za prevzem se jih je 46 oz. 40 % nanašalo na odkupe delnic tovrstnih podjetij. Z 42 ponodbami za prevzem oz. 36,5 % so jim sledila ciljna podjetja iz finančne in zavarovalniške dejavnosti. V veliki večini je šlo pri tem za holdinge, ki so nastali iz nekdanjih pidov. Relativno veliko (12 oz. 10,4 %) je bilo tudi prevzemnih ponudb za odkup delnic podjetij iz dejavnosti trgovine, vzdrževanja in popravila motornih vozil. 5 oz. 4,3 % tarč prevzemov je delovalo v gradbeništvu, 3 v prometu in skladiščenju, po dve prevzemni ponudbi sta se nanašali na podjetja, ki so delovala v informacijski in komunikacijski dejavnosti, dejavnosti kmetijstva in lova, gozdarstva, ribištva ter v dejavnosti strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, ena pa za podjetje iz gostinske dejavnosti.

Slika 7: Uspešne prevzemne ponudbe glede na dejavnost ciljnega podjetja, 2004–08 (v %)



Leta 2009 je Slovenijo, podobno kot dobri del preostale EU, zajela recesija, kar se je močno poznalo tudi na manjšem številu prevzemov, saj je njihovo število upadlo na 14. Prav tako je bilo nadaljevanje upadanje števila prevzemov posledica spremembe zakonodaje iz konca leta 2007 in leta 2008, ki je omejila financiranje prevzemov, s čimer so se poskušale omejiti predvsem sporne oblike managerskih odkupov. Ob tem je treba poudariti, da je bilo blizu polovice uspešnih prevzemnih ponudb tega leta (6), povezanih s ponodbami za prevzem družb, ki jih je skupaj z usklajeno delujočimi družbami objavila družba UPC Telemach in v katerih je po večini že pred tem imela večinski lastniški delež.

Naslednje leto se je število prevzemnih ponudb še dodatno prepolovilo, saj jih je bilo formalno uspešnih le še 7, kar je bilo poleg leta 2013 najmanj v celotnem preučevanem obdobju. Leta 2011 se je število uspešnih prevzemnih ponudb povečalo na 10, kar pa je kljub temu pomenilo še vedno relativno skromno prevzemno aktivnost, ne glede na to, da so cene delnic večine podjetij, v letih pred tem, močno upadle. Situacija se ni bistveno spremenila niti leta 2012, ko se je število uspešnih prevzemnih ponudb sicer nekoliko zvišalo na 15. Tega leta je bila tudi sprejeta novela ZPre-1, s katero se je prevzemni prag zvišal iz 1/4 na 1/3 glasovalnih pravic, s tem pa se je posledično dvignila tudi meja lastništva delnic z glasovalno pravico, po kateri je prevzemnik dolžan objaviti prevzemno ponudbo.

V prvih letih finančne in gospodarske krize se je med prevzemi znova povečal delež prevzemov družb s sorodno dejavnostjo. Močno je upadlo število prevzemov, v katere so bili udeležene holdinške družbe, ki so v tem obdobju po večini poslovale z visokimi izgubami in se spopadale s hudimi finančnimi težavami, zaradi visokega deleža obveznosti v financiranju, kar je bila pogosto tudi posledica njihovih predhodnih prevzemnih aktivnosti. Prevzemne tarče so bila predvsem srednje velika podjetja, v več primerih pa so prevzemne ponudbe dali prevzemniki, ki so že bili večinski lastniki prevzemnih tarč, a so v pogojih relativno ugodnega vrednotenja podjetij, želeli pridobiti več kot 90 % delnic družb, kar bi jim omogočilo iztisnitev malih delničarjev in statusno preoblikovanje podjetja iz delniške družbe (d. d.) v družbo z omejeno odgovornostjo (d. o. o.).

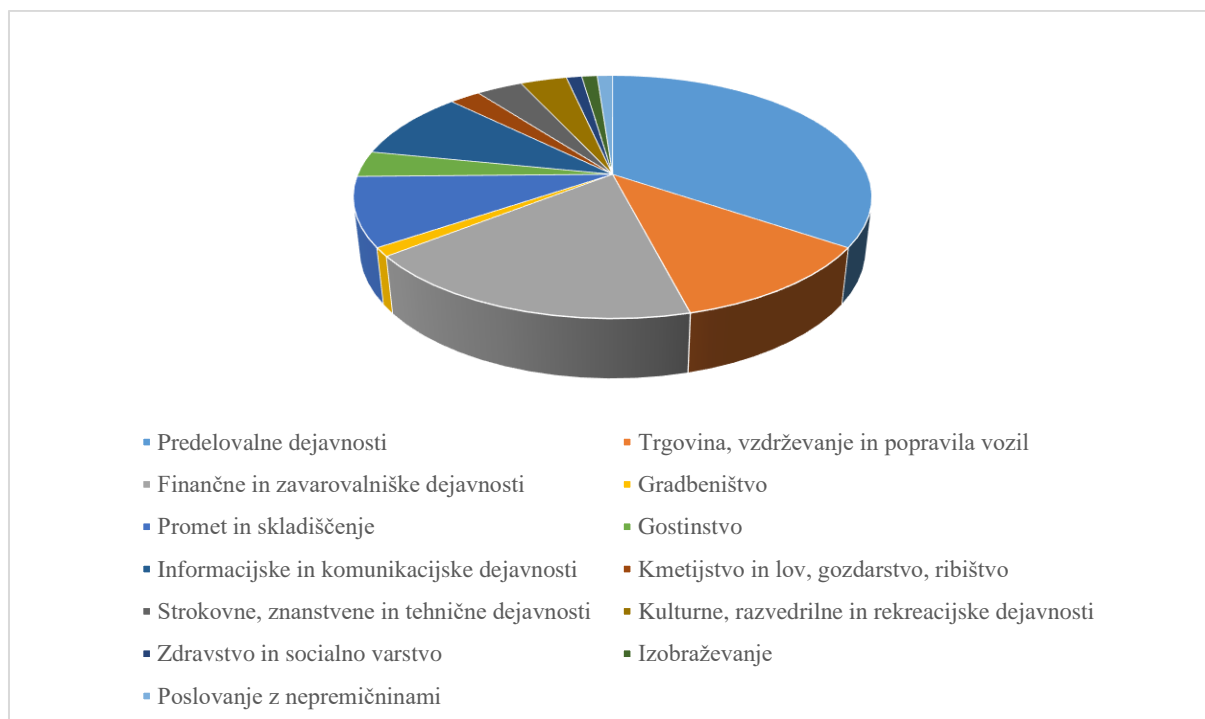
Leta 2013 se je število uspešnih prevzemnih ponudb ponovno zmanjšalo na 7, medtem ko jih je bilo leta 2014 8. Tega leta je prišlo do odprodaje prvega dela družb v pretežni državni lasti iz seznama podjetij za prodajo, ki so ga leta 2013 potrdili na sejah Vlade in Državnega zbora. Prav tako so postali aktivnejši konzorciji prodajalcev nekaterih večjih slovenskih podjetij, ki so jih sestavljale zlasti banke upnice. Na ta način so bili tega leta med drugim prodani Helios, Mercator in Aerodrom Ljubljana. To se je nadaljevalo tudi leta 2015, ko je bilo 11 uspešnih prevzemnih ponudb, med drugim sta bila izpeljana prevzema Žita in Radenske. Kljub povečani prevzemni aktivnosti je število prevzemov še vedno zaostajalo za predkriznim obdobjem, kar velja tudi za leto 2016, ko je bil med drugim dokončan prevzem Pivovarne Laško. Skupno je bilo tega leta zabeleženih 15 uspešnih prevzemnih ponudb, s čimer pa se je za las preseгло povprečje števila uspešnih prevzemnih ponudb od leta 1999 dalje.

Le-to je namreč znašalo 14,7. Pred vstopom Slovenije v EU (brez leta 2004) je bilo v povprečju 11,4 uspešnih prevzemnih ponudb na leto, medtem ko se je povprečno število uspešnih prevzemnih ponudb po vstopu v EU (brez leta 2004) zvišalo na 15,2 na leto.

Kot kaže Slika 8, so tudi v obdobju 2009–2016 (v nadaljevanju obdobje 2009–16) med prevzemnimi ponodbami prevladovale ponudbe za odkup delnic podjetij, ki so delovala v predelovalnih dejavnostih. Skupno se je na tovrstna podjetja nanašalo 30 ponudb oz. 34,5 % vseh uspešnih prevzemnih ponudb iz tega obdobja, kar pa je bilo vseeno nekoliko manj kot v

obdobju 2004–08. Še bistveno večji padec, tako v absolutnem kot relativnem smislu, so doživele ponudbe za prevzem podjetij iz finančne in zavarovalniške dejavnosti. Podjetja iz omenjene dejavnosti so bile tarče uspešnih prevzemnih ponudb v obdobju 2009–16 v 16 primerih oz. 18,3 % vseh uspešnih prevzemnih ponudb. Na ta način se je v tem obdobju v primerjavi z leti 2004–08 prepolovil delež ciljnih družb iz finančne in zavarovalniške dejavnosti med vsemi ciljnimi družbami, hkrati pa je bilo v skupno 8 letih za skoraj 3 krat manj uspešnih prevzemnih ponudb v finančni in zavarovalniški dejavnosti, kot pred tem zgolj v nekaj več kot 3 letih in pol.

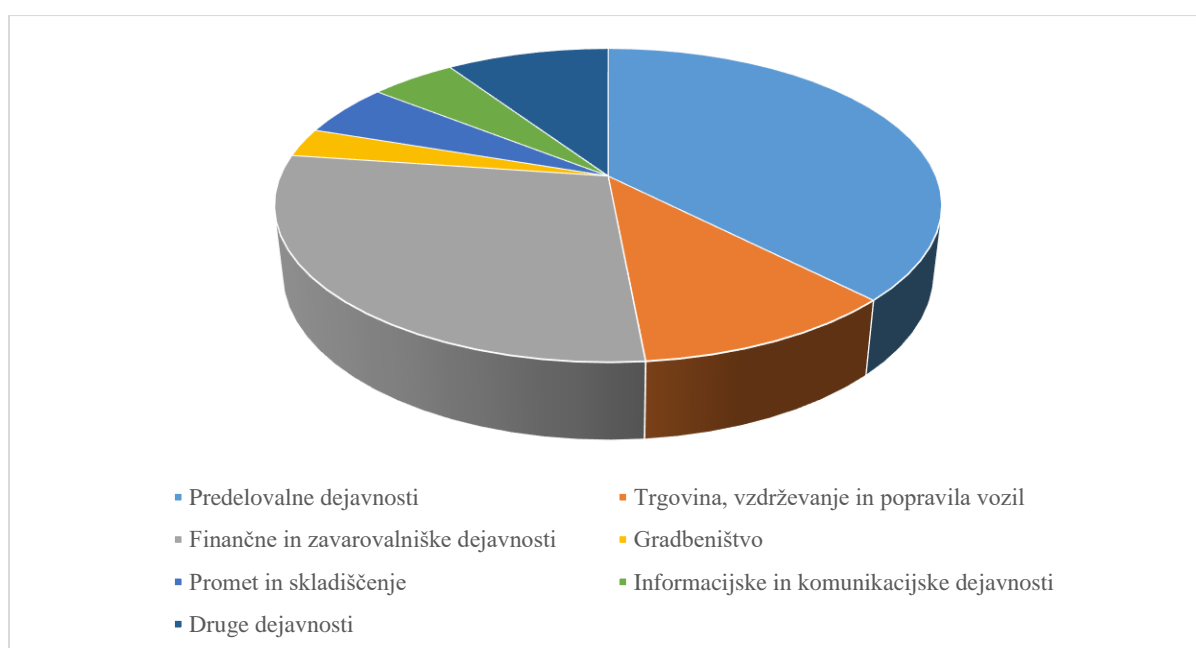
Slika 8: Uspešne prevzemne ponudbe glede na dejavnost ciljnega podjetja, 2009–16 (v %)



Podobno kot v obdobju 2004–08 so bile na tretjem mestu tarč uspešnih prevzemnih ponudb družbe, ki so delovale na področju trgovine, vzdrževanja in popravila motornih vozil z 10 prevzemnimi ponudbami (11,5 %). Močno se je povečalo število in delež podjetij tarč iz dejavnosti promet ter skladiščenje in informacijske in komunikacijske dejavnosti, s po 8 uspešnimi prevzemnimi ponudbami (9,2 %) za podjetja iz obeh omenjenih dejavnosti. Na drugi strani je v luči še posebej močne krize v gradbeništvu tudi močno upadlo zanimanje za podjetja iz te dejavnosti, saj je bila v celotnem obdobju 2009–16 le ena uspešna prevzemna ponudba za podjetje iz te dejavnosti. Po 3 uspešne prevzemne ponudbe so bile sicer še za podjetja iz dejavnosti gostinstvo, iz strokovnih, znanstvenih in tehničnih dejavnosti ter iz kulturnih, razvedrilnih in rekreacijskih dejavnosti. 2 uspešni prevzemni ponudbi sta bili za podjetji iz dejavnosti kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo po ena pa, poleg že omenjenega gradbeništva, še iz področij zdravstva in socialnega varstva, izobraževanja ter poslovanja z nepremičninami.

V celotnem obdobju od vstopa Slovenije v EU – 1. 5. 2004 – do konca leta 2016 se je izmed 202 uspešnih prevzemnih ponudb 76 ali 37,6 % nanašalo na podjetja iz predelovalnih dejavnosti. Tem so sledila podjetja, ki so opravljala finančne in zavarovalniške dejavnosti z 58 uspešnimi prevzemnimi ponudbami (28,7 %). Podjetja iz ostalih dejavnosti so bila bistveno redkeje tarče uspešnih prevzemnih ponudb. Še največ jih je bilo iz področja trgovine, vzdrževanja in popravil vozil (22 oz. 10,9 %). Iz dejavnosti prometa in skladiščenja je bilo 11 prevzemnih tarč (5,4 %), iz informacijskih in komunikacijskih dejavnosti pa 10 oz. 5 %. Iz dejavnosti gradbeništva je bilo 6 tarč prevzemnih ponudb (3 %), iz ostalih dejavnosti pa 19 oz. 9,4 % (Slika 9).

Slika 9: Uspešne prevzemne ponudbe glede na dejavnost ciljnega podjetja, 2004–16 (v %)



3.2 Tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb

Podobno kot število uspešnih prevzemnih ponudb je tudi njihova tržna vrednost precej nihala od leta do leta. Enako kot število prevzemov je bila tudi skupna tržna vrednost prevzemov najvišja leta 2007 in je znašala nekaj več kot 1,2 milijarde EUR. Na visok znesek ni vplivalo le veliko število prevzemnih ponudb, ampak tudi povprečna tržna vrednost prevzemov, ki je znašala 37,51 milijona EUR, kar je bila 3. najvišja povprečna vrednost po letu 1999. K temu je prispevala zlasti visoka tržna kapitalizacija družb, ki so kotirale na borzi, kakor tudi vrednotenja preostalih delniških družb in posledično relativno visoka cena, ki so jo za prevzete družbe plačali prevzemniki. Milijardo evrov je vrednost uspešnih prevzemnih ponudb presegla tudi še pred vstopom v EU, leta 2002, ko sta bila med drugim prevzeta Lek in Pivovarna Union. Izrazito nadpovprečna je bila vrednost uspešnih prevzemnih ponudb tudi leto poprej, ko je znašala 500,35 milijona EUR, medtem ko je bilo, glede na povprečno tržno vrednost uspešnih

prevzemnih ponudb, poleg let 2001, 2002 in 2007, izstopajoče tudi leto 2014, ko je njihova povprečna tržna vrednost znašala 42 milijonov EUR, kar je takoj za letom 2002 druga najvišja vrednost (glej tabelo 5).

To je bila zlasti posledica dejstva, da je bilo tega leta izpeljanih relativno malo uspešnih prevzemih ponudb (le 8), a so bile med ciljnimi družbami nekatere večje, kot so Mercator, Helios Domžale in Aerodrom Ljubljana. V času finančne in gospodarske krize se je vrednost prevzemov sicer precej zmanjšala, kar je bila posledica upada števila transakcij, kakor tudi tržne vrednosti prevzemnih tarč. Zaradi relativno majhnega števila prevzemov v Sloveniji sta tako tržna vrednost uspešnih prevzemih ponudb, kakor tudi njihova povprečna tržna vrednost v posameznem letu, odvisni predvsem od (ne)prisotnosti uspešnih prevzemnih ponudb za velika ciljna podjetja, ki so pogosto v posredni ali neposredni državni lasti.

Tabela 5: Tržna in povprečna tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb, 1999–2016 (v mio EUR)

Leto	Tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb	Povprečna tržna vrednost uspešnih prevzemnih ponudb
1999	58,12	7,27
2000	131,75	13,18
2001	500,55	35,75
2002	1.214,13	67,45
2003	71,35	10,19
2004	290,97	10,03
2005	261,31	13,07
2006	347,87	16,57
2007	1.237,83	37,51
2008	237,95	11,90
2009	24,82	2,07
2010	2,33	0,39
2011	48,70	4,43
2012	37,40	2,67
2013	115,20	16,46
2014	336,00	42,00
2015	177,27	12,66
2016	5,30	0,41

Vir podatkov: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Mesečni pregled gibanj na trgu finančnih instrumentov, 2017b, str. 5–6; lastni izračuni.

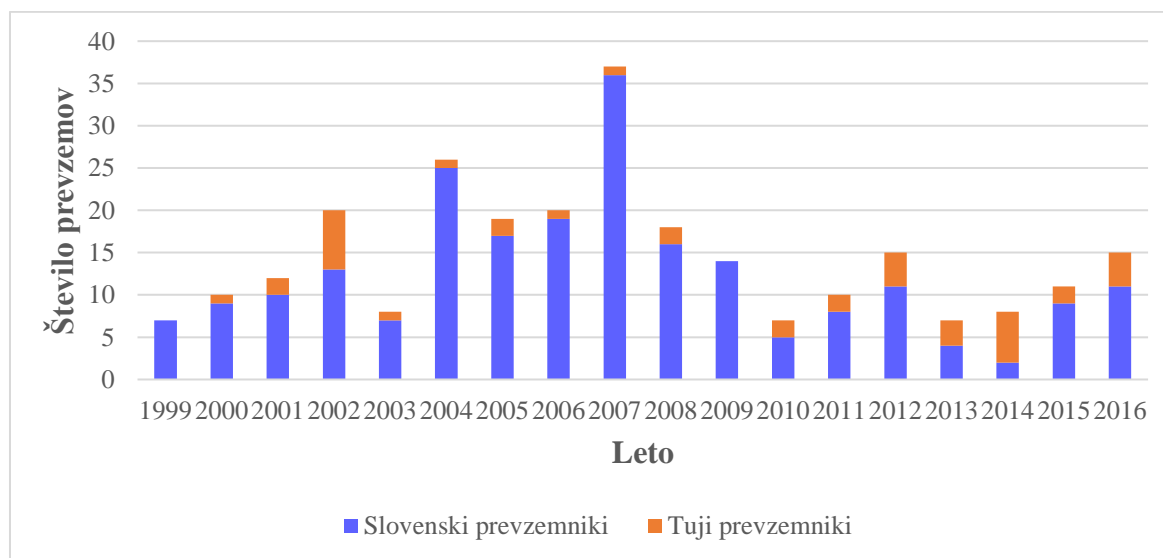
3.3 Prevzemi glede na sedež prevzemnika

V obdobju med začetkom leta 1999 in koncem leta 2016 je bilo v Sloveniji izvedenih 265 uspešnih prevzemnih ponudb. Med njimi je bilo 41 takih, kjer je imel prevzemnik sedež podjetja izven Slovenije, kar je predstavljalo 15,5 % vseh uspešnih prevzemnih ponudb, medtem ko je

v 223 primerih oz. 84,5 % imel prevzemnik, ali vsaj eno izmed podjetij med prevzemniki, sedež v Sloveniji. Od leta 1999 do vstopa v EU – 1. 5. 2004 – je bilo med uspešnimi prevzemnimi ponudbami 17,5 % podanih s strani tujih družb (povprečno 2,2 na leto, brez leta 2004), medtem ko se je po vstopu Slovenije v EU odstotek tujih prevzemnih družb nekoliko znižal in je znašal 14,9 %, kljub temu pa se je, zaradi splošnega povprečnega povečanja prevzemne aktivnosti, nekoliko povečalo tudi število tujih prevzemnikov, na povprečno 2,4 na leto.

Statistika torej kaže, da ni bilo večjih razlik med številom in deležem tujih prevzemnikov pred ter po vstopu v EU. Kot je razvidno iz Slike 10 in Tabele 6, je bilo pred vstopom v EU v večini let le malo tujih prevzemnikov, saj so bili od leta 1999 do začetka leta 2002 izpeljani le trije prevzemi s strani tujih družb. Med njimi je bil najodmevnejši prevzem SKB banke s strani francoske skupine Societe-Generale S. A. Leta 2002 je sledil velik porast števila uspešnih prevzemnih ponudb s strani tujih prevzemnikov, saj je bilo izdanih 7 odločb o uspešnosti prevzemne ponudbe tujih prevzemnikov. Tudi tega leta sta bili med odmevnejšimi prodajami banki (Banka Koper in Krekova banka), poleg njiju pa je odmevala tudi prodaja Leka. Leta 2003 je število uspešnih prevzemnih ponudb tujih družb ponovno upadlo zgolj na eno, kar je bila številka tujih prevzemov tudi v letu 2004. Za oba prevzema sicer velja, da sta imela le pogojno tujega prevzemnika, saj so bili v obeh primerih lastniki nizozemskih prevzemnikov slovenske pravne in fizične osebe.

Slika 10: Slovenski in tuji prevzemniki, 1999–2016



Vir podatkov: Agencija za trg vrednostnih papirjev, *Ponudbe za odkup po ZPre, 2017a, str. 4–19; lastni izračuni.*

Podobno je bilo tudi pri enem izmed dveh tujih prevzemnikov leta 2005. Leta 2006 se je nadaljevalo obdobje relativno velikega števila uspešnih prevzemnih ponudb, ki je vrhunec doživelo leta 2007 z rekordnim številom prevzemnih ponudb v Sloveniji, kar pa se ni odrazilo tudi v povišanju števila tujih prevzemnikov, saj je bila v obeh letih zgolj ena uspešna prevzemna

ponudba s strani tujega podjetja. Na ta način so tuji ponudniki predstavljali le 5 % vseh uspešnih prevzemnih ponudb leta 2006 in 2,7 % leta 2007. Leta 2008, ko se je število uspešnih prevzemnih ponudb v primerjavi z letom prej že prepolovilo, sta bila izvedena 2 tuja prevzema, pri čemer je bil v enem primeru v vlogi prevzemnika ponovno nizozemsko podjetje v posrednem slovenskem lastništvu.

Leta 2009 ni bilo med prevzemniki nobene tuje družbe, leta 2010 pa sta bili med 7 prevzemniki 2 družbi s sedežem v tujini, a je za obe veljalo, da so za njima ponovno stali slovenski lastniki. Podobno je bilo tudi pri enem izmed dveh prevzemov leta 2011. Leta 2012 se je s prevzemom Fructala s strani Nectarja začelo nakazovati obdobje večje vloge tujih prevzemnikov, predvsem zaradi odprodaje podjetij, katerih lastniki, so se zlasti zaradi prezadolženosti, znašli v finančnih težavah kot v primeru Fructala ali pa so zaradi nezmožnosti odplačevanja obveznosti postale lastnice podjetij banke upnice – kot v več primerih prevzemov v naslednjih letih. Skupno so bile leta 2012 med 15 uspešnimi prevzemnimi ponudbami, 4 tujih prevzemnikov (26,7 %), poleg Fructala pa sta bila med drugim prodana tudi Etol in Ljubljanske mlekarne.

Tabela 6: Število in delež tujih prevzemnikov, 2004–2016

Leto	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Število tujih prevzemnikov	1	2	1	1	2	0	2	2	4	3	6	2	4
Delež tujih prevzemnikov med vsemi prevzemi (v %)	3,8	10,0	5,0	2,7	11,1	0,0	28,6	20,0	26,7	42,9	75,0	18,2	26,7

Vir podatkov: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ponudbe za odkup po ZPre, 2017a, str. 4–19; lastni izračuni.

Leta 2013 so imela 3 izmed 7 družb, katerim je bila izdana odločba o uspešnosti prevzemne ponudbe, sedež v tujini, od tega sta bila v dveh primerih tuja prevzemnika brez slovenskih lastniških povezav. Največji tuji prevzem tega leta je predstavljal prevzem Ljubljanskih mlekar s strani hrvaške družbe Dukat, ki je članica francoske skupine Lactalis. Leto 2014 je bilo od vstopa Slovenije v EU rekordno po številu tujih prevzemnikov, saj je bilo med 8 uspešnimi prevzemnimi ponudbami kar 6 (75 %) tujih prevzemnikov, s čimer je bilo to tudi edino leto, ko so tuji prevzemniki predstavljali večino vseh uspešnih prevzemnih ponudb. To je bila v prvi vrsti posledica vladne odločitve o prodaji 15 podjetij v pretežni državni lasti. Na ta način so večinsko tuje lastništvo dobile družbe Helios Domžale, Fotona in Aerodrom Ljubljana, največ pozornosti pa je tega leta požel prevzem Poslovnega sistema Mercator s strani hrvaškega Agrokorja. Leta 2015 se je število uspešnih prevzemnih ponudb s strani tujih prevzemnikov ponovno znižalo, saj sta bili med 11 uspešnimi ponudbami le 2 s strani tujih prevzemnikov. Med drugim je bil tega leta prodana družba Žito, ki je bila na prej omenjenem seznamu podjetij za privatizacijo. Naslednje leto se je število tujih prevzemov povečalo, saj so

bile med 15 uspešnimi prevzemnimi ponodbami 4 tujih družb. Tako je bil tega leta končan postopek prevzema Pivovarne Laško, kjer je konzorcij prodajalcev že leto poprej prodal večinski delež nizozemskemu Heinekenu. Poleg tega so tuji prevzemniki prevzeli še Adrio Airways, Trimo in KBS banko.

Kot je razvidno iz Tabele 7, je po vstopu Slovenije v EU največ tujih podjetij, ki so oddale uspešno prevzemno ponudbo, imelo sedež v sosednji Avstriji. Iz Avstrije je tako prišlo 6 od 30 uspešnih prevzemnih ponudb, kar je predstavljalo 20 % vseh uspešnih prevzemnih ponudb podjetij, s sedežem izven Slovenije. Avstriji sledi Hrvaška s 4 uspešnimi prevzemnimi ponodbami (13,3 %). Iz sosednje Italije je bil le en prevzemnik, iz Madžarske pa ni bilo nobenega. Kljub temu so prevzemniku iz sosednjih držav predstavljali s skupno 11 uspešnimi prevzemnimi ponodbami 36,7 % vseh tujih prevzemnikov. Avstriji in Hrvaški sta na 3. mestu sledili Nemčija in Nizozemska s 3 prevzemi, pri čemer je treba opozoriti, da sta bila dva izmed treh nizozemskih prevzemnikov lastniško povezana s slovenskimi pravnimi in fizičnimi osebami.

Skupno je izmed 30 uspešnih prevzemnih ponudb tujih družb, 24 prevzemnikov (80 %) imelo sedež v drugih državah članicah EU. Med državami izven EU sta bili dve uspešni prevzemni ponudbi iz Črne gore (z lastniškimi povezavami s slovenskimi pravnimi in fizičnimi osebami), po ena pa iz Bosne in Hercegovine, Švice (hčerinska družba izraelske multinacionalke), Turčije in Kajmanskih otokov, pri čemer je bilo slednje podjetje odprto s strani prevzemnika iz ZDA, s čimer so želeli zlasti doseči davčno optimizacijo in enostavnejšo prodajo podjetja v prihodnosti.

Tabela 7: Države glede na sedež tujih prevzemnikov

Sosednje države	Število prevzemnikov	Druge države	Število prevzemnikov
Avstrija	6	Nizozemska	3
Hrvaška	4	Nemčija	3
Italija	1	Črna gora	2
		Belgija	2
		Luksemburg	2
		VB	1
		Češka	1
		Ciper	1
		Bosna in Hercegovina	1
		Švica	1
		Turčija	1
		Kajmanski otoki (VB)	1

4 ANALIZA PREVZEMNIH PREMIJ V SLOVENIJI

Pri analizi in interpretaciji prevzemnih premij je treba upoštevati gibanja na kapitalnih trgih, saj so lahko zlasti pred ponudbeni porasti cen delnic posledica splošnega pozitivnega trenda na trgu kapitala in ne špekulacij glede morebitnega prevzema. Ob splošni rasti vrednosti delnic je zato pričakovati višjo povprečno 180- ali 360-dnevno prevzemno premijo kot v času splošnega padanja vrednosti delnic. Trend na kapitalnih trgih lahko tudi vpliva na prevzemnike in njihovo določitev prevzemne cene in posledično prevzemne premije. V času rastočih kapitalnih trgov imajo lastniki delnic višja pričakovanja, po drugi strani pa je vrednotenje prevzemnih tarč običajno manj ugodno kot v času padajočih kapitalnih trgov.

Edini uradni borzni indeks v Sloveniji je indeks SBITOP. Večina delnic podjetij, na katere so se nanašale prevzemne ponudbe, analizirane v nadaljevanju, ni bila del omenjenega indeksa, ki meri vrednosti največjih in najbolj likvidnih slovenskih delnic (angl. *blue chips*). Kljub temu je omenjeni indeks najboljši razpoložljivi indikator za prikaz dogajanj na slovenskem kapitalnem trgu v obdobju 2004–16.

Slika 11: Graf gibanja indeksa SBITOP



Vir: *Tradingeconomics, Slovenia Stock Market (SBITOP), 2017.*

Kot je razvidno iz Slike 11 in Tabele 8, je bila na slovenskem kapitalnem trgu v obdobju 2004–16 prisotna precejšnja volatilitnost. Po relativno zmerni rasti do leta 2006, se je tega leta začela silovita rast indeksa SBITOP, ki je leta 2006 pridobil 56,5 %, leta 2007 pa celo 70,9 %. Tega leta je konec avgusta z 2.674,69 točke tudi dosegel najvišjo raven v svoji zgodovini. Hitra rast vrednosti delnic slovenskih podjetij je močno prenapihnila njihovo realno vrednost. Ustvaril se je t. i. borzni balon, ki je nato počil, SBITOP pa je leta 2008 izgubil 66,1 % svoje vrednosti. Leta 2009 je sledila manjša korekcija, a je indeks nato leta 2010 in 2011 še naprej izgubljal na

vrednosti. V naslednjih letih je nato nekoliko pridobival, še največji pospešek pa so mu dale prevzemne špekulacije v drugi polovici leta 2013 in leta 2014. Leta 2015 je nato SBITOP, ob nekaterih neuspešnih prodajah, še zlasti Telekomu, znova izgubil 11,2 %, leta 2016 pa je nato pridobil 3 %.

Tabela 8: Vrednost indeksa SBITOP in njegove letne spremembe, 2004–2016

	2004	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16
SBITOP¹⁶	915	941	1473	2518	854	983	850	589	636	656	784	696	717
Letna sprememba SBI TOP (v %)	+	+	+	+	–	+	–	–	+	+	+	–	+
	29,3	2,8	56,5	70,9	66,1	15,1	13,5	30,7	8,0	3,1	19,5	11,2	3,0

Vir podatkov: Ljubljanska borza, Arhiv tečajev, 2017; lastni izračuni.

V analizo prevzemnih premij so vključene vse uspešne prevzemne ponudbe za vse delniške družbe, katerih delnice so kotirale na ljubljanski borzi, vsaj 360 dni pred izdajo dovoljenja za prevzemno ponudbo (v nadaljevanju prevzemno ponudbo), s čimer je bilo mogoče izračunati prevzemno premijo 30, 90, 180 in 360 dni pred prevzemno ponudbo.

Prevzemna premija je izračunana po formuli:

$$PREVZEMNA\ PREMIJA = (PREVZEMNA\ CENA/TRŽNA\ CENA-1)*100 \quad (5)$$

V primeru, ko je prevzemnik tekom prevzemne ponudbe zvišal ponujeno ceno za delnice ciljnega podjetja, je upoštevana zadnja ponujena cena. Podlaga za izračun prevzemnih premij so podatki o vrednosti delnic ciljnih družb v arhivu tečajev na spletni strani Ljubljanske borze. Kot tržna cena se upošteva uradni zaključni tečaj delnic prevzemne tarče 30, 90, 180 ali 360 dni pred prevzemno ponudbo. V primeru, ko 30, 90, 180 ali 360 dan pred izdajo dovoljenja za prevzemno ponudbo ni bil trgovni dan, se upošteva zadnji predhodni trgovni dan. Pogoj za vključitev v analizo je bilo tudi, da je prevzemnik kot način plačila navedel denar. V primerih, ko je prevzemnik podpisal pogodbo o nakupu večinskega deleža podjetja s konzorcijem prodajalcev, ki je vsebovala tudi prevzemno ceno, ki je bila javno objavljena ob podpisu pogodbe, prevzemna ponudba pa je bila objavljena več kot en mesec po podpisu pogodbe, je v analizi prevzemne premije upoštevan dan podpisa pogodbe s konzorcijem prodajalcev. V nekaterih primerih je namreč od dogovora o nakupu večinskega deleža podjetja in do prevzemne ponudbe minilo tudi več kot pol leta.

Skupno je kriterije analize v obdobju od 1. 5. 2004 do konca leta 2016 izpolnjevalo 98 ciljnih družb. Izračun prevzemnih premij za delnice posameznih ciljnih družb je priložen v Prilogi 2.

¹⁶ Podatki za zadnji trgovni dan v letu.

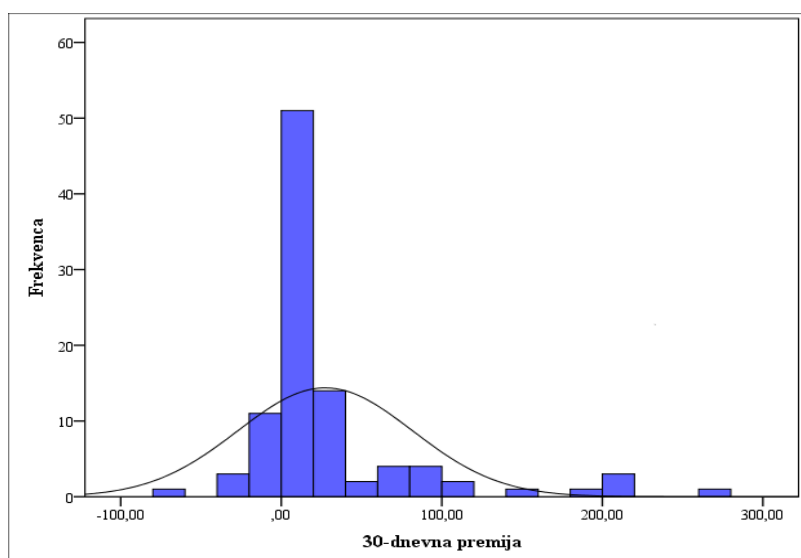
Kot kaže Tabela 9, je povprečna 30-dnevna prevzema premija za odkup delnic ciljnih družb v tem obdobju znašala 27,3 %.

Tabela 9: Prevzemne premije, 1. 5. 2004–2016 (v %)

	Povprečje	Standardni odklon	Mediana	Min.	Max.	Manj od 0 %	Več od 100 %
30-dnevna	27,3	54,4	10,3	-73,5	275,0	15,3	8,2
90-dnevna	34,3	71,0	15,1	-75,6	500,0	15,3	8,2
180-dnevna	44,0	80,7	20,4	-75,6	500,0	18,4	14,3
360-dnevna	68,0	102,4	37,9	-75,6	614,3	20,4	27,6

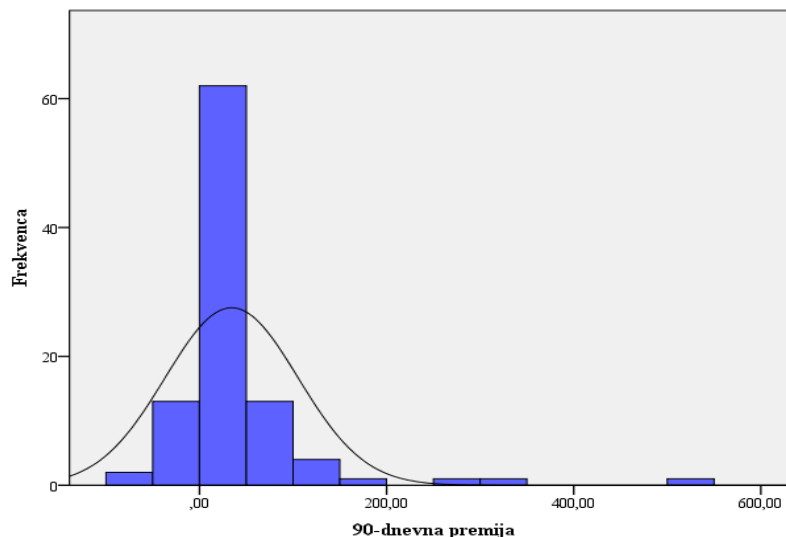
Kljub temu je bila, kot lahko razberemo iz Slike 12, večina 30-dnevnih prevzemnih premij med 0 in 20 %, povprečje pa so dvignile nekatere posamezne izrazito visoke 30-dnevne prevzemne premije. Na ta način je bila tudi mediana nižja in je znašala 10,3 %. Najnižja ponujena cena, v primerjavi s tržno ceno 30 dni pred prevzemno ponudbo, je bila ponujena leta 2016 za družbo Mlinotest s strani družbe Mlino, ki je v lasti managerjev Mlinotesta (Šimac, 2016). Skupno je bila v 15,3 % prevzemnih ponudbah delničarjem družb tarč ponujena nižja cena, kot je bil zaključni tečaj za delnice teh družb 30 dni pred tem. Na drugi strani je bila najvišja prevzemna ponudba ponujena za odkup delnic družbe Velana, s strani družbe Kompas Shop. Ponujena cena za omenjeno družbo je leta 2015, za 275 % preseгла tržno vrednost 30 dni pred prevzemno ponudbo. Skupno je prevzemna premija za 100 % preseгла tržno vrednost 30 dni pred prevzemno ponudbo, v 8,2 % primera.

Slika 12: Histogram 30-dnevnih prevzemnih premij



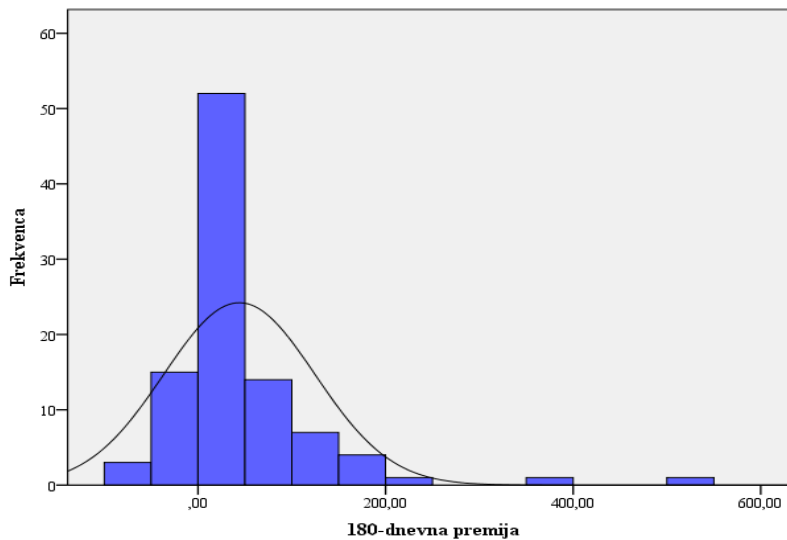
90-dnevne prevzemne premije so v povprečju znašale 34,3 %. Kot lahko razberemo iz histograma na Sliki 13, je bila večina 90-dnevnih premij med 0 in 40 %, podobno kot pri 30-dnevni prevzemni premiji, pa je tudi pri 90-dnevni mediana zaostajala za povprečjem in je znašala 15,1 %. Tudi pri 90-dnevni prevzemni premiji je bilo nekaj izrazito ekstremnih vrednosti. Najnižja ponujena cena v prevzemni ponudbi, v primerjavi s tržno vrednostjo delnice 90 dni pred ponudbo, je bila enako kot pri 30-dnevni premiji, leta 2016 ponujena s strani Mlina, za delnice Mlinotesta. Enak (15,3 %) kot pri 30-dnevni premiji je bil tudi delež prevzemnih ponudb, v katerih so prevzemniki ponudili manj od tržne vrednosti delnic ciljnega podjetja 90 dni pred ponudbo. Prav tako enak kot pri 30-dnevni premiji je bil tudi delež ponudb, v katerih so prevzemniki ponujali več kot 100 % nad tržno ceno 90-dni pred prevzemno ponudbo in je znašal 8,2 %. Najvišja 90-dnevna prevzema ponudba je bila s 500 % nad tržno vrednostjo 90 dni pred prevzemom ponujena za družbo Velana.

Slika 13: Histogram 90-dnevnih prevzemnih premij



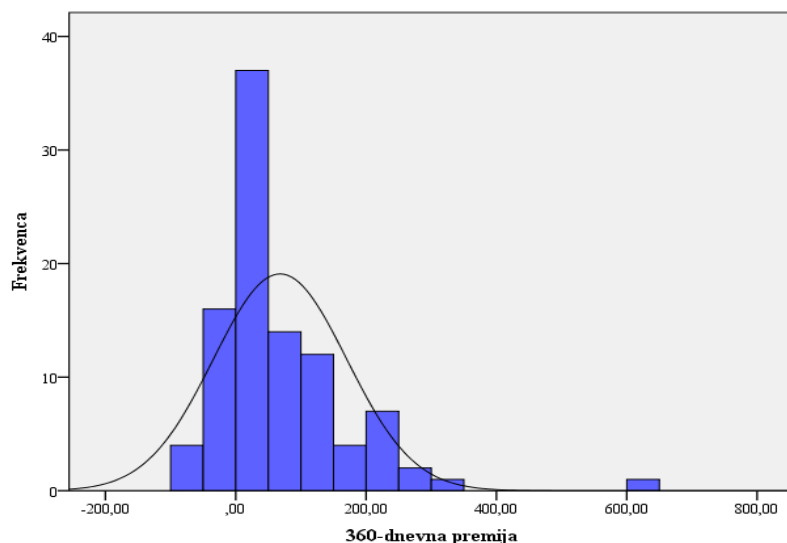
Povprečne 180-dnevne prevzemne premije so bile še višje od 90-dnevnih in so znašale 44 %. Pri tem je bil ponovno prisoten visok standardni odklon, mediana 180-dnevnih prevzemnih premij pa je znašala 20,4 %. Kot kaže Slika 14, se je večina 180-dnevnih prevzemnih premij gibala med 0 in 50 %. Še dodatno so na pomenu pridobile ekstremne vrednosti, saj je ponujena cena za odkup delnic ciljnega podjetja v 18,4 % znašala manj od tržne cene ciljnih podjetij 180 dni pred prevzemno ponudbo. Hkrati se je močno povečal tudi delež prevzemnih ponudb, v katerih je prevzemna cena za več kot 100 % presegala tržno ceno 180 dni pred ponudbo. Takih ponudb je bilo 14,3 %. Najekstremnejša primera sta bila ponovno, na negativni strani Mlinotest in na pozitivni Velana, pri čemer je bila tržna vrednost obeh slabo likvidnih delnic 90. in 180. dan pred prevzemno ponudbo na enaki ravni

Slika 14: Histogram 180-dnevnih prevzemnih premij



Najvišja med prevzemnimi premijami je bila 360-dnevna, ki je bila z 68 % za 24-odstotnih točk višja od 180-dnevne premije. Precej višja od 180-dnevne (za 17,5 % odstotnih točk) je bila tudi mediana, ki je znašala 37,9 %. 360-dnevne prevzemne premije so se med sabo močno razlikovale. Kot lahko razberemo iz histograma na Sliki 15, jih je bilo največ med 0 in 50 %. Prevzemniki so v 20,4 % za delnice ciljnega podjetja ponudili manj kot je bila njihova tržna vrednost 360 dni pred prevzemno ponudbo, medtem ko so v 27,6 % ponudili za več kot 100 % več, kot je bila njihova tržna vrednost 360 dni pred prevzemno ponudbo. Tudi pri 360-dnevni premiji je bila najnižja ponudba, v primerjavi s tržno vrednostjo, za delnice Mlinotesta leta 2016 (-75,6 %), najvišja pa za delnice Velane (+ 614,3 %)

Slika 15: Histogram 360-dnevnih prevzemnih premij



Delnice številnih ciljnih družb v preučevanem obdobju so bile izrazito slabo likvidne. S številnimi delnicami ciljnih družb se je tako ob nizkem volumnu le redko trgovalo. V več primerih je bil razlog v tem, da je bilo podjetje, ki je podalo prevzemno ponudbo, že prej večinski lastnik tarče z zelo visokim deležem njenih delnic, kar je močno omejevalo ponudbo tovrstnih delnic na borzi. S tem so bili tečajji slabo likvidnih delnic podvrženi visoki stopnji nihajnosti in so bili izrazito dovzetni za potencialne tržne manipulacije. Na analizo prevzemnih premij je to vplivalo prek povečanega števila ekstremnih vrednosti, prav tako pa se je v nekaterih primerih pojavljala nekonsistentnost prevzemnih premij tovrstnih podjetij glede na čas merjenja premij. Da bi odpravili omenjene slabosti, smo analizirali še premije, ki so jih prevzemniki ponudili za družbe, s katerih delnicami se je trgovalo več kot polovico trgovalnih dni.

Skupno je bilo med ciljnimi družbami v preučevanem obdobju takih manj kot polovica, le 43. Kot lahko vidimo v Tabeli 10, so bile pri bolj likvidnih delnicah bistveno redkejšje minimalne in maksimalne vrednosti ter nižji standardni odkloni. Pomembno manjše so bile tudi 30-, 90-, in 180-dnevne povprečne prevzemne premije. 30-dnevna premija za družbe z bolj likvidnimi delnicami je bila tako za 9,7 odstotne točke nižja kot med vsemi delnicami. Podobno je bilo tudi z 90-dnevno premijo, ki je bila manjša za 8,2 odstotne točke in 180-dnevno, ki je bila nižja za 6,4 odstotne točke. Drugače je bilo s 360-dnevno premijo, ki je bila med bolj likvidnimi delnicami kar za 14,8 odstotnih točk višja od celotnega povprečja. Še bolj, za 21,8 odstotnih točk pa je bila višja povprečna mediana 360-dnevnih prevzemnih premij bolj likvidnih delnic.

Tabela 10: Prevzemne premije za družbe z bolj likvidnimi delnicami (v %)

Premija	Povprečje	Standardni odklon	Mediana	Min.	Max.	Manj od 0 %	Več od 100 %
30-dnevna	17,6	35,3	8,8	-28,4	183,0	20,9	2,3
90-dnevna	26,1	35,9	13,2	-12,3	167,9	11,6	4,7
180-dnevna	37,6	48,1	19,5	-18,2	190,3	16,3	11,6
360-dnevna	82,8	90,8	59,7	-28,2	347,3	14,0	32,6

4.1 Analiza prevzemnih premij po letih

Analiza prevzemnih premij po letih kaže na precejšnja nihanja v višini povprečnih prevzemnih premij v različnih letih (Tabela 11). Neposredno po vstopu v EU leta 2004 so delničarji prevzetih ciljnih podjetij realizirali precej visoke donose iz naslova prevzemnih premij. Povprečna 30-dnevna premija je tega leta znašala 51,4 %, mediana pa je bila 45 %. Najvišjo 30-dnevno premijo je plačalo Primorje za prevzem Gradisa, po tem, ko so po bistveno višji ceni od napovedane odkupili delnice od več večjih lastnikov Gradisa, med katerimi je bila največja Kapitalska družba. Posledično so, skladno z določili ZPre-1, morali objaviti prevzemno

ponudbo za odkup še preostalih delnic po isti ceni, ki je bila za kar 145,6 % višja od tržne cene 30 dni pred dnevom izdaje dovoljenja. Negativna 30-dnevna prevzemna premija (-2,2 %) je bila zgolj pri prevzemni ponudbi Zavarovalnice Triglav za družbo Triglav Finančna družba. 90-, 180- in 360-dnevne prevzemne premije so bile za vse družbe tega leta pozitivne. Tudi 90-, 180- in 360-dnevne prevzemne premije so bile relativno visoke, a je bila to v večini primerov zlasti posledica visokih povprečnih ponujenih cen prevzemnikov, v primerjavi s tržno ceno 30 dni pred prevzemom. 360-dnevna prevzemna premija je presegla 100 % pri prevzemih družb Gradis, Kompas Hoteli, Svilanit in Color, medtem ko je bila pri družbah Vizija Holding in Triglav Finančna družba manjša od 10 %.

Leta 2005 sta se tako povprečje kot mediana prevzemnih premij bistveno znižali. 30-dnevna prevzemna premija je tega leta tako znašala zgolj 3,2 %, mediana pa celo le 2,7 %. Izmed 13 ponudb za prevzeme so le v 8 primerih delničarjih ciljnih družb lahko realizirali pozitivne donose v primerjavi s tržno ceno 30 dni pred prevzemno ponudbo. Še najvišjo 30-dnevno prevzemno premijo je tega leta za Integral plačal Alpetour (27,8 %), medtem ko je bila prevzemna ponudba fizične osebe Silva Kačarja za prevzem Sijaja Hrastnik za 33,3 % pod tržno ceno 30 dni pred tem. Precej drugače je bilo sicer pri primerjavi prevzemnih ponudb in tržnimi cenami 360 dni pred tem, saj je bila v tem primeru prevzemna ponudba za precej slabo likvidno delnico družbe Sijaj Hrastnik celo najvišja z 80,7 %. Najnižja vrednost (-29,6 %) prevzemne ponudbe v primerjavi s tržno ceno 360 dni poprej, je bila ponudba za prevzem Belinke s strani Zvona Ena Holdinga. Povprečne prevzemne premije so bile sicer tudi ob upoštevanju 90- in 360-dnevnega obdobja pred prevzemno ponudbo precej nizke, 180-dnevna premija pa je bila celo nekoliko negativna.

Prevzemne premije so se ponovno bistveno zvišale leta 2006, ko je v povprečju 30-dnevna prevzemna premija znašala 40 % (mediana 26,3 %). Pri tem je cena v prevzemni ponudbi za več kot 100 % presegla tržno vrednost 30 dni pred tem, pri prevzemnih ponudbah za Liv Postojno (prevzemnik Kolektor Group) in Lesnino Emmi (prevzemnik AHA Aluminij). Najnižja prevzemna ponudba, v primerjavi s tržno ceno 30 dni prej, je bila za Maksimo Holding s strani FB investicij (-11,1 %). To je bila družba prek katere je Igor Bavčar izvajal managerski odkup Istrabenza. V letu 2006 so bile relativno visoke tudi 90-, 180-, in 360-dnevne prevzemne premije. Pri tem so se pojavljale relativno velike razlike med povprečjem in mediano. To je bila posledica izrazito visoke prevzemne premije za družbo Lesnina Emmi, s strani družbe AHA Aluminij, ki jo mesec pred prevzemom ustanovila družba v lasti Nigela Buxtona in Mojce Lukančič (Mihajlović, 2006). Kljub temu da je prevzemna ponudba znašala le 73,4 % knjigovodske vrednosti družbe (Polanič, 2006), je bila njena vrednost krepko nad tržnimi vrednostmi delnice. Ponujena cena je bila tako za 313 % višja od tržne vrednosti 90 dni pred prevzemno ponudbo ter za 398,7 % nad tržno vrednostjo delnic ciljnega podjetja 180 dni pred prevzemno ponudbo. Prav tako je omenjena prevzemna ponudba predstavljala tudi najvišjo 360-dnevno premijo tega leta, saj je znašala 222,3 %. Najnižja 360-dnevna prevzemna premija

tega leta je bila na drugi strani v ponudbi za prevzem družbe Medaljon (-6,2 %) s strani Profectusa, družbe v lasti nekdanjih vodilnih managerjev Probanke (Polanič, 2007).

Leta 2007 je bilo daleč največ uspešnih prevzemnih ponudb za družbe, katerih delnice so kotirale na organiziranem trgu kapitala. Povprečne 30-dnevne prevzemne premije so v primerjavi s predhodnim letom ponovno upadle na 18,3 % (mediana 7,9 %). Ob izredno visoki povprečni rasti delnic slovenskih družb tega leta, prevzemniki niso bili pripravljeni ponuditi prevzemnih ponudb, ki bi močno presegle tržne vrednosti ciljnih družb. Daleč najvišjo 30-dnevno prevzemno premijo tega leta je z 217,8 % ponudil Orbico za delnice Emone Obale. Najbolj pod tržno vrednostjo 30 dni pred prevzemno ponudbo je bila ponudba družb Maksima Invest in Finetol za odkup delnic NFD Holdinga, saj so ponujali 28,4 % manj, kot je bil tečaj delnic omenjenega holdinga 30 dni pred ponudbo. Z oddaljevanjem od datuma prevzemne ponudbe se je povečevala tudi razlika do tržne cene v tistem obdobju. Že pri 180-dnevni premiji je bil večji del razlike v ceni med prevzemno ponudbo in tržno ceno posledica rasti vrednosti delnic ciljnih podjetij med 30 ter 180 dnem pred prevzemno ponudbo. Visoka vrednost 180 in še zlasti 360-dnevne prevzemne premije je bila tako v prvi vrsti posledica rasti vrednosti delnic ciljnih podjetij, ki je sicer bila v nekaterih primerih delno tudi posledica prevzemnih špekulacij. Najvišja 360-dnevna premija je bila ponujena za slabo likvidne delnice Tekstine (249,3 %) s strani družbe Svila in v lasti uprave družbe (Alič, 2007). Najnižja prevzemna ponudba je bila ob ponudbi za odkup delnic družbe Nika (-15,7 %), za katero je prav tako stal management ciljne družbe, pri čemer pa so osebe, ki so delovale usklajeno, že pred prevzemno ponudbo imele v lasti večino delnic družbe.

Naslednje leto je minilo v močnem povprečnem upadu vrednosti delnic na slovenskem kapitalskem trgu, kar je vplivalo tudi na vrednosti prevzemnih premij, kar se še najlepše kaže v nižji vrednosti 90-dnevne premije od 30-dnevne premije. Ne glede na kapitalske razmere so bile povprečne prevzemne premije in mediana prevzemnih premij nad tržnimi vrednostmi delnic ciljnih družb. 30-dnevna prevzemna premija je tako v povprečju znašala 10,2 %, mediana pa 9,1 %. Najvišja je bila pri prevzemni ponudbi Avtotehne in Medaljona za Zlato Moneto II (27,1 %), ki je bila tudi prva prevzemna ponudba tega leta. Najnižjo 30-dnevno prevzemno premijo (-2,3 %) je za delnice Centra Naložb, katerih večinski lastnik je bil že predtem, ponudil Kolonel, ki je sodeloval pri managerskem odkupu Pivovarne Laško. Hkrati je zaradi visoke rasti delnic Centra naložb v sredini in drugi polovici leta 2007, Kolonel ponudil tudi najvišjo 360-dnevno premijo (236,3 %). Prav rast vrednosti delnic leta 2007 je botrovala k bistveno višji 360-dnevni prevzemni premiji, v primerjavi s premijami, vezanimi na krajše časovno obdobje. Povprečna 360-dnevna premija je leta 2008 tako znašala 54 %, mediana pa 29,1 %. Kljub temu so bile v treh primerih 360-dnevne prevzemne premije negativne, še najbolj v primeru prevzemne ponudbe Pulsar Holdinga za delnice Krone Holdinga (-15,4 %), kjer je sicer prevzemnik že pred tem imel v lasti 83,3 % delnic ciljnega podjetja (Polanič, 2008).

Tabela 11: Prevezemne premije po letih (v %)

Leto	N	30-dnevna premija		90-dnevna premija		180-dnevna premija		360-dnevna premija	
		Povprečje	Mediana	Povprečje	Mediana	Povprečje	Mediana	Povprečje	Mediana
2004	9	51,4	45,0	53,2	59,0	80,0	80,5	89,5	69,8
2005	13	3,2	2,7	6,0	4,1	-2,3	0,0	5,9	1,6
2006	13	40,0	26,3	67,3	49,9	69,8	24,5	64,8	44,4
2007	25	18,3	7,9	32,6	21,3	48,4	35,9	82,9	59,7
2008	13	10,2	9,1	9,7	8,2	17,0	14,6	54,0	29,1
2009	1	5,3	5,3	5,3	5,3	21,2	21,2	4,1	4,1
2010	3	128,5	183,0	55,5	2,6	84,2	100,0	13,4	20,0
2011	3	7,5	0,0	2,9	0,0	-7,4	-19,2	-15,5	-19,9
2012	4	48,1	44,0	52,3	46,1	109,9	100,3	124,7	114,9
2013	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2014	5	6,7	10,3	18,2	14,7	22,0	19,5	86,9	-1,0
2015	5	58,1	9,1	126,3	40,0	122,4	39,6	224,7	149,3
2016	3	45,4	9,7	-42,0	-60,0	-42,0	-60,0	35,1	-59,2
Skp.	98	27,3	10,3	34,3	15,1	44,0	20,4	68,0	37,9

V naslednjih letih se je močno znižalo število prevzemnih ponudb za družbe, katerih delnice so kotirale na organiziranem trgu kapitala. S tem so bile povprečne vrednosti in mediane ob nizkem vzorcu, močno pod vplivom ekstremnih vrednosti slabo likvidnih in/ali močno volatilnih delnic. Tak primer je denimo prevzemna ponudba ciprskega podjetja v lasti Igorja Laha (Mencinger, 2010) za delnico KS Naložb leta 2010, kjer je 30-dnevna prevzemna premija znašala 200 %, 90-dnevna premija pa -4 %. Nekoliko več prevzemnih ponudb je bilo zopet leta 2012, ko so prevzemniki v povprečju ponudili tudi precej visoke prevzemne premije. Najvišja 30-dnevna premija je bila z 89,2 % ponujena za družbo Etol s strani švicarske družbe, v lasti izraelske multinacionalke. Najvišjo, 360-dnevno prevzemno premijo je tega leta z 260,6 % ponudila Zavarovalnica Triglav za manjši preostanek delnic Slovenijalesa, ki še niso bile v njeni lasti. Najnižje, a z izjemo 90-dnevne premije, ki je znašala 0 %, še vedno pozitivne premije sta tega leta v svoji prevzemni ponudbi ponudila Gorenjski tisk in s strani Gorenjskega tiska predhodno prevzeti Cetisa Graf za družbo Cetis. Od konca leta 2008 in vse do ponudbe za odkup delnic Dela Prodaje leta 2014 so prevzemniki ponudili delničarjem vsaj enako ceno delnic, kot je bila njihova tržna vrednost 30 dni pred prevzemno ponudbo.

Leta 2014 je bilo nekaj odmevnih prevzemov, katerih delničarji pa so lahko z vidika prevzemnih premij realizirali precej različne donose. Povprečna 30-dnevna premija je znašala 6,7 %, medtem ko je bila mediana z 10,3 % še nekoliko višja. Najvišjo ceno delnic so v primerjavi s tržno vrednostjo 30 dni pred podpisom pogodbe, z 29,3 % iztržili v konzorciju prodajalcev Letrike, ki jo je prevzela avstrijska podružnica nemške družbe Mahle. Na drugi strani je skupina prevzemnikov Dela Prodaje za delnico ponudila kar 24,7 % manj od njene tržne vrednosti 30 dni pred ponudbo. Še večji, -64,3 % je bil prepad med njihovo ponudbo in tržno vrednostjo delnic 360 dni pred tem. 360-dnevna povprečna premija tega leta je ne glede

na to znašala 86,9 %, hkrati pa je bila mediana –1 %. To je bila posledica izjemno visoke 360-dnevne premije za delnice Letrike (347,3 %), kakor tudi za delnice Aerodroma Ljubljane, kjer je nemški Fraport ob podpisu pogodbe ponudil za 180,7 % več kot je bila tržna vrednost delnic omenjene letalske družbe 360 dni pred tem. Drugače je bilo poleg delnic Dela Prodaje tudi z delnicami Mercatorja, kjer je hrvaški Agrokor po vseh zapletih s prodajo, ob podpisu aneksa, ki je dokončno določil prevzemno ceno, za delnice Mercatorja plačal 28,2 % manj, kot je bila njihova tržna vrednost 360 dni pred tem, minimalno negativna 360-dnevna prevzemna premija pa je bila tudi ob prevzemu Heliosa.

Leta 2015 so bile izjemno visoke povprečne prevzemne premije. To je bila zlasti posledica prevzema Velane s strani Kompas Shopa. Le-ta se je za prevzem odločil predvsem zaradi zemljišč in nepremičnine v lasti ciljne družbe (Pavlin, 2015). Prevzemnik je za slabo likvidno delnico ciljne družbe ponudil njeno knjigovodsko vrednost, kar pa je bilo kljub temu kar za 275 % več od njene tržne vrednosti 30 dni pred prevzemno ponudbo. Hkrati je to predstavljalo 500 % več od tržne vrednosti ciljne družbe 90 in 180 dni pred prevzemno ponudbo ter 614,3 % več kot 360 dni pred prevzemno ponudbo. 360-dnevna premija je bila precej visoka (236,3 %) tudi ob prevzemu Pivovarne Laško s strani nizozemskega Heinekena. Drugače je bilo pri omenjenem prevzemu s 30-, 90- in 180-dnevnimi prevzemnimi premijami, ki niso bile izrazito visoke, predvsem zaradi že vračunanih prevzemnih špekulacij v ceno delnice.

Dve od treh prevzemnih ponudb za družbe, katerih delnice so kotirale na organiziranem trgu kapitala, je leta 2016 podala družba Mlino. Ta je skupaj z usklajenimi osebami že pred ponudbo za odkup preostalih delnic Mlinotesta že imela v lasti veliko večino tega ajdovskega podjetja. Njihova prevzemna ponudba je bila izrazito pod predhodno tržno vrednostjo delnic Mlinotesta, saj je bila ponujena cena kar 73,5 % pod tržno ceno 30 dni pred prevzemom. Podobno je bila pod tržno vrednostjo, z izjemo 30-dni pred prevzemno ponudbo, tudi prevzemna ponudba istega prevzemnika za preostanek, tržno skoraj nič vredne Vipe Holding v likvidaciji. Posledično je bila tudi večina povprečnih vrednosti in median prevzemnih premij v letu 2016 močno negativnih.

4.2 Analiza prevzemnih premij glede na dejavnost ciljnega podjetja

Za potrebe analize prevzemnih premij glede na dejavnost ciljnega podjetja so podjetja, tarče prevzemnih ponudb, razdeljena v skupine po dejavnosti, skladno s Standardno klasifikacijo dejavnosti 2008, V2. Podjetja so razdeljena po dejavnostih glede na njihovo šifro dejavnosti, ki označuje njihovo osnovno dejavnost. Največ, 38 analiziranih podjetij je delovalo v predelovalni dejavnosti, 33 v finančni in zavarovalniški dejavnosti, 14 pa v dejavnosti trgovine, vzdrževanja in popravila motornih vozil. Kot samostojni kategoriji sta v analizi vključeni še dejavnosti gradbeništva in prometa ter skladiščenja s 3 podjetji, medtem ko so druge dejavnosti, ki so imele zgolj enega ali dva predstavnika združene v kategorijo ostalih dejavnosti.

Kot lahko vidimo v Tabeli 12, je bila najvišja povprečna prevzemna premija, ne glede na čas meritve, v gradbenem sektorju, vendar je treba pri tem upoštevati precej majhen vzorec podjetij v tej kategoriji. Druga najvišja 30-dnevna prevzemna premija je bila v sektorju finančnih in zavarovalniških dejavnosti, vendar je bila to posledice nekaj izrazito ekstremnih vrednosti 30-dnevnih prevzemnih premij, kar potrjuje tudi mediana 30-dnevnih premij, ki je bila v omenjeni dejavnosti celo najnižja med vsemi dejavnostmi. Tudi 90-, 180- in 360-dnevna prevzema premija v finančni in zavarovalniški dejavnosti, kakor tudi mediane prevzemnih premij v času omenjenih meritev, so bile izrazito pod povprečjem vseh družb. Deloma so bila nižje povprečne prevzemne premije v finančni in zavarovalniški dejavnosti posledica določbe v 2. odstavku 6. člena ZPNPID. Ta je v obdobju od konca julija 2007 do maja 2008, ko je njegovo izvrševanje ustavilo Ustavno sodišče, lastnicam več kot 15 % glasovalnih pravic v družbah, pravnih naslednicah pidov zapovedoval, da morajo v roku enega leta od začetka veljavnosti omenjenega zakona oddati obvezno prevzemno ponudbo ali znižati svoj lastniški delež pod 15 %. Da bi zadostile zakonskim določbam, so zato nekatere družbe podale precej nizke prevzemne ponudbe za odkup delnic teh družb.

Tabela 12: Prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja (v %)

Dejavnosti ciljnega podjetja	N	30-dnevna premija		90-dnevna premija		180-dnevna premija		360-dnevna premija	
		Povpreč je	Median a	Povpreč je	Median a	Povpreč je	Median a	Povpreč je	Median a
Predelovalne dejavnosti	38	22,8	10,0	41,6	17,1	56,0	27,4	85,7	49,2
Finančne in zavarovalniške dejavnosti	33	28,6	7,9	20,9	7,7	28,0	13,2	53,8	25,9
Trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil	14	26,1	9,1	31,2	7,2	33,3	14,7	34,6	2,9
Gradbeništvo	3	87,8	98,6	59,0	59,0	79,7	80,5	131,1	76,5
Promet in skladiščenje	3	16,0	10,3	36,8	41,0	30,0	26,4	114,5	149,3
Ostale dejavnosti	7	27,5	22,6	51,9	49,9	67,0	30,0	57,9	29,9
Skupaj	98	27,3	10,3	34,3	15,1	44,0	20,4	68,0	37,9

Podpovprečne so bile tudi vse povprečne prevzemne premije v dejavnostih trgovine, vzdrževanja in popravila vozil. Še posebno nizka je bila v primerjavi s celotnim povprečjem njihova 360-dnevna prevzemna premija, ki je s 34,6 % skoraj za polovico zaostajala za povprečjem. Še slabša je bila mediana 360-dnevnih premij, ki je znašala 2,9 %, medtem ko je

bilo njeno povprečje med vsemi družbami 37,9 %. Precej višje so bile povprečne prevzemne premije v predelovalni dejavnosti. Tam so bile sicer nekoliko podpovprečne 30-dnevne povprečne prevzemne premije, a so bile zato preostale povprečne prevzemne premije izrazito nad povprečjem v vseh dejavnostih. To velja še zlasti za 360-dnevno premijo, ki je bila s 85,7 % za 17,7 odstotnih točk višja od povprečja. V predelovalni dejavnosti so bile tudi, z izjemno 30-dnevne, nadpovprečne mediane prevzemnih premij, kar kaže na to, da na nadpovprečno donosnost delnic, ciljnih družb iz te dejavnosti ob prevzemni ponudbi, ni bila posledica zgolj nekaterih nadpovprečno visokih prevzemnih premij.

4.3 Analiza prevzemnih premij glede na povezanost dejavnosti

Analizo morebitnih razlik v prevzemnih premijah glede na povezanost dejavnosti prevzemnika in ciljnega podjetja, izvor prevzemnika ter glede na to ali je šlo za managerski prevzem ali ne, je bila izvedena prek izračuna povprečnih prevzemnih premij ter izračuna Mann-Whitneyevega U testa. Mann-Whitneyev U test se uporablja kot neparametrična alternativa za klasični Studentov T-test, pri testiranju enakosti populacijskih povprečij pri dveh neodvisnih vzorcih, kadar niso izpolnjene predpostavke za uporabo T-testa, kot npr. normalna porazdelitev številske spremenljivke. Pri Mann-Whitneyevemu U testu se vrednosti številske spremenljivke pretvorijo v range, tako da dobi najmanjša vrednost rang 1, naslednja najmanjša rang 2 itd. Za izračun testne statistike so uporabljene vrednosti rangov.

Kot kaže Formula 6, Mann-Whitneyev U test temelji na testni statistiki U, opredeljeni za skupino i z:

$$U_i = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1+1)}{2} - R_i \quad (6)$$

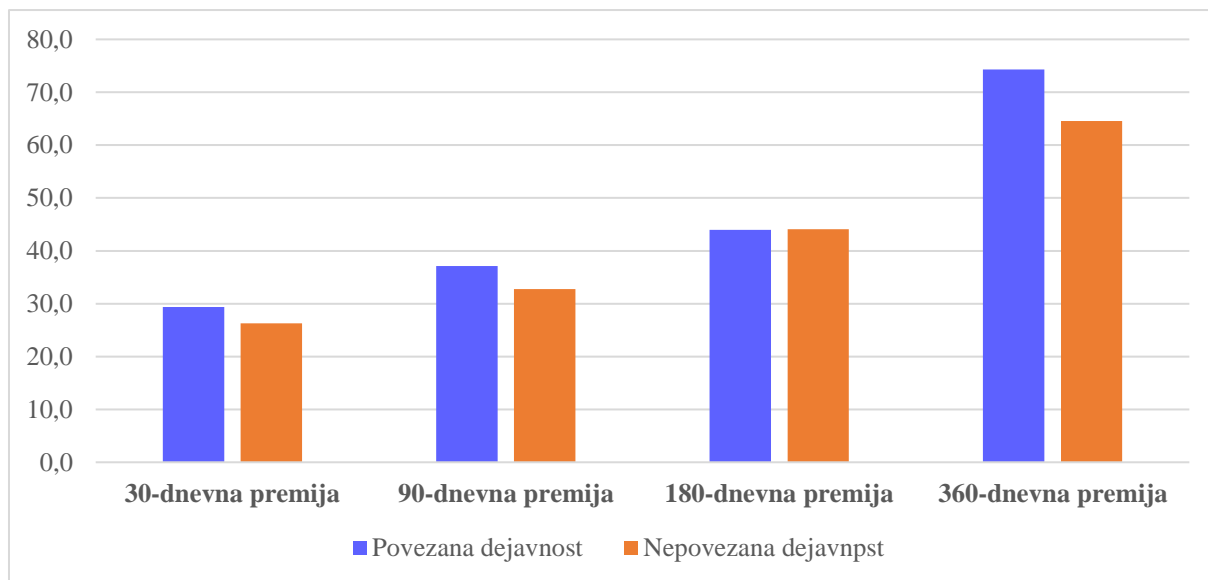
Pri čemer je R_i vsota rangov.

Izmed 98 prevzemnih ponudb v preučevanem obdobju sta bila prevzemnik in ciljno podjetje, glede na njuno osnovno dejavnost, horizontalno ali vertikalno povezana v 34 primerih, nepovezana pa sta bila v 64 primerih. Kot kaže Slika 16, je bila povprečna 30-dnevna prevzemna premija ciljnih družb, ki so bile povezane s prevzemnikom, 29,4 %, s čimer je bila za 3,1 odstotne točke višja kot v primeru nepovezanega prevzemnika. Še nekoliko višja je bila razlika pri 90-dnevni premiji. Tu so delničarji ciljnega podjetja, ki je postalo tarča prevzema s strani podjetja s povezano dejavnostjo, lahko v povprečju realizirali 37,1-% prevzemno premijo, medtem ko so delničarji podjetja, ki je bilo tarča prevzema s strani nepovezanega podjetja, lahko realizirali 32,8 % povprečno prevzemno premijo.

Drugače je bilo s 180-dnevno prevzemno premijo, ki je bila v povprečju celo nekoliko višja pri prevzemih s strani nepovezanega podjetja, a je bila razlika minimalna. Povprečna 180-dnevna prevzemna premija za podjetja iz povezanih dejavnosti je namreč znašala 44 %, medtem ko je bila za podjetja, ki niso delovala v povezani dejavnosti 44,1 %. 360-dnevne povprečne premije

so bile še izrazito višje, tako med s prevzemniki povezanimi, kot nepovezanimi ciljnim družbami. Pri tem so bile še bistveno višje pri povezanih prevzemnikih, saj so v tem primeru znašale 74,3 %, medtem ko so bile v primeru nepovezanih prevzemnikov 64,6 %.

Slika 16: Prezemne premije glede na povezanost dejavnosti podjetij (v %)



Kot lahko razberemo iz podatkov v Tabeli 13, je Mann-Whitneyev U test pokazal višje povprečne range premij za podjetja iz povezanih dejavnosti, kar nakazuje na višje premije v primerih, ko je bil prevzemnik iz povezane dejavnosti. Razlika je še zlasti velika pri 90-dnevnih premijah, ko je bil povprečni rang prevzemnih premij v primeru prevzemnika iz povezanih dejavnosti 54,84, medtem ko je bil v primeru prevzemnika iz nepovezanih dejavnosti 46,66. Kljub temu pa so testne statistike pokazale, da le-to ni statistično značilno. Stopnje značilnosti tudi po tem, ko jih zaradi enostranskega preizkusa delimo z 2, še vedno presegajo vrednost $\alpha = 0,05$, pri kateri lahko zavržemo ničelno hipotezo o enakosti skupin. Na ta način ni mogoče trditi, da obstajajo statistično značilne razlike v prevzemni premiji, glede na povezanost v dejavnosti med prevzemnikom in ciljnim podjetjem.

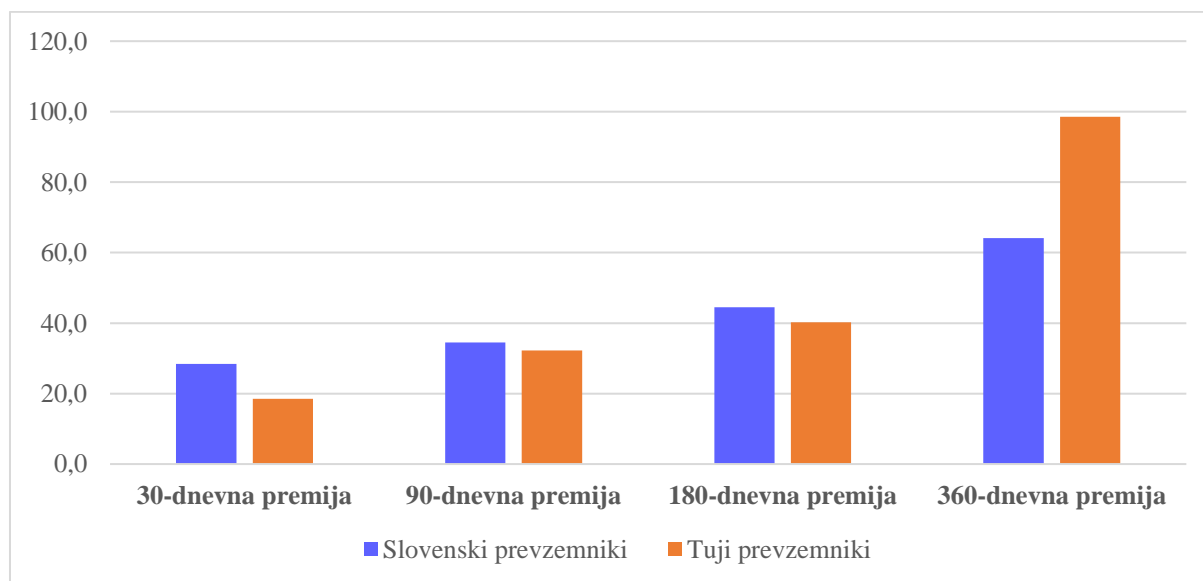
Tabela 13: Rezultati Mann-Whitneyevga testa in testnih statistik za povezanost dejavnosti

Prezemna premija	n1	n2	Srednji rang povezanih prevzemnikov v	Srednji rang nepovezanih prevzemnikov v	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig (2-stranski)
30-dnevna	34	64	53,84	47,20	940,500	3020,500	-1,101	0,271
90-dnevna	34	64	54,84	46,66	906,500	2986,500	-1,355	0,176
180-dnevna	34	64	50,40	49,02	1057,500	3137,500	-0,228	0,820
360-dnevna	34	64	52,87	47,71	973,500	3053,500	-0,855	0,393

4.4 Analiza prevzemnih premij glede na sedež prevzemnika

Med podjetji, ki so v preučevanem obdobju podale prevzemne ponudbe za družbe, katerih delnice so kotirale na organiziranem trgu kapitala, so izrazito prevladovala slovenska podjetja, saj jih je bilo med uspešnimi prevzemnimi ponudbami 84, medtem ko je bilo tujih prevzemnikov 14. Pri tem so bili v treh primerih večinski lastniki tujih prevzemnikov slovenske fizične in pravne osebe, zato tovrstna podjetja nismo vključili med tuje prevzemnike. Kot tuje prevzemnike smo tako obravnavali zgolj tista podjetja, ki imajo sedež v tujini in so tudi v pretežni lasti tujih fizični ter pravnih oseb. Kot prikazuje Slika 17, so tuji prevzemniki ponudili nižjo 30-dnevno prevzemno premijo kot domača podjetja. Njihove ponudbe so bile v okviru prevzemnih ponudb v povprečju za 18,5 % višje od tržnih vrednosti delnic ciljnih podjetij 30 dni pred prevzemno ponudbo, medtem ko so bile povprečne ponujene prevzemne cene slovenskih družb, v povprečju za 28,4 % višje od tržnih vrednosti ciljnih družb 30 dni pred prevzemno ponudbo. Nekoliko manjša je bila razlika pri 90-dnevni premiji, kjer so tuji prevzemniki v povprečju ponudili 32,2 % več od tržne cene delnic ciljnih podjetij 90 dni pred prevzemno ponudbo, medtem ko so domači prevzemniki ponudili v povprečju za 2,3 odstotne točke več, torej 34,5 %.

Slika 17: Prevzemne premije glede na sedež prevzemnika (v %)



Podobno so tudi pri 180-dnevnih premijah slovenska podjetja v povprečju ponudila več od tujih, saj so delničarjem ciljnih podjetij ponudila v povprečju 44,5 % več, kot je bil uradni zaključni tečaj delnic ciljnih podjetij 180 dni pred prevzemno ponudbo, medtem ko so tuja podjetja ponudila 40,2 % več. Daleč največja razlika je bila pri 360-dnevni prevzemni premiji, saj so tuji prevzemniki ponudili bistveno več od domačih. 360-dnevne prevzemne premije tujih prevzemnikov so tako v povprečju znašale 98,6 %, medtem ko so domači prevzemniki v

povprečju ponudili 64,1 % več, kot je bila tržna cena ciljnih podjetij 360 dni pred prevzemno ponudbo. Povprečne 360-dnevne prevzemne premije tujih prevzemnikov so bile tako za kar 145,3 % višje od njihovih 180-dnevni povprečnih prevzemnih premij.

Kot prikazujejo podatki v Tabeli 14, je Mann-Whitneyev U test pokazal višje srednje range prevzemnih premij tujih prevzemnikov v primerjavi s slovenskimi prevzemniki. To velja tudi za 30-, 90- in 180-dnevne premije, ki so bile sicer v povprečju višje med domačimi prevzemniki, kar kaže na močan pomen na povprečje, ki so ga imele posamezne ekstremno visoke premije nekaterih domačih prevzemnikov. Vendar pa so stopnje značilnosti, tudi po upoštevanju enostranskega preizkusa, presegle vrednost $\alpha = 0,05$. S tem bi bilo tveganje za zavrnitev ničelne hipoteze o enakosti skupin preveliko. Na ta način ni mogoče trditi, da obstajajo statistično značilne razlike med prevzemnimi premijami domačih in tujih prevzemnikov. To velja tudi za 360-dnevno premijo, ne glede na to, da smo ugotovili bistveno višje povprečne prevzemne premije tujih prevzemnikov v primerjavi z domačimi. To je bila posledica raznolikosti 360-dnevni prevzemnih premij tujih prevzemnikov. Tako sta bili 360-dnevni prevzemni premiji za Mercator in Helios negativni, medtem ko so bile prevzemne premije za večino ostalih podjetij, ki so jih prevzele tuje družbe izrazito visoke, kar je imelo velik vpliv na povprečno prevzemno premijo, bistveno manjšega pa na povprečne range.

Tabela 14: Rezultati Mann-Whitneyevga testa in testnih statistik za sedež podjetja

Prevzemna premija	n ₁	n ₂	Srednji rang domačih prevzemnikov v	Srednji rang tujih prevzemnikov v	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig (2-stranski)
30-dnevna	87	11	49,11	51,95	451,500	4279,500	-0,304	0,761
90-dnevna	87	11	48,62	56,45	402,000	4230,000	-0,861	0,389
180-dnevna	87	11	49,05	53,09	439,000	4267,000	-0,445	0,657
360-dnevna	87	11	48,79	55,14	416,500	4244,500	-0,657	0,485

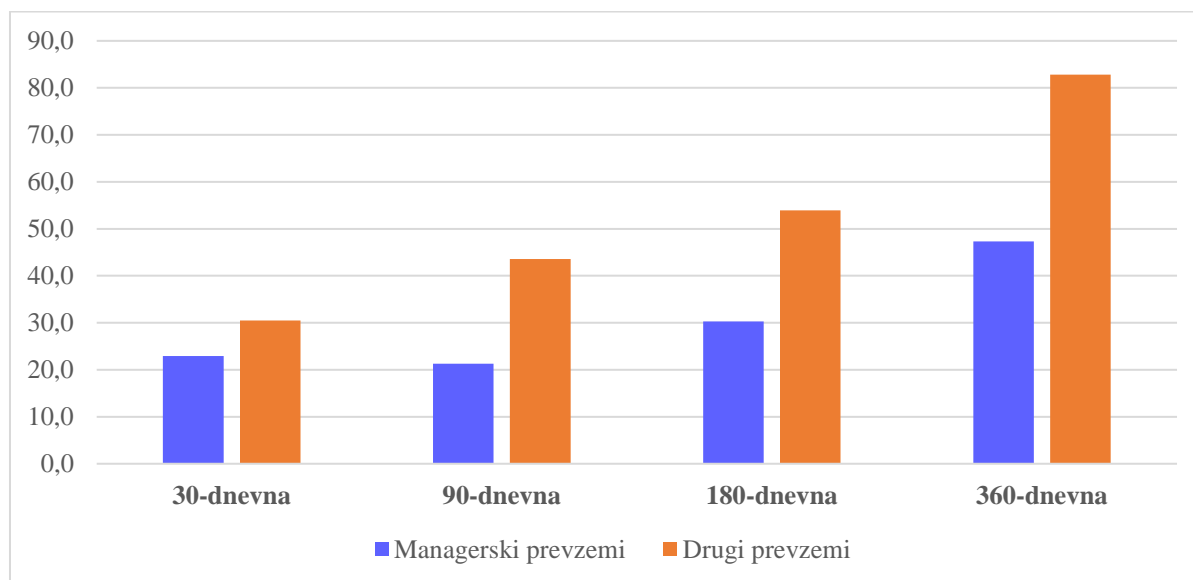
4.5 Analiza prevzemnih premij managerskih prevzemov

Zlasti prva leta analize so močno zaznamovali tudi managerski prevzemi podjetij. Pri tem je šlo v večini primerov za managerske odkupe notranjih managerjev (MBO), v nekaterih primerih pa tudi za managerske prevzeme s strani zunanjih managerjev (MBI). V večini primerov so managerski odkupi potekali na način, da so managerji ustanovili »ad hoc« družbo, ki je na to prek najetih kreditov, katerih kritja so običajno predstavljale delnice ciljnega podjetja, kupila prevzemno tarčo. V nekaterih primerih je takšno podjetje prevzelo podjetja, ki so že imela v lasti pomemben del tarče in so na to le-ta podala prevzemno ponudbo. Tak primer je denimo managerski odkup Pivovarne Laško, kjer je »ad hoc« ustanovljena družba Kolonel, v lasti slamnatega lastnika, leta 2006 podala prevzemno ponudbo za Infond Holding 1 (kasneje imenovanega Center Naložbe) in pridobila 75 % delnic omenjene družbe. Temu je sledila

kopica transakcij in kopičenje delnic Pivovarne Laško v povezanih in prijateljskih družbah. Center Naložbe je zatem podal prevzemno ponudbo za Infond Holding, ta pa je na to še s 3 prevzemniki, ki so delovali usklajeno, podal prevzemno ponudbo za Pivovarno Laško, medtem ko je Kolonel podal še eno ponudbo za odkup še preostalih delnic Centra Naložb (Polanič, 2008). Vse tovrstne transakcije, ki so vodile do managerskih odkupov, smo v analizi šteli kot managerske prevzeme. Pri tem smo upoštevali vse tiste transakcije, kjer je iz javno dostopnih podatkov ali medijskih poročanj znan končni lastnik podjetij, ki so bila v ozadju prevzemnih ponudb. Poleg odmevnih managerskih odkupov, zlasti v predelovalni dejavnosti, so v analizo vključene tudi prevzemne ponudbe, ki so jih za družbe, ki so nastale iz nekdanjih pidov podala podjetja, katerih lastniki so bili posamezniki, povezani s temi družbami. Družbe, naslednice nekdanjih pidov so sicer bile večkrat, podobno kot v zgoraj omenjenem primeru managerskega prevzema Pivovarne Laško, vmesni člen v managerskih odkupih podjetij.

Skupno je bilo tako na strani managerskih prevzemov vključenih 41 prevzemnih ponudb, na strani drugih prevzemov pa 57. Kot lahko razberemo iz Slike 18, so obstajale precejšnje razlike v prevzemnih premijah med managerskimi in ostalimi prevzemi. Pri managerskih prevzemih so tako v okviru prevzemnih ponudb v povprečju ponudili 22,9 % več od tržne cene 30 dni pred prevzemno ponudbo, kar je bilo za 7,6 odstotne točke manj od povprečja pri drugih prevzemih. Še večja je bila razlika pri 90-dnevni premiji, saj je bila le-ta pri managerskih prevzemih celo nižja od njihove povprečne 30-dnevne in je znašala zgolj 21,3 %, kar je bilo več kot 2-krat manj od ostalih povprečnih 90-dnevnih premij, ki so znašale 43,6 %.

Slika 18: Prevzemne premije managerskih prevzemov (v %)



Razlika v višini prevzemne premije med managerskimi in ostalimi uspešnimi prevzemnimi ponudbami je ostala na podobni ravni tudi pri 180-dnevni premiji. Tudi v tem primeru so

povprečne prevzemne premije managerskih prevzemov za več kot 20 odstotnih točk zaostajale za preostalimi prevzemi, saj je njihovo povprečje znašalo 30,3 %, medtem ko je bila povprečna 180-dnevna prevzemna premija preostalih družb 53,9 %. Razlika se je le še dodatno poglobila pri 360-dnevni povprečni premiji, saj je bila le-ta pri managerskih prevzemih povprečno 47,3 %, pri preostalih pa 82,3 %.

Kot kaže Tabela 15, je Mann-Whitneyev U test po večini potrdil razlike v prevzemnih premijah med managerskimi in ostalimi prevzemi. Tako so bili povprečni rangi prevzemnih premij pri managerskih prevzemih bistveno nižji kot pri ostalih prevzemih. To je veljalo za vse prevzemne premije, pri čemer je še posebej izstopala 90-dnevna premija, kjer je povprečni rang premij pri managerskih prevzemih znašal 41,68, medem ko je znašal pri ostalih 55,12. Stopnja značilnosti po upoštevanju enostranskosti preizkusa presega vrednost $\alpha = 0,05$ pri 30-dnevni prevzemni premiji, zato razlike med skupinama niso statistično značilne. Drugače je pri ostalih vrednostih, saj je stopnja značilnost po uporabi enostranskega preizkusa za 90-dnevno premijo 0,011, za 180-dnevno 0,037 in 360-dnevno 0,043. Vse omenjene vrednosti so manjše od 0,05, kolikor znaša meja α , zato lahko ob stopnjah tveganja $\alpha = 0,011$, $\alpha = 0,37$ in $\alpha = 0,043$ zavrremo ničelno hipotezo in sprejmemo sklepe, da so bile 90-, 180- in 360-dnevne povprečne vrednosti prevzemnih premij pri managerskih prevzemih nižje od povprečnih premij pri drugih prevzemih.

Tabela 15: Rezultati Mann-Whitneyevga testa in testnih statistik za (ne)managerske prevzeme

Prevzemna premija	n ₁	n ₂	Srednji rang managerskih prevzemov	Srednji rang ostalih prevzemov	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig (2-stranski)
30-dnevna	41	57	46,09	51,96	1028,500	1889,500	-1,009	0,313
90-dnevna	41	57	41,68	55,12	848,000	1709,000	-2,308	0,021
180-dnevna	41	57	43,44	53,86	920,000	1781,000	-1,790	0,073
360-dnevna	41	57	43,67	53,69	929,500	1790,500	-1,721	0,085

4.6 Diskusija empiričnih ugotovitev

Po vstopu Slovenije v EU so se močno povečale prevzemne aktivnosti v primerjavi z obdobjem od leta 1999 dalje, ko z izjemo leta 2002 v nobenem letu ni bilo več kot 15 uspešnih prevzemih ponudb. Zlasti v prvem obdobju po vstopu v EU je bilo med prevzemi zaslediti tudi primere, ko so se podjetja odločila za kapitalsko povezovanje, zaradi spremenjenih razmer po vstopu v EU, a so kmalu za tem v ospredje stopili prevzemi, v katerih so bila udeležena podjetja, ki so nastala po preoblikovanju pidov in managerski odkupi. Pri tem je bilo sicer opaziti, da je v celotnem analiziranem obdobju število prevzemov zlasti sledilo gibanju gospodarskega cikla, povečana prevzemna aktivnost med letoma 2004 in 2008, pa je v veliki meri sovpadala s šestim svetovnim valom prevzemov v obdobju 2003–2007.

V času finančne in gospodarske krize so se prevzemne aktivnosti močno znižale. Če je bilo v letih 2005–2008 v povprečju 23,6 uspešne prevzemne ponudbe, se je njihovo število v obdobju 2009–2014 več kot prepolovilo, saj bilo v teh letih povprečno le še 10,2 uspešne prevzemne ponudbe na leto. Zmanjšala se je prevzemna aktivnost vseh vrst prevzemov, še zlasti pa so se, ob neugodnih gospodarskih razmerah in tudi spremenjeni zakonodaji okrog financiranja prevzemov, zmanjšali prevzemi, v katerih so bili kot prevzemniki udeleženi managerji. Na upad prevzemne aktivnosti so močno vplivale tudi težave holdinških družb, ki so se ob visokih obveznostih ter močni odvisnosti od slovenskega kapitalskega trga, ki je v letih finančne in gospodarske krize doživel visoke padce vrednosti, znašle v hudih težavah ter so mnoge med njimi končale celo v stečaju. V času gospodarske in finančne krize ter neposredno po njej, so bile tudi banke bistveno previdnejše pri izdaji posojil, kar je močno otežilo financiranje morebitnih prevzemov. Hkrati so po številnih negativnih izkušnjah s prevzemi v Sloveniji postali pazljivejši tudi investitorji, zato tudi manj uspešnih prevzemnih ponudb kljub upadu cen delnic.

Na ta način lahko potrdimo hipotezo 1, ki pravi, da se je »po vstopu v Evropsko unijo število prevzemov povečalo, prevzemne aktivnosti pa so se zmanjšala v času gospodarske in finančne krize«.

Med prevzemi podjetij v Sloveniji so izrazito prevladovali domači prevzemniki. Vstop Slovenije v EU ni prinesel bistvenih sprememb glede prevzemne aktivnosti tujih prevzemnikov, saj se je odstotkovni delež tujih prevzemnikov celo nekoliko zmanjšal, medtem ko se je zaradi splošnega povečanja števila prevzemov povprečno število tujih prevzemnikov malenkostno povečalo. Tako lahko za prvi del raziskovalnega vprašanja »R1«, ki pravi »ali se je število tujih prevzemov povečalo po vstopu v EU« ugotovimo, da se število tujih prevzemov po vstopu v EU ni bistveno povečalo, še zlasti, če upoštevamo, da se je po vstopu v EU povečal delež prevzemnikov s sedežem v tujini, ki so jih lastniško obvladovale fizične in pravne osebe iz Slovenije.

Neposredno v letih po vstopu v EU, ko je bilo prevzemno dogajanje v Sloveniji na vrhuncu, je bilo med prevzemniki le peščica tujih podjetij. Slovenski trg je bil, kot kaže, premalo zanimiv za tuja podjetja, da bi vstopala nanj prek prevzemov in so se, v primeru odločitve o poslovanju v Sloveniji, ob relativni majhnosti trga, raje odločala za osvajanje trga zlasti prek podružnic in hčerinskih podjetij oz. so ga lahko obvladovala z obstoječimi kapacitetami. Prav tako je bila v slovenski javnosti in politiki pogosto prisotna precejšnja nenaklonjenost prodaji podjetij tujim prevzemnikom. Večji vpliv tujih prevzemnikov se je zgodil šele po letu 2012, ko so številna podjetja zabredla v težave in so bili lastniki, običajno zaradi prezadolženosti, primorani v odprodajo dela premoženja za refinanciranje obveznosti oz. so lastnice podjetij postale banke upnice. Pri tem v Sloveniji ob vsesplošnem relativnem slabem gospodarskem položaju in pomanjkanju presežnih finančnih virov, majhnosti trga, nekaterih negativnih izkušnjah s prevzemi v času krize, relativno visoki povprečni zadolženosti podjetij in težavnem dostopu do

dolžniških virov financiranja, za večino tovrstnih podjetij ni bilo mogoče najti domačih kupcev. Zaradi omenjenih razlogov so prvič po vstopu Slovenije v EU pomembno vlogo pri prevzemih odigrali tuji prevzemniki. Prav tako je povečanje števila prevzemov v zadnjih letih tudi posledica politične odločitve o prodaji deležev države in državnih družb v 15 podjetjih, s čimer se je še enkrat več pokazal bistven pomen političnih odločitev na prevzeme tujih družb v Sloveniji.

Na drugi del raziskovalnega vprašanja 1, ki pravi »ali so med tujimi prevzemniki prevladovali prevzemniki iz sosednjih držav« lahko odgovorimo pritrdilno. Med tujimi prevzemniki jih je bilo največ iz sosednjih Avstrije in Hrvaške. Za tuje prevzemnike iz sosednjih držav velja, da bolje poznajo podjetja v sosednji državi, poslovno okolje in kulturo. Slovenija je močno ekonomsko povezana tako z Avstrijo kot Hrvaško, z obema pa ima tudi pomembne kulturne in zgodovinske povezave. Avstrijska podjetja so od osamosvojitve Slovenije dalje izkazovala zanimanje za poslovanje na slovenskem in preostalih trgih nekdanje Jugoslavije. To se je nadaljevalo tudi po vstopu Slovenije v EU, zato ne preseneča, da so ravno avstrijska podjetja pri vrhu tujih prevzemnikov v Sloveniji, še zlasti, ker velja, da se meddržavni prevzemi dogajajo zlasti v smeri od prevzemnikov iz ekonomsko močnejše države k tarčam iz ekonomsko šibkejšega okolja. Hrvaška podjetja so se kot prevzemnik začela pojavljati zlasti v zadnjih letih, ko so začeli prevzemati podjetja, ki so se zaradi težav njihovih predhodnih lastnikov znašla v prodajnih postopkih. Na ta način so prek konsolidacije zlasti poskušala okrepiti svoj položaj na trgih nekdanje Jugoslavije. Skupno so med prevzemniki izrazito prevladovali tisti iz držav EU. Na ta način lahko ugotovimo, da se podjetja izven držav EU, niso posluževala prevzemov slovenskih podjetij z namenom vstopa na širši skupni trg EU.

V okviru večine prevzemnih ponudb so delničarji ciljnih družb lahko realizirali prevzemne premije. Le-te so pomembno naraščale z oddaljevanjem od dneva objave prevzemne ponudbe, saj je bila 360-dnevna prevzemna premija za kar 149,1 % višja od 30-dnevne. To lahko delno pojasnimo z dejstvom, da je bila večina prevzemnih aktivnosti okrog leta 2007, ko je tudi slovenski kapitalski trg doživel daleč največji razcvet. Po drugi strani gre del razloga iskati v uhanju informacij in pričakovanju trga okrog morebitnih prevzemov. To se je še posebej pokazalo pri analizi prevzemnih premij za družbe z bolj likvidnimi delnicami, kjer so bile 30-, 60- in 90-dnevne premije nižje od povprečja, a je bila 360-dnevna premija močno nad povprečjem vseh prevzemov, kar lahko razumemo kot odziv trga na pričakovane prevzeme teh družb, ki so bile zaradi svoje večje likvidnosti tudi bolj pod drobnogledom javnosti in so se tako hitreje širile tudi informacije o morebitnih prevzemih.

Višina prevzemnih premij se je razlikovala glede na različne dejavnike. V skladu z drugim raziskovalnim vprašanjem, ki pravi »kako so se prevzemne premije razlikovale med različnimi dejavnostmi, v katerih so delovala ciljna podjetja«, smo analizirali višino prevzemnih premij glede na prevladujočo dejavnost ciljne družbe. Ugotovili smo, da se je višina povprečnih prevzemnih premij razlikovala med dejavnostmi ciljnih podjetij. Najvišje povprečne

prevzemne premije so bile v dejavnosti gradbeništva, a je bilo v vzorcu premalo podjetij za kakršne koli natančnejše zaključke. Z izjemno 30-dnevne premije so bili, v luči prevzemnih premij, izrazito nadpovprečni donosi v predelovalni dejavnosti, kjer je bilo med prevzemi kar nekaj prevzemov s strani strateških prevzemnikov iz povezanih dejavnosti. Nekateri od njih so bili, ob pričakovanih sinergijah, pripravljene za prevzem plačati tudi relativno visoke prevzemne premije. Podpovprečne prevzemne premije so bile v dejavnosti trgovine, vzdrževanja in popravila motornih vozil ter v finančni in zavarovalniški dejavnosti. Ciljne družbe pri zadnjih so bile zlasti investicijske družbe in holdingi, nastali iz nekdanjih pidov, za katere je bilo pogosto značilno netransparentno delovanje ter lastniško preoblikovanje, ki so ga pogosto spremljali sumi oškodovanja malih delničarjev.

Prevzemne premije so običajno višje pri prevzemih podjetij iz povezanih dejavnosti, saj so tovrstni prevzemniki, zaradi sinergij na različnih področjih poslovnega procesa, pogosto pripravljene plačati tudi višjo rezervacijsko ceno. V obdobju od vstopa Slovenije v EU do konca leta 2016 so tudi prevzemniki tukajšnjih podjetij, ki so primarno delovali v povezani dejavnosti, v povprečju (z izjemo 180-dnevne premije) plačali višje prevzemne premije od prevzemnikov iz nepovezanih dejavnosti. Ne glede na to so bile razlike relativno majhne in niso presegle 10 odstotnih točk. Testne statistike, izračunane v okviru Mann-Whitneyevega U testa, so tako pokazale, da ugotovitve okrog višje prevzemne premije, ki naj bi jih plačali prevzemniki iz povezanih dejavnosti, niso statistično značilne.

Podobno je bilo tudi glede ugotovitev o povezanosti prevzemnih premij s poreklom prevzemnika. Domači prevzemniki so v okviru prevzemnih ponudb ponudili nekoliko višje 30-, 90- in 180-dnevne prevzemne premije, medtem ko so tuji prevzemniki ponudili bistveno višje 360-dnevne premije. Razlog gre iskati v tem, da so bili tuji prevzemniki udeleženi v kar nekaj prevzemih, kjer je bil že več kot 6 mesecev pred sklenitvijo dogovora napovedan začetek prodaje teh podjetij. Na ta način so bila v 30-, 90 in 180-dnevno premijo že vključena tudi prevzemna pričakovanja investitorjev, posledično pa je bila tudi prevzemna premija, ki so jo plačali tuji prevzemniki v teh primerih, nižja. Tudi v tem primeru so izračuni v okviru Mann-Whitneyevega U testa pokazali, da ugotovitve okrog razlik v povprečni višini rangov prevzemne premije med domačimi in tujimi prevzemniki niso statistično značilne. Na ta način ne moremo potrditi H2, ki pravi, da so bile «prevzemne premije višje pri tujih prevzemnikih ter pri prevzemih podjetij iz povezanih dejavnosti».

Močno podpovprečno donose na račun prevzemnih premij so realizirali delničarji podjetij, ki so bile tarče managerskih prevzemov, kar se je izkazalo kot najpomembnejša determinanta višine prevzemnih premij. 30-dnevne prevzemne premije družb, ki so bile tarče managerskih prevzemov (vključno s prevzemi družb, nastalih kot naslednice pidov), so bile v povprečju za 25 % nižje od prevzemnih premij v ostalih družbah. Razlika je bila še bistveno višja pri 90-dnevni premiji, saj so bile v tem primeru nižje celo za 51,1 %, medtem ko so bile 180-dnevne nižje za 43,8 %, 360-dnevne pa za 42,9 %. Da so bili podatki o nižjih povprečnih prevzemnih

premijah ciljnih družb, ki so postale tarče managerskih prevzemov statistično značilni, so z izjemo 30-dnevne premije potrdili tudi izračuni Mann-Whitneyevega U testa. Na ta način lahko potrdimo H3, ki pravi »povprečne prevzemne premije v primeru managerskih prevzemov so bile nižje od povprečnih prevzemnih premij za preostala podjetja«.

SKLEP

Pridružitve Slovenije EU je za slovenska podjetja prinesla številne spremembe, glavna med njimi pa je bila dokončen vstop na mnogo večji skupni evropski trg. To je za mnoga podjetja pomenilo priložnost, da še dodatno razširijo svoje poslovanje izven slovenskih meja, hkrati pa je pomenilo tudi lažji dostop tujih podjetij na slovenski trg. Neposredno po vstopu v EU se je močno povečalo število uspešnih prevzemnih ponudb. Prevzemne aktivnosti v obdobju 2004–08 so bile zlasti posledica kapitalskega povezovanja podjetij iz predelovalne dejavnosti ter prevzemnih ponudb za podjetja iz finančne in zavarovalniške dejavnosti, med katerimi so prevladovale holdinške družbe, ki so po večini nastale iz nekdanjih pidov. Poleg neposrednega vpliva vstopa v EU, zaradi katerega so se posamezna podjetja odločila za konsolidacijo panog za lažji nastop na novem trgu oz. branjenje tržnih pozicij na domačem slovenskem, je imel vstop v EU tudi posreden vpliv na prevzemno aktivnost, prek uvedbe evra, in s tem lažjim in ugodnejšim dostopom do virov financiranja. To so še zlasti izkoristili številni managerji, ki so v tem obdobju izvedli precej zelo odmevnih managerskih odkupov.

V času gospodarske in finančne krize so se prevzemne aktivnosti izrazito zmanjšale, kar kaže tudi na velik pomen splošnih makroekonomskih razmer na prevzemne aktivnosti v Sloveniji. Od leta 2013 je število uspešnih prevzemnih ponudb ponovno začelo naraščati, a še vedno ni doseglo predkrizne ravni. V zadnjih letih se je sicer močno povečalo število tujih prevzemnikov, ki so pred letom 2012 imeli izrazito obrobno vlogo, njihovo število pa se neposredno po vstopu v EU ni povešalo. Največ tujih prevzemnikov je v celotnem preučevanem obdobju prihajalo iz sosednjih Avstrije in Hrvaške. Povečanje števila tujih prevzemnikov po letu 2012 je bila zlasti posledica prodaje družb, zaradi prezadolženosti njihovih (nekdanjih) lastnikov, pa tudi zaradi političnih odločitev. Ob tem velja omeniti, da je v celotnem obdobju imela pomembno vlogo pri prevzemnem dogajanju politika, še zlasti glede volumna prevzemov, ki je bil v veliki meri odvisen od prodaje podjetij v posredni ali neposredni državni lasti, katerih (ne)privatizacija je bila vselej v prvi vrsti politična odločitev.

V okviru uspešnih prevzemih ponudb so delničarji ciljnih družb, v preučevanem obdobju, v povprečju realizirali 27,3-% 30-dnevne prevzemne premije. Višina prevzemnih premij je močno variirala od prevzema do prevzema in naraščala z oddaljevanjem od datuma prevzemnih ponudb. 360-dnevna prevzemna premija je tako znašala 68 %, kar kaže na relativno velik pomen predponudbenega porasta tečaja delnic. Na povprečno višino prevzemnih premij so imele pomemben vpliv nekatere ekstremno visoke prevzemne premije, kar potrjuje tudi dejstvo,

da je bila mediana 30-dnevnih prevzemnih premij 10,3 %, mediana 360-dnevnih prevzemnih premij pa 37,9.

Najvišje povprečne prevzemne premije so bile v dejavnostih gradbeništva in predelovalni dejavnosti. Prevzemne premije se statistično niso razlikovale glede na to, ali sta prevzemnik in ciljna družba delovala v povezanih dejavnostih ter ali je bil prevzemnik domače ali tuje podjetje. Drugače je bilo pri primerjavi prevzemnih premij za podjetja, ki so bila tarče managerskih prevzemov in ostala podjetja. Delničarji družb tarč managerskih prevzemov so namreč realizirali bistveno nižje povprečne prevzemne premije, razlike pa so bile, z izjemno 30-dnevne prevzemne premije, tudi statistično značilne.

Tovrstni prevzemi so bili pogosto izpeljani izrazito netransparentno, v več primerih tudi prek veriženja podjetij ter prek »parkiranja delnic«, v sodelovanju s povezanimi osebami, pri čemer se niso upoštevale določbe ZPre-1, ki v 2. odstavku 15. člena od družb, ki delujejo usklajeno in skupaj presežejo prevzemni prag zahteva, da dajo prevzemno ponudbo v skladu z določili tega zakona. Pri tovrstnih prevzemih je prav tako prihajalo do asimetrij informacij med prevzemniki in ostalimi udeleženci na trgu kapitala, kar ob podpovprečnih prevzemnih premijah odpira tudi vprašanje o morebitnem trgovanju na osnovi notranjih informacij. Na ta način lahko ugotovimo, da tako precej odmevni managerski odkupi, kakor tudi nekoliko manj opazni lastniški prevzemi družb naslednic nekdanjih pidov, niso bili škodljivi le za podjetja, ki so jih po prevzemu novi lastniki pogosto izčrpavali ter so se v času finančne in gospodarske krize, zlasti zaradi prevelike zadolženosti, pogosto znašla v težavah pri poslovanju ali so šla celo v stečaj, temveč tudi za delničarje teh podjetij, ki so pri tovrstnih prevzemih, zaradi relativno nizkih prevzemnih premij, realizirali bistveno podpovprečne prevzemne donose.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2017a). *Ponudbe za odkup po ZPre*. Najdeno 10. maja 2017 na spletnem naslovu [http://www.a-tvp.si/Documents/Ponudbe_za_odkup_po_ZPre%20\(internet\).xls](http://www.a-tvp.si/Documents/Ponudbe_za_odkup_po_ZPre%20(internet).xls)
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2017b). *Mesečni pregled gibanj na trgu finančnih instrumentov*. Najdeno 10. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=232>
3. Alič, J. (2007, 11. avgust). Prvi mož Tekstine v menedžerski odkup družbe. *Dnevnik*. Najdeno 23. junija 2017 na spletnem naslovu <https://dnevnik.si/262297/posel/novice/262297>
4. Angwin, D., & Savill, B. (1997). Strategic perspectives on European cross-border acquisitions: a view from top European executives. *European Management Journal*, 15(4), 423–435.
5. Aviat, A., Coeurdacier, N., De Santis, R. A., Ottaviano, G., & Ravn, M. (2009). Cross-Border Mergers and Acquisitions and European Integration. *Economic Policy*, 24(57), 55–106.
6. Baldi, F. (2005). Valuing a leveraged buy-out: the expansion of the adjusted present value by means of the real options analysis. *The Journal of Private Equity*, 8(4), 64–81.
7. Bureau van Dijk. (2012). Zephyr Annual M&A Activity Report. Najdeno 21. decembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.mandaportal.com/getattachment/5c5f81aa-4b32-4823-8b8a-861768b52418/Global,-FY-2012>
8. Bureau van Dijk. (2015). Zephyr Annual M&A Activity Report. Najdeno 21. decembra 2016 na spletnem naslovu http://www.bvdinfo.com/BvD/media/reports/Global-FY-2015_1.pdf
9. Bertonec, A. (2005). *Čas prevzemov, prevzeti ali biti prevzet*. Ljubljana: GV Založba.
10. Bertonec, A. (2008). *Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. Koper: Fakulteta za management.
11. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetji in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
12. Bešter, J. (1999). *Razvoj trga kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network.
13. Billett, T. M., & Ryngaert, M. (1997). Capital structure, asset structure and equity takeover premiums in cash tender offers. *Journal of Corporate Finance*, 3(2), 141–165.
14. Bishop, M., & Kay, J. (1993). *European mergers and merger policy*. Oxford: Oxford University Press.
15. Bradley, J. W., & Korn, D. H. (1979). Bargains in valuation disparities: corporate acquirer versus passive investor. *Sloan Management Review*, 20(4), 51–64.
16. Campa, J. M., & Machieri, C. (2009). The European M&A Industry: A Market in the Process of Construction. *Academy of Management Perspectives*, 23(4), 71–87.
17. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation* (2nd ed.). New York: John Wiley and Sons.

18. DePamphilis, D. M. (2010). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions* (2nd ed.). Burlington: Academic Press.
19. Durmaz, Y. (2014). A Theoretical Approach to the Methods Introduction to International Markets. *International Journal of Business and Social Science*, 6(1), 47–54.
20. Erel, I., Liao, R. S., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082.
21. Ferris, P. S., Gondhalekar, V. B., & Sant, R. R. (2004). The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Takeover Premia. *Applied Economics Letters*, 11(1), 735–739.
22. *Finančna kriza ohromila investicijske sklade*. (2008). Najdeno 30. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.razgledi.net/2008/05/22/financna-kriza-ohromila-investicijske-sklade/>
23. Flanagan, D. J., & O'Shaughnessy, K. C. (2003). Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research*, 56(8), 573–585.
24. Gaughan, P. (1996). *Mergers Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & sons, inc.
25. Golbe, D., & White, L. (1993). Catch a Wave: The Time Series Behaviour of Mergers. *Review of Economics and Statistics*, 75(3), 493–499.
26. Grote, M. H., & Rustige, M. (2011). *Why do foreign acquirers pay more?* Frankfurt: Frankfurt School of Finance & Management.
27. Halebian, J., & Finkelstein, S. (1999). The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29–56.
28. Hampton, J. J. (1989). *Financial Decision making: Concepts, Problems and Cases*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International.
29. Harlow, W. V., & Howe, J. S. (1993). Leveraged Buyouts and Insider Nontrading. *Financial Management*, 22(1), 109–118.
30. Hayward, L. A. M., & Hambrick, C. D. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103–127.
31. Ivanko, Š. (2007). *Raziskovanje in pisanje del : metodologija in tehnologija raziskovanja in pisanja strokovnih in znanstvenih del*. Kamnik: Cubus image.
32. Jacoby, W. (2014). Different cases, different faces: Chinese investment in Central and Eastern Europe. *Asia Europe Journal*, 12(1–2), 199–214.
33. Jarrell, G. A., Brickley, A. J., & Netter, M. J. (1988). The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 49–68.
34. Jarrell, A. G., & Poulsen, A. (1989). The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades. *Financial Management*, 18(3), 12–19.
35. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 53–80.

36. Kazmierska-Jozwiak, B. (2014). Activity of Central Eastern Europe Countries on mergers and acquisitions market. *Social Sciences*, 83(1), 72–79.
37. Keown, A. J., & Pinkerton, J. M. (1981). Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 36(4), 855–869.
38. Kocbek, M. (1999). Prezem podjetij in prevzem gospodarske družbe – pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. *Pravnik*, 6(8), 321–331.
39. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
40. Ljubljanska borza. (2017). *Arhiv tečajev*. Najdeno 10. maja 2017 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289>
41. Mao, Y., & Renneboog, L. (2015). Do managers manipulate earnings prior to management buyouts? *Journal of Corporate Finance*, 35(6), 43–61.
42. Mencinger, B. (2010, 12. maj). Igor Lah prevzema KS Naložbe. *Finance*. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/279393/Igor-Lah-prevzema-KS-Nalozbe>
43. Meulbroek, L. K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *Journal of Finance*, 47(5), 1661–1699.
44. Mihajlović, N. (2006, 17. oktober). Stara mačka kupujeta Lesnino Emmi. *Finance*. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/165897/Stara-macka-kupujeta-Lesnino-Emmi>
45. Nanda, H. (2007). *Do Management Buyouts of US Companies Demand Higher Premiums than UK Companies? Why?* New York: The Leonard N. Stern School of Business.
46. Nielsen, F. J., & Melicher, W. R. (1973). A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, Seattle*, 8(3), 139–148.
47. Pavlin, C. (2015, 4. marec). Kompas Shop namerava prevzeti Velano. *Delo*. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/podjetja/kompas-shop-namerava-prevzeti-velano.html>
48. Pokrajčič, D., & Savović, S. (2012). The impact of global financial crisis on mergers and acquisitions – case of Serbia. *Metalurgia International*, 7(11), 237–245.
49. Polanič, M. (2006, 18. oktober). AHA Aluminij prevzema Lesnino Emmi. *Dnevnik*. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.dnevnik.si/206996>
50. Polanič, M. (2007, 8. september). Probankini menedžerji prevzemajo Medaljon. *Dnevnik*. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu <https://dnevnik.si/267441>
51. Polanič, M. (2008, 8. maj). Kako so prevzemali Laško, Infond Holding in Center Naložbe. *Dnevnik*. Najdeno 28. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.dnevnik.si/318017>
52. Pound, J., & Zeckhauser, R. (1990). Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Runners on Stock Prices. *The Journal of Business*, 63(3), 291–308.
53. Peng, W. M. (2009). *Global Strategy* (2nd ed.). Cincinnati: South-Western Cengage Learning.
54. Reynolds, K., & Sonenshine, R. (2014). Determinants of cross-border merger premia. *Review of World Economics*, 150(1), 173–189.
55. Scharf, A. C., Shea, E. E., & Beck, C. G. (1991). *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers: A Handbook with Forms*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

56. Schwert, W. G. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153–192.
57. Seth, A., Song K. P., & Pettit, R. R. (2002). Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 921–940.
58. Shapiro, C. A. (1990). *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
59. Singh, H., & Montgomery, C. (1987). Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377–387.
60. Statistični urad Republike Slovenij. (b.l.) Standardna klasifikacija dejavnosti 2008 V2. Najdeno 10 maja 2017 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/Klasje/Klasje/Tabela/5531>
61. Sudasranam, P. S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. London: Prentice Hall.
62. Šimac, J. (2016, 7. avgust). Kaj vse je čudno pri menedžerskem prevzemu Mlinotesta? *Finance*. Najdeno 27. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/8847871/Kaj-vse-je-cudno-pri-menedzerskem-prevzemu-Mlinotesta>
63. Tajnikar, M. (2000). Pripojitve, spojitve in prevzemi. V *Združitve in prevzemi gospodarskih družb* (str. 25–38). Ljubljana: Društvo ekonomistov.
64. Tekavc, J., & Pučnik, J. (2002). *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Tržič: Učila International
65. Thomsonreuters. (2011). *Mergers & Acquisitions Review*. Najdeno 1. decembra 2016 na spletnem naslovu http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q11_MA_Financial_Advisory_Review.pdf
66. Thomsonreuters. (2013). *Mergers & Acquisitions Review*. Najdeno 1. decembra 2016 na spletnem naslovu http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013_Global_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf
67. Thomsonreuters. (2015). *Mergers & Acquisitions Review*. Najdeno 1. decembra 2016 na spletnem naslovu [http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-(E).pdf)
68. Tradingeconomics. (2017). *Slovenia Stock Market (SBITOP)*. Najdeno 23. junija 2017 na spletnem naslovu <https://tradingeconomics.com/slovenia/stock-market>
69. Trančar, V. (1999). Financiranje prevzema podjetja. *Bančni vestnik: revija za denarništvo in bančništvo*, 48(11), 8–14.
70. Treynor, J. T. (1993). Samizdat: The Value of Control. *Financial Analysts Journal*, 49(4), 6–9.
71. Vancea, M. (2012). An Overview On The Determinants Of Mergers And Acquisitions Waves. *Annals of Faculty of Economics*, 1(2), 390–397.
72. Varaiya, N. P. (1987). Determinants of Premiums in Acquisition Transactions. *Managerial and Decision Economics*, 8(3), 175–184.
73. Varaiya, N. P., & Ferris, K. R. (1987). Overpaying in corporate takeovers: The winner's curse. *Financial Analysts Journal*, 43(3), 64–70.

74. Walkling, R., & Edmister, R. (1985). Determinants of bid premiums in cash tender offers. *Financial Analysts Journal*, 41(1), 27–37.
75. Walters, S. J. K. (1993). *Enterprise, government and the public*. New York: McGraw-Hill Book.
76. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS* št. 65/2009-UPB-1, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 82/2013, 55/2015; *odl. US*: U-I-311/11-16.
77. Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb (ZPNPID). *Uradni list RS* št. 68/07, 7/08, 40/09; *odl. US*: U-I-66/08-14.
78. Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (ZPOmK-1). *Uradni list RS* št. 36/08, 40/09, 26/11, 87/11, 57/12, 63/13-ZS-K, 33/14, 76/15, 23/17; *odl. US*: U-I-40/12-31.
79. Zakon o prevzemih (ZPre-1). *Uradni list RS* št. 79/2006, 67/2007-ZTFI, 1/2008, 68/2008, 35/2011-ORZPre75, 10/2012, 38/2012, 56/2013, 63/2013-ZS-K, 25/2014, 75/2015; *odl. US*: U-I-103/11-16.
80. Zakon o varstvu konkurence (ZVK). *Uradni list RS* št. 18/1993, 56/1999-ZPOmK, 110/2002-ZVPot-A, 76/2015-ZPOmK-1F.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre	1
Priloga 2: Prezemne premije, 1. 5. 2004-2016	17
Priloga 3: Seznam pogosto uporabljenih kratic	25

PRILOGA 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Cap-invest, d. o. o., Ljubljana	NK naložbe, d. d., Ljubljana	3.5.2004	Denar	uspešna, 11. 6. 2004
STP leasing, Finansiranje projektov, d. d., Ljubljana	Vele, trgovska družba, d. d., Domžale	24.5.2004	Denar	uspešna, 29. 6. 2004
Aktiva Invest, d. d., Ljubljana	Aktiva Naložbe, d. d., Ljubljana	28.6.2004	Denar	uspešna, 17. 8. 2004
Helios, d. d., Domžale	Color, d. d., Medvode	1.7.2004	Denar	uspešna, 9. 8. 2004
Primorje, d. d., Ajdovščina	Gradis, Gradbeno podjetje Ljubljana, d. d.,	9.7.2004	Denar	uspešna, 16. 8. 2004
Bombažna predilnica in tkalnica Tržič, d. d.	Svilanit tekstilna tovarna, d. d. Kamnik	21.7.2004	Denar	uspešna, 24. 8. 2004
Adria Capital Koper, d. d., Koper	Mercata, finančna družba, d. d., Ljubljana	12.8.2004 Zahteva zavrnjena	Denar	
Iskra, elektro in elektronska inustrija, d. d. Ljubljana	Iskra kondenzatorji, d. d., Semič	16.8.2004	Denar	uspešna, 23. 9. 2004
Fond invest, d. d., Ljubljana	M1, finančna družba, d. d., Ljubljana	25.8.2004	Denar	uspešna, 29. 9. 2004
Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana	Emona Maximarket, d. d., Ljubljana	21.9.2004	Denar	uspešna, 8. 11. 2004
Perspektiva FT, d. o. o., Ljubljana	Vizija holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	8.10.2004	Denar	uspešna, 16. 11. 2004
Perspektiva FT, d. o. o., Ljubljana	Vizija holding ena, finančna družba, d. d., Ljubljana	8.10.2004	Denar	uspešna, 16. 11. 2004
M1, finančna družba, d. d., Ljubljana	ELMO Elektromontažno podjetje, d. d., Ljubljana	11.10.2004	Denar	uspešna, 17. 11. 2004
Hit hoteli, igralnice, turizem, d. d., Nova Gorica	Kompas hoteli, d. d., Kranjska Gora	14.10.2004	Denar	uspešna, 17. 11. 2004
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Triglav Naložbe, finančna družba, d. d., Ljubljana	20.10.2004	Denar	uspešna, 26. 11. 2004
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Triglav Finančna družba, d. d., Ljubljana	20.10.2004	Denar	uspešna, 26. 11. 2004
Riosi inženiring, d. o. o., Ljubljana	TKI Hrastnik, d. d., Hrastnik	22.11.2004	Denar	uspešna, 24. 12. 2004
Istrabenz, d. d., Koper	Kolinska d. d., Ljubljana	7.12.2004	Denar	uspešna, 20. 1. 2005
Aktiva Holdings B. V., Nizozemska	Arkada holding, d. d., Ljubljana	9.12.2004	Denar	uspešna, 19. 1. 2005
Salonit Anhovo, d. d., Deskle	Kema Puconci d. d., Puconci	16.12.2004	Denar	uspešna, 20. 1. 2005
Arkada holding, d. d., Ljubljana	Tehnounion, d. d., Ljubljana	4.1.2005	Denar	uspešna, 15. 2. 2005
List, d. o. o., Ljubljana	IUV Vrhnik, d. d., Vrhnik	30.12.2004	Denar	uspešna, 22. 2. 2005
Boleta, d. o. o., Domžale	D Holding, d. d., Domžale	18.1.2005	Denar	uspešna, 25. 2. 2005

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Alpetour - potovalna agencija, d. d. Kranj	Integral Jesenice d. d., Jesenice	21.1.2005	Denar	uspešna, 25. 2. 2005
Perutnina Ptuj, d. d.,	Agrokombinat Maribor d. d., Maribor	10.2.2005	Denar	uspešna, 21.3.2005
Kačar Silvo	Sijaj Hrastnik d. d., Hrastnik	22.4.2005	Denar	uspešna, 21. 3. 2005
Pom-Invest, družba za investiranje, d. d., Maribor	Pom-Naložbe, finančna družba, d. d., Murska Sobota	4.5.2005	Denar	uspešna, 10. 6. 2005
Avto-phone trgovina in servis, d. o. o., Ljubljana	Kompas mejni turistični servis, d. d., Ljubljana	6.6.2005	Denar	uspešna, 12. 7. 2005
Protej, d. o. o., Ljubljana	Autocommerce, d. d., Ljubljana	20.6.2005	Denar	uspešna, 27. 7. 2005
Kovina, Kovinsko predelovalno podjetje, d. d., Šmartno pri Litiji	Unitas armature, d. d., Šmartno pri Litiji	22.6.2005	Denar	uspešna, 4. 8. 2005
Heraklith AG, Avstrija in Global, B&C, d. o. o. Ljubljana	Termo, d. d. Škofja Loka	18.7.2005	Denar	uspešna, 19. 8. 2005
Zvon Ena Holding, finančna družba d. d., Ljubljana	Belinka Holding, d. d., Ljubljana	12.10.2005	Denar	uspešna, 16. 11. 2005
Hidria, d. o. o., Ljubljana	IMP Klimat d.d., Ljubljana	12.10.2005	Denar	uspešna, 16. 11. 2005
Triglav, finančna družba, d. d., Ljubljana	Slovenijales d. d., Ljubljana	12.10.2005	Denar	uspešna, 22. 11. 2005
Gospodarstvo Rast, d. o. o., Maribor	Zvon Ena Holding finančna družba d. d., Maribor	27.10.2005	Denar	uspešna, 2. 12. 2005
Voogel & Noot Verpackungstechnik GmbH, Murtzal, Avstrija	Saturnus Embalaža, d. d., Ljubljana	30.9.2005	Denar	uspešna, 6. 12. 2005
Vita Commerce, d.o.o., Ljubljana	Mesna industrija Primorske d. d., Nova Gorica	11.11.2005	Denar	uspešna, 19. 12. 2005
Banca Popolare FriulAdria S.p.A Pordenone, Italija	Medvešek Pušnik, d.d. Ljubljana	27.12.2005	Denar	neuspešna, 29. 12. 2005
Karizma, poslovne storitve in upravljanje, d. o. o., Kranj	Creina, d. d., Kranj	28.12.2005	Denar	uspešna, 31. 01. 2006
Darko Zupanc	Trdnjava 1 holding. Finančna družba d.d., Celje	28.12.2005	Denar	uspešna, 31. 01. 2006
Iskra Avtoelektrika, d. d. Šempeter pri Gorici	Iskra, elektro in elektronska industrija, d. d., Ljubljana	12.12.2005	Denar	neuspešna, 27. 2. 2006
Titus International Plc, Velika Britanija	Lama, d. d., Dekani	29.12.2005	Denar	uspešna, 09. 03. 2006
Maos Poslovno svetovanje, d. d., Ljubljana	Iskra, elektro in elektronska industrija, d. d., Ljubljana	27.12.2005	Denar	uspešna, 06. 04. 2006

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Zlata Moneta II, finančna družba, d. d., Maribor, Medaljon, upravljanje drugih družb, d. d., Maribor, Probanka, d. d., Maribor, Holding, Trimo Investment, d. d., Trebnje, Probanka leasing Ljubljana, d. o. o., Ljubljana	Trimo, inženiring in proizvodnja montažnih objektov, d. d., Trebnje	26.1.2006	Denar	uspešna, 13. 03. 2006
Kolektor Group, vodenje in upravljanje družb d. o. o., Idrija	Liv Postojna, hidravlika, stroji, plastika, d. d., Postojna	14.2.2006	Denar	uspešna, 07. 04. 2006
Vipa, družba za finančno poslovanje in razvoj, d. d., Nova Gorica	Vipa Holding, d. d., Nova Gorica	7.4.2006	Denar	uspešna, 15. 05. 2006
Istrabenz, holdinška družba d. d. Koper	Droga Kolinska Živilska industrija d.d, Ljubljana	12.4.2006	Denar	uspešna, 25. 05. 2006
Primož Trubar, založništvo, d. d., Kranj	Gorenjski tisk grafična dejavnost, d.d., Kranj	12.4.2006	Denar	uspešna, 25. 05. 2006
Primorje holding, d. d., Ajdovščina, Vipa holding, d. d., Nova Gorica	Primorje, d. d., Ajdovščina	1.6.2006	Denar	uspešna, 06. 07. 2006
Zvon Dva Holding, finančna družba, d. d., Maribor	Mladinska knjiga Založba, d. d., Ljubljana	9.6.2006	Denar	uspešna, 18. 07. 2006
Profectus, finančna in poslovna družba, d. o. o., Maribor	Medaljon upravljanje drugih družb, d. d., Maribor	12.6.2006	Denar	uspešna, 21. 07. 2006
Infond Holding 2, finančna družba, d. d., Maribor	Alpina, tovarna obutve, d. d., Žiri	4.7.2006	Denar	uspešna, 14. 08. 2006
Kolonel, trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana	Infond Holding 1, finančna družba, d. d., Maribor	24.8.2006	Denar	uspešna, 3. 10. 2006
Vipa, družba za finančno poslovanje in razvoj, d. d., Nova Gorica	Vipa holding, d. d., Nova Gorica	6.9.2006	Denar	uspešna, 02. 02. 2007
Metropolitna družba za storitve, d. o. o., Ljubljana	GG Bled, d. d., Bled	14.9.2006	Denar	uspešna, 25. 10. 2006
AHA Aluminij, Proizvodno podjetje, d. o. o., Ajdovščina	Lesnina EMMI, predelava aluminija in lesa, d. d., Slovenska Bistrica	13.10.2006	Denar	uspešna, 17. 11. 2006
Kapitalska zadruga, z. b. o., Ljubljana	Deželna banka Slovenije, d. d., Ljubljana	16.10.2006	Denar	uspešna, 17. 11. 2006
KD Holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	Deželna banka Slovenije, d. d., Ljubljana	12.10.2006	Denar	uspešna, 20. 11. 2006
Pekarna Blatnik, Proizvodnja in trgovina, d. o. o., Videm-Dobrepolje	Mlinotest, Živilska industrija, d. d., Ajdovščina	7.12.2006	Denar	neuspešna, 7.12.2006
Žito, prehrabena industrija, d. d., Ljubljana	Mlinotest, Živilska industrija, d. d., Ajdovščina	18.10.2006	Denar	neuspešna, 7.12.2006
FB investicije, d. o. o., Ljubljana	Maksima Holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	13.11.2006	Denar	uspešna, 20. 12. 2006

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prezemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Vektor, d. o.o, Ljubljana, Petin, d. o. o., Ljubljana	Skupina Viator & Vektor, d. d., Ljubljana	21.11.2006	Denar	uspešna, 21. 12. 2006
Adria Capital Koper, finančni inženiring, d. d., Koper	Mercata, finančna družba, d. d.,	4.12.2006	Denar	uspešna, 8. 1. 2007
Nova Kreditna Banka Maribor, d. d. Maribor	Infond ID 1, investicijska družba, d. d., Maribor	6.12.2006	Denar	uspešna, 10. 1. 2007
Monter Investitor poslovna družba, d. o. o., Šentjanž pri Dravogradu	Železarna Ravne – Monter Dravograd, d. d., Šentjanž pri Dravogradu	19.12.2006	Denar	uspešna, 25. 1. 2007
Trdnjava I Holding, d. d., Celje	Trdnjava holding d. d., Celje	28.12.2006	Denar	uspešna, 12. 2. 2007
Fokuss, d. o. o., Ljubljana	Hram Holding, d. d., Ljubljana	12.1.2007	Denar	uspešna, 02. 03. 2007
VIPA, družba za finančno poslovanje in razvoj, d. d., Nova Gorica	Mlinotest, Živilska industrija, d. d., Ajdovščina	26.1.2007	Denar	uspešna, 01. 03. 2007
Kozmus Jože, Pameče 302, Slovenj Gradec, Hastor Nijaz, Kranjčeviča broj 11, Sarajevo, BiH, TBP, d. d., Kidričeva 14, Lenart, Sajoma, d. o. o., Pameče 302, Slovenj Gradec, Prevent-Halog, d. o. o., Kidričeva 14, Lenart in Eurocity, d. o. o., Pod gradom 3, Slovenj Gradec	Prevent global, d. d. Slovenj Gradec	14.2.2007	Denar	uspešna, 12. 02. 2007
Orbico, trgovina, uvoz, zastopanje, d. o. o., Ljubljana	Emona Obala trgovski sistem, d. d., Koper	6.2.2007	Denar	uspešna, 13. 03. 2007
Irgram, družba za svetovanje, d. o. o., Ljubljana	Jata Emona, proizvodnja, trgovina in storitve, d. d., Ljubljana	13.2.2007	Denar	uspešna, 19. 03. 2007
Istrabenz, holdinška družba, d. d., Koper	Droga Kolinska, Živilska industrija, d. d., Ljubljana	26.2.2007	Denar	uspešna, 30. 03. 2007
Zlata Moneta II, finančna družba, d. d., Maribor	Etra 33, Energetski transformatorji, d. d., Ljubljana	1.3.2007	Denar	neuspešna, 01. 04. 2007
Alisio, gostinstvo in turizem, d. o. o., Ljubljana	Finira, ustanavljanje, financiranje, in upravljanje družb, d. d., Ljubljana	20.3.2007	Denar	uspešna, 23. 04. 2007
Pivovarna Laško, d. d., Laško, Radenska, d. d., Radenci, Talis, d. o. o., Maribor	Delo, d. d., Ljubljana	29.3.2007	Denar	uspešna, 08. 05 .2007
Facig trgovsko in proizvodno podjetje, d. o. o., Ljubljana	Metalka Trgovina, d. d., Ljubljana	zahteva zavrnjena 30.3.2007	Denar	

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Maksima Holding, d. d., Ljubljana	Geodetski Zavod Slovenije, d. d., Ljubljana	19.4.2007	Denar	uspešna, 27. 6. 2007
Darko Zupanc	Trdnjava I Holding, d. d., Celje	20.4.2007	Denar	uspešna, 29. 05. 2007
Aktiva Invest, Holdinška družba, d. d., Ljubljana	Aktiva Naložbe, investiranje in upravljanje naložb, d. d., Ljubljana	20.4.2007	Denar	uspešna, 08. 06. 2007
Kovinoplastika Lož, družba pooblaščenka, d. d., Stari trg	Kovinoplastika Lož industrija plastičnih izdelkov, d. d., Stari trg	7.5.2007	Denar	uspešna, 27. 6. 2007
KD Holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	Nama Trgovsko podjetje, d. d., Ljubljana	1.6.2007	Denar	uspešna, 9. 7. 2007
Les Invest poslovno svetovanje, d. d., Ljubljana	LIP Bled, d.d., Bled	15.6.2007	Denar	uspešna, 24. 7. 2007
Sarini, svetovanje in investiranje, d. o. o., Ljubljana	Etra 33, Energetski transformatorji, d. d., Ljubljana	26.6.2007	Denar	uspešna, 1. 8. 2007
Delo Prodaja, d. d., Ljubljana, Tehniška založba Slovenije, d. d., Ljubljana, M1, d. d., Ljubljana, Fond Invest, d. d., Ljubljana	DZS, d. d., Ljubljana	4.7.2007	Denar	uspešna, 7. 8. 2007
Avtotehna zastopanje, trgovina, izvoz - uvoz, servis in proizvodnja, d. d. Ljubljana	Comet umetni brusi in nekovine, d.d., Zreče	9.7.2007	Denar	uspešna, 10. 8. 2007
Nika DUS, poslovno svetovanje, d. d., Brežice, Nika RIS rizični investitor sistema, d. d., Brežice, Nika OTS odkup terjetev, d. o. o., Brežice, Star podjetje za računalništvo in trgovino na debelo, d.o.o., Brežice, Branko Šušterič, Polona Šušterič, Nika Šušterič, Miha Šušterič, Martin Šušterič; vsi iz Ljubljane	Nika investiranje in razvoj, d. d Ljubljana	10.7.2007	Denar	uspešna, 28. 8. 2007
Primus AB, poslovno svetovanje in naložbe, d. o. o., Ljubljana	Geodetski Zavod Slovenije, d. d. Ljubljana	11.7.2007	Denar	uspešna, 17. 8. 2007
W & P Profil - Olarvalue Holding, družba za upravljanje, d. o. o., Ruše	TDR - Metarulgija, družba za proizvodnjo karbida in ferolegur, d. d., Ruše	18.7.2007	Denar	uspešna, 23. 8. 2007
Maksima Invest, d. d., Ljubljana Finetol, finančna družba, d. d., Celje	NFD Holding, finančna družba d. Ljubljana	31.7.2007	Denar	uspešna, 3. 9. 2007

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Fond Invest, družba za ustanavljanje, upravljanje in financiranje družb, d. d., Ljubljana	M1, finančna družba, d. d. Ljubljana	27.8.2007	Denar	uspešna, 1. 10. 2007
Arcelor Mittal Ostrava a.s. Ostrava, Češka	Alpos industrija kovinskih izdelkov in opreme, d. d., Šentjur	28.8.2007	Denar	uspešna, 3. 10. 2007
Svila In, družba za proizvodnjo, trgovino, posredništvo, storitve, promet in gostinstvo, d. o. o., Ajdovščina	Tekstina Tekstilna industrija Ajdovščina d. d., Ajdovščina	31.8.2007	Denar	uspešna, 9. 10. 2007
EBS Group, družba za poslovne rešitve, d. o. o., Kranj	Jelovica, lesna industrija, d. d. Škofja Loka	4.9.2007	Denar	uspešna, 23. 10. 2007
Profectus, finančna in poslovna družba, d. o. o., Maribor	Medaljon upravljanje drugih družb, d. d., Maribor	10.9.2007	Denar	uspešna, 19. 10. 2007
Facig trgovsko in proizvodno podjetje, d. d., Ljubljana	LIZ - inženiring podjetje za pripravo in izvedbo investicij, d. d., Ljubljana	4.10.2007 Zahteva se zavrne	Denar	
Pomhold, naložbena dejavnost, d. o. o., Maribor	Pom - invest, družba za investiranje, d. d., Maribor	20.9.2007	Denar	uspešna, 25. 10. 2007
Avtotehna zastopanje, trgovina, izvoz - uvoz, servis in proizvodnja, d. d., Ljubljana	Swaty tovarna umetnih brusov, d. d. Maribor	20.9.2007	Denar	uspešna, 23. 11. 2007
Fidina, finančne in nepremičninske storitve, d. d., Ljubljana CBH, d. d., finančno in poslovno svetovanje, d. d., Celje	Maksima Invest, finančna družba, d. d., Ljubljana	28.9.2007	Denar	uspešna, 05. 11. 2007
Petrol, Slovenska energetska družba, d. d., Ljubljana	Istrabenz, holdinška družba, d. d.,	9.10.2007	Denar	uspešna, 22. 11. 2007
Triglav Naložbe, finančne družba, d. d., Ljubljana, Vipa holding, d. d., Nova Gorica	Goriške opekarne, d. d., Renče	29.10.2007	Denar	uspešna, 04. 12. 2007
Merfin, holdinška družba, d. o. o., Ljubljana, Sava, družba za upravljanje in financiranje, d. d., Kranj, Banka Koper, d. d., Koper, Euro-Vento društvo s omejenom odgovornostjo za upravljalne dejavnosti i promidžbu, Zagreb, Hrv Interfin Naložbe, finančna družba, d. d., Koper	Merkur - trgovina in storitve, d. d.,	30.10.2007	Denar	uspešna, 05. 12. 2007

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Batagel & CO., trgovina organizacijski inženiring in posredovanje, d. o. o., Postojna	Javor Pivka lesna industrija, d. d. Pivka	17.12.2007	Denar	neuspešna, 21. 01. 2008
Center Naložbe, finančna družba, d. d., Maribor	Infond Holding, finančna družba, d. d. Maribor	20.12.2007	Denar	uspešna, 24. 01. 2008
HAT, finančna in poslovna družba, d. o. o., Medaljon, upravljanje drugih družb, d. d., Maribor, Probanka, d. d., Maribor, SGP - Kograd -Igem Dravograd, proizvodnja, trgovina in storitve, d. d., Šentjaž pri Dravogradu	Avtotehna, zastopanje trgovina, izvoz -uvoz, servis in proizvodnja, d. d., Ljubljana	16.1.2008	Denar	uspešna, 22. 02. 2008
Avtotehna, zastopanje trgovina, izvoz - uvoz, servis in proizvodnja, d. d., Ljubljana in Medaljon upravljanje drugih družb, d. d., Maribor	Zlata Moneta II finančna družba, d. d. Maribor	15.1.2008	Denar	uspešna, 22. 02. 2008
Infond Holding, finančna družba, d. d., Maribor, Cestno podjetje Maribor, družba za gradnjo in vzdrževanje cest, d. d., Maribor, Fidina, finančna in nepremičninske storitev, d. d., Ljubljana, Koto, proizvodno in trgovsko podjetje, d. d., Ljubljana	Pivovarna Laško, d. d., Laško	11.2.2008	Denar	uspešna, 14. 03. 2008
Kolonel poslovno svetovanje, d. o. o., Ljubljana	Center Naložbe, finančna naložba, d. d., Maribor	28.2.2008	Denar	uspešna, 04. 04. 2008
Intersvet, svetovanje, inženiring, vodenje projektov in storitve, d. o. o., Ljubljana	Hidrotehnik Vodnogospodarsko podjetje, d. d., Ljubljana	7.3.2008	Denar	uspešna, 12. 05. 2008
Sarini, svetovanje in investiranje, d. o. o., Maribor	Etra 33 Energetski transformatorji, d. d. Ljubljana	16.4.2008	Denar	uspešna, 26. 05. 2008

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Holding PMP, naložbena dejavnost, d. d., Ljubljana, Merkur - trgovina in storitve, d. d., Naklo, Zlata Moneta II finančna družba, d. d., Maribor, Perutninska zadruga Ptuj, PZP, z. o. o., Hajdina, Comet, umetni brusi in nekovine, d. o. o., Zreče, Probanka, d. d., Maribor	Perutnina Ptuj reja perutnine, proizvodnja krmil, perutninskega mesa in izdelkov, trgovina in storitve, d. d., Ptuj	16.4.2008	Denar	uspešna, 26. 05. 2008
Fokuss financiranje razvojnih projektov, d. o. o., Ljubljana	Hram Holding, finančna družba, d. d. Ljubljana	19.5.2008	Denar	uspešna, 23. 6. 2008
Interfin Naložbe, finančna družba, d. d., Koper	Modra linija holding, finančna družba, d. d., Koper	20.5.2008	Denar	uspešna, 1. 7. 2008
Eerste Niedering Fonds B.V., Amsterdam, Nizozemska	Sivent, družba tveganega kapitala, d. d., Ljubljana	5.6.2008	Denar	uspešna, 14. 7. 2008
Pulsar Holding, ustanavljanje, financiranje in upravljanje družb, d. o. o., Ljubljana	Krona Holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	2.6.2008	Denar	uspešna, 17. 7. 2008
Stol industrija pohištva, d. d., Kamnik	KLI Logatec družba za lesno in strojno proizvodnjo, trgovino in inženiring, d. d. - v likvidaciji, Logatec	2.7.2008	Denar	uspešna, 7. 8. 2008
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Triglav Naložbe, finančna družba, d.d., Ljubljana	25.7.2008	Denar	uspešna, 16. 9. 2008
Sana Investicije, družba za upravljanje s podjetji, d. d., Ljubljana	Tosama Tovarna sanitetnega materiala, d. d., Domžale	29.7.2008	Denar	uspešna, 29. 7. 2008
Siringa trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana, Glen trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana, Publikum Trezor, d. o. o., Ljubljana	Lesnina trgovina s pohištvom, d. d. Ljubljana	14.8.2008	Denar	uspešna, 18. 9. 2008
Igem, inženiring, gradbeništvo, ekologija, marketing, d. o. o., Velenje	SGP Kograd-Igem Dravograd, proizvodnja, trgovina in storitve, d. d., Šentjanž pri Dravogradu	14.10.2008	Denar	uspešna, 18. 11. 2008
Delo prodaja družba za razširjanje in prodajo časopisov, d. d., Ljubljana, DZS založništvo in trgovina, d. d., Ljubljana	Terme Čatež, d. d., Brežice	15.10.2008	Nadomestni vrednostni papirji	uspešna, 5. 1. 2009
Ring International Holding AG, Dunaj, Avstrija	Niko, kovinarsko podjetje, d. d., Železnik	3.11.2008	Denar	uspešna, 9. 12. 2008

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Topro, finančna in poslovna družba, d. o. o., Sežana, Poteza Naložbe, podjetje za naložbe in financiranje, d. o. o., Ljubljana	Jadran, trgovsko podjetje, d. d., Sežana	11.11.2008	Denar	uspešna, 9. 1. 2009
Fizične osebe	Tekstil proizvodno in trgovsko podjetje, d. d., Ljubljana	3.12.2008	Denar	uspešna, 12. 1. 2009
Siringa trgovsko podjetje, d.o.o., Ljubljana	Lesnina trgovina s pohištvom, d. d. Ljubljana	19.1.2009	Denar	uspešna, 19. 2. 2009
Partner IN, naložbe in svetovanje, d. o. o., Novo mesto, Trimo, d. d., Trebnje, Nosan Zvone, Brusnice, Nosan Mojca, Brusnice	TPV trženje in proizvodnja opreme vozil, d. d., Novo mesto	5.1.2009	Denar	uspešna, 11.3. 2009
Modra linija holding, finančna družba, d. d., Koper, Adria naložbe, podjetniško in poslovno svetovanje, d. o. o., Sežana, JUB-H, družba za upravljanje in financiranje, d. d., Dol pri Ljubljani	Mitol, d. d., Sežana	11.3.2009	Denar	uspešna, 20. 4. 2009
Holding vino J, d. o. o., Ormož	Jeruzalem Ormož vinogradništvo, vinarstvo, sadjarstvo, d. d., Ormož	25.3.2009	Denar	uspešna, 6. 5. 2009
UPC Telemach širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana, Broadband kabel, elektronske storitve, d. o. o., Ljubljana, Slovenia Broadband S.a.r.l., Luxembourg, UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d.d., Maribor	UPC Pobrežje, širokopasovne komunikacije, d. d., Maribor	11.8.2009	Denar	uspešna, 17. 9. 2009
UPC Telemach širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana, Broadband kabel, elektronske storitve, d. o. o., Ljubljana, Slovenia Broadband S.a.r.l., Luxembourg, UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d.d., Maribor	CATV podjetje za upravljanje, vzdrževanje, modernizacijo in izgradnjo kabelske televizije, d. d., Maribor	11.8.2009	Denar	uspešna, 17. 9. 2009

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
UPC Telemach širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana, Broadband kabel, elektronske storitve, d. o. o., Ljubljana, Slovenia Broadband S.a.r.l., Luxembourg, UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d.d., Maribor	UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d. d., Maribor	11.8.2009	Denar	uspešna, 17. 9. 2009
UPC Telemach širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana, Broadband kabel, elektronske storitve, d. o. o., Ljubljana, Slovenia Broadband S.a.r.l., Luxembourg, UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d.d., Maribor	UPC Rotovž, širokopasovne komunikacije, d. d., Maribor	11.8.2009	Denar	uspešna, 17. 9. 2009
UPC Telemach širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana, Broadband kabel, elektronske storitve, d. o. o., Ljubljana, Slovenia Broadband S.a.r.l., Luxembourg, UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d.d., Maribor	UPC Ljubljanski kabel širokopasovne komunikacije, d. d., Ljubljana	11.8.2009	Denar	uspešna, 17. 9. 2009
UPC Telemach širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana, Broadband kabel, elektronske storitve, d. o. o., Ljubljana, Slovenia Broadband S.a.r.l., Luxembourg, UPC Tabor, širokopasovne komunikacije, d.d., Maribor	UPC Velenje, širokopasovne komunikacije, d. d., Velenje	11.8.2009	Denar	uspešna, 17. 9. 2009
Msin, d. o. o., družba za svetovanje in investiranje, Ljubljana, EGP Embalažno grafično podjetje, d. d., Škofja Loka	Primož Trubar, založništvo, d. d., Kranj	22.9.2009	Denar	uspešna, 3. 11. 2009

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Energoplan gradbeno podjetje, d.d., Ljubljana	Slovenijavino, podjetje za trgovino in storitve, d. d., Ljubljana	11.12.2009	Denar	uspešna, 5. 2. 2010
Proalita storitve in investicije, d.o.o., Ljubljana	Kompas mejni turistični servis, d. d., Ljubljana	13.1.2010	Denar	uspešna, 22. 2. 2010
AFP, d. o. o., Dobova	Stilles, d. d., Inženiring in notranja oprema, Sevnica	12.3.2010	Denar	uspešna, 19. 4. 2010
KD Kapital, finančna družba, d.o.o., Ljubljana	Žičnice Vogel Bohinj, d. d., Ljubljana	15.4.2010	Denar	uspešna, 21. 5. 2010
Kalantia Limited, Limassol, Ciper	KS Naložbe finančne naložbe, d. d., Ljubljana	10.5.2010	Denar	uspešna, 15. 6. 2010
Medaljon upravljanje drugih družb, d. d., Maribor	Zlata Moneta II finančna družba, d. d., Maribor	10.5.2010	Denar	uspešna, 15. 7. 2010
Facig Handelsgesellschaft m.b.H. Wien, Avstrija	Metalka Trgovina, d. d., Ljubljana	2.8.2010	Denar	uspešna, 10. 9. 2010
Terme Čatež, d. d., Čatež ob Savi	Marina Portorož, d. d., Portorož	3.5.2011	Denar	uspešna, 10. 6. 2011
DZS, d. d., Ljubljana	Delo Prodaja, d. d., Ljubljana	3.5.2011	Denar	uspešna, 15. 6. 2011
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Slovenijales, družba za trgovino in druge storitve, d. d., Ljubljana	16.5.2011	Denar	neuspešna, 29. 6. 2011
Stonex proizvodnja in trgovina, d. o. o., Šentjur	Mineral, Podjetje za pridobivanje, predelavo in montažo naravnega kamna, d. d., Podpeč	1.7.2011	Denar	uspešna, 5. 8. 2011
Nova Kreditna banka Maribor, d. d., Maribor	Zavarovalnica Maribor, d. d., Maribor	8.7.2011	Denar	uspešna, 17. 8. 2011
Kolektor Group, vodenje in upravljanje družb, d.o.o., Idrija, Kolektor Sicom, komutacijski in rotacijski sistemi, d.o.o., Idrija, FMR Holding, družba pooblaščenka, d. d., Idrija Kolektor Prokos, trgovina in posredništvo, d.o.o., Idrija	FMR, financiranje in upravljanje naložb, d. d., Idrija	7.7.2011	Denar	uspešna, 11. 8. 2011
S.P. PLOD proizvodnja, trgovina in storitve, d.o.o., Zgornja Ložnica	Zdravilišče Rogaška zdravstvo, hoteli, turizem in upravljanje holding družb, d. d., Rogaška Slatina	19.7.2011	Denar	uspešna, 5. 9. 2011
KS Naložbe finančne naložbe d.d., Ljubljana	Pivovarna Laško, d. d., Laško	3.8.2011	Nadomestni vrednostni papirji	uspešna, 5.10.2011
Kmetijska zadruga Vipava zadruga z omejeno odgovornostjo, Vipava	Agroind Vipava 1894 Vipava, d. d., Vipava	8.9.2011	Denar	uspešna, 18.10. 2011

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Društvo za upravljanje investicionim fondom Moneta A.D. - Podgorica, Črna gora, ki upravlja Fond zajedničkog ulaganja "Moneta" A.D. Podgorica, Črna gora	AG, družba za investicije, d. d., Ljubljana	13.9.2011	Denar	uspešna, 19. 10. 2011
Ceeseq Aktiengesellschaft, Dunaj, Avstija	Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d. d., Ljubljana	9.11.2011	Denar	uspešna, 16. 12. 2011
Društvo za upravljanje investicionim fondom Moneta A.D. - Podgorica, Črna gora, ki upravlja Fon zajedničkog ulaganja "Moneta" A.D. Podgorica Črna gora, AG, družba za investicije, d. d., Ljubljana, Plasta proizvodnja in trgovina, d. o. o., Šentrupert in Termoplasti-Plama, proizvodnja izdelkov in plastičnih mas, Podgrad	PLAMA-PUR, proizvodnja in predelava plastičnih mas, Podgrad	1.12.2011	Denar, nadomestni vrednostni papirji	uspešna, 4.1.2012
Casino Riviera, d. d., Portorož, Eurotas, d. d., Celje, Občina Piran, Piran	Casino Portorož, d. d., Portorož	22.12.2011	Denar	uspešna, 28. 2. 2012
Fabrika za prerađu voća i povrća Nectar doo Bačka Palanka, Bančka Palanka, Republika Srbska	Fructal Živilska industrija, d. d., Ajdovščina	18.1.2011	Denar	uspešna, 29. 2. 2012
Casino Bled, d.d., prirejanje posebnih iger na srečo, Bled, konkurenčna ponudba	Casino Portorož, d. d., Portorož	23.1.2012	Denar	uspešna, 28. 2. 2012
Frutarom Schweiz AG, Švica	Etol, d. d., Celje	10.2.2012	Denar	uspešna, 19. 3. 2012
Triglav Naložbe finančna družba, d. d., Ljubljana	Avrigo družba za avtobusni promet in turizem, d. d., Nova Gorica	5.3.2012	Denar	uspešna, 12. 4. 2012
Platanus, proizvodnja, trgovina in storitve, d.o.o.,	Terme Maribor, turizem, zdravstvo, rekreacija, d. d., Maribor	26.4.2012	Denar	uspešna, 4. 7. 2012
Míador orman ürünleri sanayi yatirimlari ano Şirketí, İstanbul, Republika Turčija	Lesna TIP, tovarna ivernih plošč Otiški vrh, d. d., Šentjanž pri Dravogradu	3.8.2012	Denar	uspešna, 12. 9. 2012
Gorenjski Tisk, d. d., Kranj	Cetis-Graf, podjetje za zaposlovanje invalidov, d. d., Celje	5.9.2012	Denar	uspešna, 15. 10. 2012

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Gorenjski Tisk, d. d., Kranj, Cetus-Graf, podjetje za zaposlovanje invalidov, d. d., Celje	Cetus, grafične in dokumentacijske storitve d. d., Celje	10.9.2012	Denar	uspešna, 16. 10. 2012
Mlekodel, d. o. o. Ljubljana, Zadružna zveza Slovenije, z.o.o., Ljubljana, Deželna banka Slovenije d.d., Ljubljana, Kmetijske zadruge	Ljubljanske mlekarne, mlekarska industrija, d. d., Ljubljana	14.9.2012	Denar	uspešna, 24. 10. 2012
Zavarovalnica Triglav, d.d., Ljubljana	Slovenijales družba za trgovino in druge storitve, d. d., Ljubljana	19.10.2012	Denar	uspešna, 29. 11. 2012
Kajt, športne dejavnosti in storitve, d. o.o., Ljubljana	VOC Celje vzdrževanje in obnova cest, d. d., Celje			odstop od prev. namere 6.12.2012
Beallieu International Group NV, Waregem, Belgija	Juteks, proizvodnja talnih oblog, d. d., Žalec	8.11.2012	Denar	uspešna, 11. 12. 2012
Slovenske železnice, d. o. o., Ljubljana	Fersped, d. d., mednarodna špedicija, Ljubljana	15.11.2012	Denar	uspešna, 24. 12. 2012
KD Group, finančna družba, d. d., Ljubljana	Gea College, d. d., poslovno izobraževanje, Ljubljana	29.10.2012	Denar	uspešna, 24. 12. 2012
Zatvoreni investicioni fond »Moneta« A.D. Podgorica, ki ga upravlja Društvo za upravljanje investicionom fondom Moneta« A.D. - Podgorica, Črna gora, Otvoreni investicioni fond »Moneta« A.D. Podgorica, ki ga upravlja Društvo za upravljanje investicionom fondom »Moneta« A.D. - Podgorica, Črna gora, Invest Nova, Zatvoreni investicioni fond sa javnom ponudom Bijeljina, BiH, Zatvoreni investicioni fond sa javnom ponudom »Privrednik invest« A.D. Banja Luka RS, Društvo za upravljanje fondovima »Kapital invest« d. o. o. Mostar, BiH	AG, družba za investicije, d. d., Ljubljana	10.1.2013	Denar	uspešna, 14. 2. 2013
Iskratele, telekomunikacijski sistemi, d.o.o., Kranj	Iskra Telekom Holding, korporacijski center za telekomunikacije in računalništvo d. d., Kranj	6.2.2013	Denar	uspešna, 11. 3. 2013
DUKAT mliječna industrija, dioničko društvo, Zagreb, Hrvaška	Ljubljanske mlekarne d. d., Ljubljana	18.4.2013	Denar	uspešna, 22. 5. 2013

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Pozavarovalnica Sava, d. d., Ljubljana	Zavarovalnica Maribor, d. d., Maribor	27.6.2013	Denar	uspešna, 27. 6. 2013
Soudal Holding N.V., Turnhout, Belgija	TKK Proizvodnja kemičnih izdelkov Srpenica ob Soči, d. d., Srpenica	18.7.2013	Denar	uspešna, 22. 8. 2013
Škalič Stanislav, Ljutomer Škalič Marija, Ljutomer Škalič Albin, Beltinci	Murales, Tovarna masivnega pohištva, d. d., Ljutomer	9.10.2013	Denar	uspešna, 16. 12. 2013
Kolektor Group Vodenje in upravljanje družb, d. o. o	Turboinštitut, Inštitut za turbinske stroje, d. d., Ljubljana	18.11.2013	Denar	uspešna, 20. 12. 2013
OTC Daihen Europa GmbH, Nemčija	Varstroj Tovarna varilne in rezalne opreme, d. d., Lendava	12.3.2014	Denar	uspešna, 18. 4. 2014
PISTOTNIK, d. o. o., Ljubljana	ZVD Zavod za varstvo pri delu, d. d., Ljubljana	19.3.2014	Denar	uspešna, 23. 4. 2014
Fotona Holdings, L.P., Maples Corporate Services Limited, Kajmanski otoki	FOTONA proizvodnja optoelektronskih naprav, d. d., Ljubljana	9.4.2014	Denar	uspešna, 14. 5. 2014
Remho beteiligungs GmbH, Dunaj, Avstrija	Helios Domžale, d. d. Domžale	25.4.2014	Denar	uspešna, 30. 5. 2014
Agrokor koncern za upravljanje društvima, proizvodnju poljoprivrednim proizvodima, dioničko društvo, Zagreb, Hrvaška	Poslovni sistem Mercator, d. d. Ljubljana	29.7.2014	Denar	uspešna, 2. 9. 2014
Mahle Holding Austria GmbH, Avstrija	Letrika, Proizvodnja električne in elektronske opreme za motorna vozila, d. d., Šempeter pri Gorici	22.9.2014	Denar	uspešna, 29. 10. 2014
Dnevnik, d. d., Ljubljana, DZS, d. d., Ljubljana, AB Sistem Ljubljana, M1, d. d., Ljubljana	Delo prodaja, d. d., Ljubljana	7.10.2014	Denar	uspešna, 11. 11. 2014
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide, Frank Main, Nemčija	Aerodrom Ljubljana, d. d., Brnik	23.10.2014	Denar	uspešna, 24. 11. 2014
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Skupna pokojninska družba, d. d., Ljubljana	26.11.2014	Denar	uspešna, 7. 1. 2015
Darko Martin Klarič, Turjak, Avrigo, d.o.o., Nova Gorica	Izletnik Celje, d. d., Prometno in turistično podjetje, Celje	23.12.2014	Denar	uspešna, 29. 1. 2015
M1, d. d., Ljubljana, DZS, d. d., Ljubljana, Morpheus, d. o. o., Veljenje TEM Čatež, d. d., Velika Loka	Elmo nepremičnine, d. d., Ljubljana	Zahteva za izdajo dovoljenja za prevzemno ponudbo se zavirže	Denar	

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
Slaven Vuković, Andraševečka, Zagreb	Metalka Commerce, d. d., Ljubljana	1.4.2015	Denar	uspešna, 1. 4. 2015
D NA 2, d. o. o., Murska Sobota, Lipa-Invest, d. o. o., Murska Sobota, Branko Fijok, Murska Sobota	Elektromaterial, d. d., Lendava	8.4.2015	Denar	uspešna, 14. 5. 2015
Telemach, širokopasovne komunikacije, d. o. o., Ljubljana	Telemach Rotovž, širokopasovne komunikacije, d. d., Maribor	18.3.2015	Denar	uspešna, 21. 5. 2015
Kofola, d.o.o., Ljubljana – Črnuče	Radenska, d. d., Radenci	17.4.2015	Denar	uspešna, 22. 5. 2015
Alta Skupina, upravljanje družb, d. d., Ljubljana	Alta Invest, investicijske storitve, d. d., Ljubljana	26.5.2015	Denar	uspešna, 1. 7. 2015
Družba za upravljanje terjatev bank, d. d., Ljubljana	Sava Turizem, d. d., Ljubljana			Zahteva za izdajo soglasja za odstop od prevzemne ponudbe se ugotovi z odločbo Agencije z dne 23.6.2015
Globus Investicije, d.o.o., Preddvor	Holding PMP, d. d., Ptuj			Odstop od pre. namere 7.9.2015
Loxodonta, d.o.o., Ljubljana	Hotel Slon, d. d., Ljubljana	19.10.2015	Denar	uspešna, 20. 11. 2015
Arriva Dolenjska in Primorska, d.o.o., Koper	Alpetour Potovalna agencija, d. d., Kranj	24.9.2015	Denar	uspešna, 23. 11. 2015
Podravka, prehrabena industrija, d. d., Koprivnica, Hrvaška	Žito, prehrabena industrija, d. d., Ljubljana	19.10.2015	Denar	uspešna, 25. 11. 2015
Heineken International B.W., Amsterdam, Nizozemska	Pivovarna Laško, d. d., Laško	10.11.2015	Denar	uspešna, 20. 1. 2016
Svila in, družba za proizvodnjo, posredništvo, storitve, gostinstvo, d. o. o., Ajdovščina	Tekstina, Tekstilna industrija Ajdovščina, d. d., Ajdovščina	6.11.2015 se zavrne		
SIJ - Slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana	Holding PMP, d. d., Ptuj	30.11.2015	Denar	uspešna, 5. 2. 2016
RRC računalniške storitve, d. d., Ljubljana	Žičnice Vogel Bohinj, d. d., Bohinjsko jezero	15.12.2015	Denar	uspešna, 12. 2. 2016
Publikum Holding, upravljanje družb, d.o.o., Ljubljana, Gaznafta Investments Limited, Ciper, Glen trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana	ALTA skupina, upravljanje družb, d. d.,	21.12.2015	Denar	uspešna, 10. 2. 2016

se nadaljuje

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nad.)

Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. Izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost/datum izdaje odločbe o uspešnosti
SIJ - Slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana	Perutnina Ptuj, d. d., Ptuj	22.12.2015	Denar	uspešna, 29. 2. 2016
AA International Aviation Holding GmbH, Nemčija	Adria Airways, d. d., Brnik	6.4.2016	Denar	uspešna, 12. 5. 2016
Gradbeništvo Prestor, d. o. o., Kranj	KR, d. d., Slovenska Bistrica	9.6.2016	Denar	uspešna, 13. 7. 2016
EBS Group, d. o. o., Kranj	Jelovica, d. d., Škofja Loka	30.6.2016	Denar	uspešna, 11. 8. 2016
Biser Bidco S.a.r.l., Luxembourg	KBS Banka, d. d. Maribor	18.7.2016	Denar	uspešna, 23. 8. 2016
Mlino, d. o. o., Ajdovščina	Vipa holding d. d., - v likvidaciji, Ajdovščina	18.7.2016	Denar	uspešna, 19. 8. 2016
Mlino, d. o. o., Ajdovščina	Mlinotest, d. d., Ajdovščina	1.8.2016	Denar	uspešna, 5. 9. 2016
FMR Holding Družba pooblaščenka, d. d., Idrija, Kolektor Group, d. o. o., Idrija, Kolektor Prokos, d. o. o., Idrija, Kolektor Sikom, d. o. o., Idrija	FMR, d. d., Idrija	28.9.2016	Denar	uspešna, 1. 12. 2016
Perspektiva DZU, d. o. o., Ljubljana	Hidrotehnik, d. d., Ljubljana	5.10.2016	Denar	uspešna, 5. 12. 2016
Kolektor Koling, d. o. o., Idrija	Cestno podjetje Nova Gorica, d. d., Kromberk	24.11.2016	Denar	uspešna, 6. 1. 2017
Svila in, d. o. o., Ajdovščina	Tekstina, d. d., Ajdovščina	2.12.2016	Denar	uspešna, 6. 1. 2017
Fuse C.V., Nizozemska	ETI Elektroelement, d. d., Izlake	22.12.2016	Denar	uspešna, 30. 1. 2017

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ponudbe za odkup po ZPre, 2017a.

PRILOGA 2: Prevezemne premije, 1. 5. 2004-2016

Tabela 2: Prevezemne premije, 1. 5. 2004-2016

Prevezemnik	Ciljno podjetje	Prevezemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Helios, d. d., Domžale	Color, d. d., Medvode	52,6	64,5	89,2	113,6
Primorje, d. d., Ajdovščina	Gradis, Gradbeno podjetje Ljubljana, d. d.,	145,6	59,0	82,2	271,1
Bombažna predilnica in tkalnica Tržič, d. d.	Svilanit tekstilna tovarna, d. d. Kamnik	89,8	80,3	228,7	116,9
Perspektiva FT, d. o. o., Ljubljana	Vizija holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	7,7	7,7	7,0	5,8
M1, finančna družba, d. d., Ljubljana	ELMO Elektromontažno podjetje, d. d., Ljubljana	98,6	98,6	80,5	46,3
HIT Hoteli, igralnice, turizem, d. d., Nova Gorica	Kompas Hoteli, d. d., Kranjska Gora	45,0	113,1	161,6	167,8
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Triglav Finančna družba, d. d., Ljubljana	-2,2	10,2	7,5	3,7
Istrabenz, d. d., Koper	Kolinska d. d., Ljubljana	4,9	0,7	2,8	10,4
Salonit Anhovo, d. d., Deskle	Kema Puconci d. d., Puconci	20,9	45,1	60,6	69,8
Alpetour - potovalna agencija, d. d. Kranj	Integral Jesenice d. d., Jesenice	27,8	15,1	14,8	13,6
Perutnina Ptuj, d. d.,	Agrokombinat Maribor d. d., Maribor	0,5	14,6	0,0	-12,0
Kačar Silvo	Sijaj Hrastnik d. d., Hrastnik	-33,3	0,1	0,1	80,7
Avto-phone trgovina in servis, d. o. o., Ljubljana	Kompas mejni turistični servis, d. d., Ljubljana	11,1	7,2	16,8	18,6
Kovina, Kovinsko predelovalno podjetje, d. d., Šmartno pri Litiji	Unitas armature, d. d., Šmartno pri Litiji	-11,3	-10,0	-15,1	-12,6
Zvon Ena Holding, finančna družba d. d., Ljubljana	Belinka Holding, d. d., Ljubljana	0,0	2,3	-27,4	-29,6
Hidria, d. o. o., Ljubljana	IMP Klimat d.d., Ljubljana	13,6	13,6	11,1	39,1
Triglav, finančna družba, d. d., Ljubljana	Slovenijales d. d., Ljubljana	0,0	4,1	-3,8	1,6
Gospodarstvo Rast, d. o. o., Maribor	Zvon Ena Holding finančna družba d. d., Maribor	12,6	-5,7	-5,3	-12,8
Voogel & Noot Verpackungstechnik GmbH, Murtzal, Republika Avstrija	Saturnus Embalaža, d. d., Ljubljana	10,2	8,6	-17,0	-17,7
Vita Commerce, d.o.o., Ljubljana	Mesna industirja Primorske d. d., Nova Gorica	-2,7	-12,3	-18,2	-7,6
Karizma, poslovne storitve in upravljanje, d. o. o., Kranj	Creina, d. d., Kranj	2,7	3,8	6,9	12,8

se nadaljuje

Tabela 2: Prevezemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevezemnik	Ciljno podjetje	Prevezemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Darko Zupanc	Trdnjava 1 holding, Finančna družba d.d., Celje	10,4	36,6	7,0	3,0
Kolektor Group, vodenje in upravljanje družb d. o. o., Idrija	Liv postojna, hidravlika, stroji, plastika, d. d., Postojna	109,9	109,9	109,9	110,1
Vipa, družba za finančno poslovanje in razvoj, d. d., Nova Gorica	Vipa Holding, d. d., Nova Gorica	6,0	6,0	6,0	6,0
Primož Trubar, založništvo, d. d., Kranj	Gorenjski tisk grafična dejavnost, d.d., Kranj	62,0	49,9	25,0	0,1
Vipa, družba za finančno poslovanje in razvoj, d. d., Nova Gorica	Vipa holding	84,8	86,2	86,2	86,2
Profectus, finančna in poslovna družba d. o. o., Maribor	Medaljon, upravljanje drugih družb, d. d.	12,1	15,0	11,6	-6,2
Kolonel, trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana	Infond Holding 1, finančna družba, d. d., Maribor	30,7	51,0	24,5	-3,7
Metropolitna družba za storitve, d. o. o., Ljubljana	GG Bled, d. d., Bled	26,3	65,6	65,6	46,3
AHA Aluminijski, Proizvodno podjetje, d. o. o., Ajdovščina	Lesnina EMMI, predelava aluminija in lesa, d. d., Slovenska Bistrica	100,3	313,0	398,7	222,3
FB investicije, d. o. o.,	Maksima Holding, finančna družba d. d.	-11,8	24,3	21,3	44,4
Adria Capital Koper, finančni inženiring, d. d., Koper	Mercata, finančna družba, d. d.,	64,5	112,4	112,4	245,6
Nova Kreditna Banka Maribor, d. d. Maribor	Infond ID 1, investicijska družba, d. d., Maribor	1,4	7,0	15,7	11,1
Monter Investitor poslovna družba, d. o. o., Šentjanž pri Dravogradu	Železarna Ravne – Monter Dravograd, d. d., Šentjanž pri Dravogradu	21,1	20,9	17,9	53,4
Trdnjava I Holding, d. d., Celje	Trdnjava holding d. d., Celje	12,3	13,2	13,2	27,0
Fokuss, d. o. o., Ljubljana	Hram Holding, d. d., Ljubljana	24,3	31,1	73,3	86,8
VIPA, družba za finančno poslovanje in razvoj, d. d., Nova Gorica	Mlinotest, Živilska industrija, d. d., Ajdovščina	2,9	28,4	33,4	49,9
Orbico, trgovina, uvoz, zastopanje, d. o. o., Ljubljana	Emona Obala trgovski sistem, d. d., Koper	217,8	262,3	189,6	114,9
Irgram, družba za svetovanje, d. o. o., Ljubljana	Jata Emona, proizvodnja, trgovina in storitve, d. d., Ljubljana	30,5	38,8	35,9	47,0

se nadaljuje

Tabela 2: Prevzemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevzemnik	Ciljno podjetje	Prevzemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Istrabenz, holdinška družba, d. d., Koper	Droga Kolinska, Živilska industrija, d. d., Ljubljana	-13,3	27,8	44,7	59,7
Pivovarna Laško, d. d., Laško, Radenska, d. d., Radenci, Talis, d. o. o., Maribor	Delo, d. d., Ljubljana	8,7	22,3	18,1	29,9
Maksima Holding, d. d., Ljubljana	Geodetski Zavod Slovenije, d. d., Ljubljana	18,4	22,3	28,4	22,5
Darko Zupanc	Trdnjava I Holding, d. d., Celje	7,9	-5,0	-47,6	2,0
Aktiva Invest, Holdinška družba, d. d., Ljubljana	Aktiva Naložbe, investiranje in upravljanje naložb, d. d., Ljubljana	26,3	26,3	25,9	25,9
KD Holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	Nama Trgovsko podjetje, d. d., Ljubljana	25,0	85,7	88,2	119,6
Les Invest poslovno svetovanje, d. d., Ljubljana	LIP Bled, d. d., Bled	30,0	42,4	75,6	114,9
Sarini, svetovanje in investiranje, d. o. o., Ljubljana	Etra 33, Energetski transformatorji, d. d., Ljubljana	-6,9	17,4	28,1	39,1
Delo Prodaja, d. d., Ljubljana, Tehniška založba Slovenije, d. d., Ljubljana, M1, d. d., Ljubljana, Fond Invest, d. d., Ljubljana	DZS, d. d., Ljubljana	7,1	7,1	10,1	16,0
Avtotehna zastopanje, trgovina, izvoz - uvoz, servis in proizvodnja, d. d., Ljubljana	Comet umetni brusi in nekovine, d.d., Zreče	17,5	20,3	18,5	51,7
Nika DUS, poslovno svetovanje, d. d., Brežice, Nika RIS rizični investitor sistema, d. d., Brežice, Nika OTS odkup terjetev, d. o. o., Brežice, Star podjetje za računalništvo in trgovino na debelo, d.o.o., Brežice, Branko Šušterič, Polona Šušterič, Nika Šušterič, Miha Šušterič, Martin Šušterič; vsi iz Ljubljane	Nika investiranje in razvoj, d. d Ljubljana	0,8	-10,7	-19,0	-15,7

se nadaljuje

Tabela 2: Prevzemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevzemnik	Ciljno podjetje	Prevzemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Primus AB, poslovno svetovanje in naložbe, d. o. o., Ljubljana	Geodetski Zavod Slovenije, d. d. Ljubljana	9,4	69,9	140,2	130,4
Maksima Invest, d. d., Ljubljana, Finetol, finančna družba, d. d., Celje	NFD Holding, finančna družba d. Ljubljana	-28,4	-1,3	12,8	64,0
Fond Invest, družba za ustanavljanje, upravljanje in financiranje družb, d. d., Ljubljana	M1, finančna družba, d. d. Ljubljana	77,4	84,5	87,8	125,4
Arcelor Mittal Ostrava a.s. Ostrava, Češka	Alpos industrija kovinskih izdelkov in opreme, d. d., Šentjur	-10,5	-4,3	12,2	34,8
Svila In, družba za proizvodnjo, trgovino, posredništvo, storitve, promet in gostinstvo, d. o. o., Ajdovščina	Tekstina Tekstilna industrija Ajdovščina d. d., Ajdovščina	19,7	16,8	71,8	249,3
Avtotehna zastopanje, trgovina, izvoz - uvoz, servis in proizvodnja, d. d., Ljubljana	Swaty tovarna umetnih brusov, d. d. Maribor	3,6	21,3	36,6	36,6
Fidina, finančne in nepremičninske storitve, d. d., Ljubljana CBH, d. d., finančno in poslovno svetovanje, d. d., Celje	Maksima Invest, finančna družba, d. d., Ljubljana	-2,1	10,0	115,7	227,4
Petrol, Slovenska energetska družba, d. d., Ljubljana	Istrabenz, holdinška družba, d. d.,	-14,6	5,3	71,1	193,0
Merfin, holdinška družba, d. o. o., Ljubljana, Sava, družba za upravljanje in financiranje, d. d., Kranj, Banka Koper, d. d., Koper, Euro-Vento društvo s omejenom odgovornostjo za upravljalne dejavnosti i promidžbu, Zagreb, Hrvaška, Interfin Naložbe, finančna družba, d. d., Koper	Merkur - trgovina in storitve, d. d.,	0,0	3,8	42,1	129,2

se nadaljuje

Tabela 2: Prevzemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevzemnik	Ciljno podjetje	Prevzemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Center Naložbe, finančna družba, d. d., Maribor	Infond Holding, finančna družba, d. d. Maribor	4,8	-8,7	17,3	118,0
Avtotehna, zastopanje trgovina, izvoz-uvoz, servis in proizvodnja, d. d., Ljubljana in Medaljon upravljanje drugih družb, d. d., Maribor	Zlata Moneta II finančna družba, d. d. Maribor	27,1	10,8	15,2	92,9
Infond Holding, finančna družba, d. d., Maribor, Cestno podjetje Maribor, družba za gradnjo in vzdrževanje cest, d. d., Maribor, Fidina, finančna in nepremečninske storitev, d. d., Ljubljana, Koto, proizvodno in trgovsko podjetje, d. d., Ljubljana	Pivovarna Laško, d. d., Laško	0,3	-5,3	-12,2	99,5
Kolonel poslovno svetovanje, d. o. o., Ljubljana	Center Naložbe, finančna naložba, d. d., Maribor	-2,3	4,6	46,8	236,3
Intersvet, svetovanje, inženiring, vodenje projektov in storitve, d. o. o., Ljubljana	Hidrotehnik Vodnogospodarsko podjetje, d. d., Ljubljana	19,0	19,4	76,5	76,5
Sarini, svetovanje in investiranje, d. o. o., Maribor	ETRA 33 Energetski transformatorji, d. d. Ljubljana	0,0	0,0	0,0	-0,2
Fokuss financiranje razvojnih projektov, d. o. o., Ljubljana	Hram Holding, finančna družba, d. d. Ljubljana	2,8	-2,6	0,0	32,1
Interfin Naložbe, finančna družba, d. d., Koper	Modra linija holding, finančna družba, d. d., Koper	8,8	6,2	-5,6	121,4
Pulsar Holding, ustanavljanje, financiranje in upravljanje družb, d. o. o., Ljubljana	Krona Holding, finančna družba, d. d., Ljubljana	1,9	3,8	6,8	-15,4
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	Triglav Naložbe, finančna družba, d.d., Ljubljana	9,1	27,0	-2,0	15,4
Sana Investicije, družba za upravljanje s podjetji, d. d., Ljubljana	Tosama Tovarna sanitetnega materiala, d. d., Domžale	10,4	8,2	39,3	21,5

se nadaljuje

Tabela 2: Prevezemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevezemnik	Ciljno podjetje	Prevezemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Siringa trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana Glen trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana Publikum Trezor, d. o. o., Ljubljana	Lesnina trgovina s pohištvom, d. d. Ljubljana	17,6	14,3	14,7	-7,0
Ring International Holding AG, Wien	Niko, kovinarsko podjetje, d. d., Železnik	22,7	22,2	26,7	29,1
Topro, finančna in poslovna družba, d. o. o., Sežana Poteza Naložbe, podjetje za naložbe in financiranje, d. o. o., Ljubljana	Jadran, trgovsko podjetje, d. d., Sežana	14,6	18,1	14,6	0,0
Siringa trgovsko podjetje, d.o.o., Ljubljana	Lesnina trgovina s pohištvom, d. d. Ljubljana	5,3	5,3	21,2	4,1
Proalita storitve in investicije, d.o.o., Ljubljana	Kompas mejni turistični servis, d. d., Ljubljana	2,6	2,6	-20,2	-61,5
Kalantia Limited, Limassol, Cyprus	KS Naložbe finančne naložbe, d. d., Ljubljana	200,0	-4,0	100,0	20,0
Medaljon upravljanje drugih družb, d. d., Maribor	Zlata Moneta II finančna družba, d. d., Maribor	183,0	167,9	172,7	81,8
Terme Čatež, d. d., Čatež ob Savi	Marina Portorož, d. d., Portorož	22,6	20,4	30,0	8,3
DZS, d. d., Ljubljana	Delo Prodaja, d. d., Ljubljana	0,0	-11,6	-19,2	-19,2
Društvo za upravljanje investicionim fondom Moneta A.D. - Podgorica, Črna gora, ki upravlja Fond zajedničkog ulaganja "Moneta" A.D. Podgorica, Črna gora	AG, družba za investicije, d. d., Ljubljana	0,0	0,0	-33,1	-35,5
Frutarom Schweiz AG, Švica	Etol, d. d., Celje	89,2	116,9	116,9	48,4
Gorenjski Tisk, d. d., Kranj Cetis-Graf, podjetje za zaposlovanje invalidov, d. d., Celje	Cetis, grafične in dokumentacijske storitve d. d., Celje	15,2	0,0	48,5	8,6
Zavarovalnica Triglav, d.d., Ljubljana	Slovenijales družba za trgovino in druge storitve, d. d., Ljubljana	70,0	67,3	190,3	260,6

se nadaljuje

Tabela 2: Prevezemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevezemnik	Ciljno podjetje	Prevezemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Beallieu International Group NV, Waregem, Belgija	Juteks, proizvodnja talnih oblog, d. d., Žalec	18,0	24,8	83,7	181,3
Zatvoreni investicioni fond »Moneta« A.D. Podgorica, Otvoreni investicioni fond »Moneta« A.D. Podgorica, Invest Nova, Bijeljina, BiH, Zatvoreni investicioni fond sa javnom ponudom »Privrednik invest« A.D. Banja Luka, RS Društvo za upravljanje fondovima »Kapital invest« d. o. o. Mostar, BiH	AG, družba za investicije, d. d., Ljubljana	0,0	0,0	0,0	0,0
Remho beteiligungs GmbH, Dunaj, Avstrija	Helios Domžale, d. d. Domžale	0,0*	1,0*	19,5*	-1,0*
Agrokor ko ncern za upravljanje društvima, proizvodnju poljoprivednim proizvodima, dioničko društvo, Zagreb, Hrvaška	Poslovni sistem Mercator, d. d. Ljubljana	18,6**	14,7**	-14,9**	-28,2**
Mahle Holding Austria GmbH, Avstrija	Letrika, Proizvodnja električne in elektronske opreme za motorna vozila, d. d., Šempeter pri Gorici	29,3*	65,3*	120,7*	347,3*
Dnevnik, d. d., Ljubljana, DZS, d. d., Ljubljana, AB Sistem Ljubljana, M1, d. d., Ljubljana	Delo prodaja, d. d., Ljubljana	-24,7	-44,4	-64,0	-64,3
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide, Frank Main, Nemčija	Aerodrom Ljubljana, d. d., Brnik	10,3	54,4*	48,8*	180,7*
Kompas Shop, d. o. o., Ljubljana	Velana, d. d., Ljubljana	275,0	500,0	500,0	614,3
Arriva Dolenjska in Primorska, d.o.o., Koper	Alpetour Potovalna agencija, d. d., Kranj	10,0*	41,0*	26,4*	149,3*
Podravka, prehrambena industrija, d. d., Koprivnica, Hrvaška	Žito, prehrambena industrija, d. d., Ljubljana	9,2*	34,8*	39,6*	73,2*

se nadaljuje

Tabela 2: Prevezemne premije, 1. 5. 2004-2016 (nad.)

Prevezemnik	Ciljno podjetje	Prevezemna premija			
		30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	360-dnevna
Heineken International B.W., Amsterdam, Nizozemska	Pivovarna Laško, d. d., Laško	6,6*	15,7*	6,1*	236,3*
Publikum Holding, upravljanje družb, d.o.o., Ljubljana Gaznafta Investments Limited, Ciper Glen trgovsko podjetje, d. o. o., Ljubljana	ALTA skupina, upravljanje družb, d. d.,	-10,3	40,0	40,0	50,2
Mlino, d. o. o., Ajdovščina	Vipa holding d. d., - v likvidaciji, Ajdovščina	200,0	-60,0	-60,0	-59,2
Mlino, d. o. o., Ajdovščina	Mlinotest, d. d., Ajdovščina	-73,5	-75,6	-75,6	-75,6
Svila in, d. o. o., Ajdovščina	Tekstina, d. d., Ajdovščina	9,7	9,7	9,7	240,0

Legenda: *Od podpisana kupoprodajne podobe ali predhodnega dogovora

** Od podpisa aneksa h kupoprodajni pogodb

PRILOGA 3: Seznam pogosto uporabljenih kratic

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev
BDP – Bruto domači proizvod
EU – Evropska unija
EUR – Evro
EVA – Economic Value Added (ekonomska dodana vrednost)
LBO – Leveraged Buy Out (prevzem z zadolžitvijo)
MBI – Management Buy In (zunanji managerski odkup)
MBO – Management Buy Out (notranji managerski odkup)
Pid – Pooblaščen investicijska družba
RS – Republika Slovenija
Ur. l. – Uradni list
US – Ustavno sodišče
USD – United States dollar (Ameriški dolar)
VB – Velika Britanija
ZDA – Združene države Amerike
ZGD-1 – Zakon o gospodarskih družbah
ZPNPID – Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb
ZPOmK-1 – Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence
ZPre-1 – Zakon o prevzemih
ZVK – Zakon o varstvu konkurence