

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**STRATEŠKI DEJAVNIKI PREVZEMOV HELIOSA**

Ljubljana, 6. julij 2018

ALEŠ ZUPANČIČ  
VESNA ZUPANČIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Aleš Zupančič in Vesna Zupančič, študenta Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorja predloženega dela z naslovom Strateški dejavniki prevzemov Heliosa, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Matejem Lahovnikom,

### IZJAVLJAVA

1. da sva predloženo delo pripravila 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 sva poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljava oziroma navajava v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedava, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot najinih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedava posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za najin status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sva pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sva pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašava, 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 prenašava pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu prek Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujeva objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 6. 7. 2018

Podpis avtorjev: \_\_\_\_\_

# KAZALO

|                                                          |           |
|----------------------------------------------------------|-----------|
| <b>UVOD .....</b>                                        | <b>1</b>  |
| <b>1 SPLOŠNA OPREDELITEV ZDRUŽITVE IN PREVZEMA .....</b> | <b>4</b>  |
| <b>1.1 Oblike združitve podjetij.....</b>                | <b>12</b> |
| <b>1.2 Vrste združitve in prevzemov .....</b>            | <b>15</b> |
| 1.2.1 Vodoravni (horizontalni) prevzem .....             | 16        |
| 1.2.2 Navpični (vertikalni) prevzem.....                 | 17        |
| 1.2.3 Koncentrični prevzem.....                          | 17        |
| 1.2.4 Konglomeratni prevzem .....                        | 18        |
| <b>1.3 Motivi za prevzem.....</b>                        | <b>19</b> |
| <b>1.4 Možni učinki prevzema .....</b>                   | <b>22</b> |
| <b>1.5 Uspešnost glede na vrsto prevzema .....</b>       | <b>24</b> |
| <b>1.6 Valovi združitve in prevzemov .....</b>           | <b>26</b> |
| 1.6.1 Prvi valovi združitve in prevzemov .....           | 27        |
| 1.6.2 Združitve in prevzemi v Evropski uniji .....       | 27        |
| 1.6.3 Združitve in prevzemi v Sloveniji .....            | 28        |
| <b>2 ANALIZA PREVZEMA HELIOSA .....</b>                  | <b>31</b> |
| <b>2.1 Predstavitev podjetja Helios .....</b>            | <b>31</b> |
| 2.1.1 Zgodovina.....                                     | 31        |
| 2.1.2 Upravljanje in vodenje.....                        | 34        |
| <b>2.2 Ring International Holding – RIH .....</b>        | <b>36</b> |
| 2.2.1 Zgodovina.....                                     | 37        |
| 2.2.2 Upravljanje in vodenje.....                        | 39        |
| <b>2.3 Kansai Paint .....</b>                            | <b>39</b> |
| 2.3.1 Zgodovina.....                                     | 40        |
| 2.3.2 Upravljanje in vodenje.....                        | 42        |
| <b>2.4 Postopek prevzema Helios – RIH .....</b>          | <b>42</b> |
| 2.4.1 Analiza prevzema .....                             | 43        |
| 2.4.2 Motivi za prevzem .....                            | 52        |
| 2.4.3 Prevzemna ponudba.....                             | 53        |
| 2.4.4 Posledice prevzema .....                           | 61        |

|                                                                                 |           |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>2.5 Postopek prevzema s strani Kansai Painta .....</b>                       | <b>63</b> |
| 2.5.1 Analiza prevzema .....                                                    | 66        |
| 2.5.2 Motivi za prevzem.....                                                    | 68        |
| 2.5.3 Prevzemna ponudba .....                                                   | 69        |
| 2.5.4 Posledice prevzema .....                                                  | 69        |
| <b>3 PRIMERJAVA OBEH PREVZEMOV S PREDLOGI ZA UPRAVLJANJE<br/>PODJETIJ .....</b> | <b>70</b> |
| <b>SKLEP.....</b>                                                               | <b>76</b> |
| <b>LITERATURA IN VIRI.....</b>                                                  | <b>78</b> |
| <b>PRILOGE .....</b>                                                            | <b>83</b> |

## KAZALO TABEL

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1: Obramba pred sovražnimi prevzemi .....                      | 10 |
| Tabela 2: Razvrstitev motivov za prevzeme podjetij – Lev .....        | 22 |
| Tabela 3: Največjih deset delničarjev Skupine Helios v letu 2013..... | 34 |
| Tabela 4: Kazalniki uspešnosti v obdobju 2013–2014.....               | 44 |
| Tabela 5: Kazalniki uspešnosti v obdobju 2014–2015.....               | 45 |
| Tabela 6: Kazalniki uspešnosti v obdobju 2015–2016.....               | 46 |

## KAZALO SLIK

|                                                                             |           |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Slika 1: Alternativne možnosti nakupa podjetja.....</i>                  | <i>15</i> |
| <i>Slika 2: Alternativne možnosti nakupa podjetja (nad.) .....</i>          | <i>15</i> |
| <i>Slika 3: Prodaja po trgih 2013.....</i>                                  | <i>36</i> |
| <i>Slika 4: Čisti prihodki od prodaje .....</i>                             | <i>47</i> |
| <i>Slika 5: EBITDA – poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo.....</i> | <i>48</i> |
| <i>Slika 6: Zaposleni v obdobju 2013–2016.....</i>                          | <i>49</i> |
| <i>Slika 7: Prodaja po trgih v letu 2014.....</i>                           | <i>50</i> |
| <i>Slika 8: Prodaja po trgih v letu 2015.....</i>                           | <i>50</i> |
| <i>Slika 9: Prodaja po trgih v letu 2016.....</i>                           | <i>51</i> |
| <i>Slika 10: Helios po svetu.....</i>                                       | <i>64</i> |

## KAZALO PRILOG

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| Priloga 1: Vprašalnik Helios..... | 1 |
|-----------------------------------|---|

## SEZNAM KRATIC IN OKRAJŠAV

angl. – angleško

**ZDA** – Združene države Amerike

**RIH** – Ring International Holding

**RS** – Vlada Republike Slovenije

**LBO** – (angl. *leveraged buyout*); odkup podjetja z zadolžitvijo

**MBO** – (angl. *management buyout*); management z zadolžitvijo

**EU** – Evropska unija

**ZGD** – Zakon o gospodarskih družbah

**ZPre** – Zakon o prevzemih

**ZVK** – Zakon o varstvu konkurence

**ATVP** – Agencija za trg vrednostnih papirjev

**BDP** – bruto domači proizvod

**BCA** – (angl. *business combination agreement*); pogodba o poslovni zvezi



## UVOD

Združitve in prevzemi podjetij že od nekdaj predstavljajo nezanemarljiv del podjetništva, ki pomembno vpliva na razvoj globalnega trga in soustvarja razvitejše trge kapitala. Združitve in prevzemi podjetij so tako pomemben del preživetja in diverzifikacije poslovanja podjetij, ki prek združitvev in prevzemov krepijo ter širijo strukturo svojega poslovanja.

Največ združitvev in prevzemov podjetij beležijo v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) kot posledico razvitosti trga kapitala. Njegova razvitost je visoko nad trgom kapitala v Evropi ali Aziji. Združitve in prevzemi v Evropi so se začeli predvsem kot posledica vse večje prisotnosti ameriških in azijskih podjetij, ki predstavljajo močno konkurenco evropskim podjetjem (Lahovnik, 2013, str. 21). Evropska podjetja so se morala odzvati na konkurenčno grožnjo, saj samostojno ne bi bila sposobna dostojno konkurirati prihajajočim podjetniškim velesilam.

V sedanjem globalnem okolju, ki se nenehno in hitro spreminja, se mora podjetje osredotočati na današnje in prihodnje dejavnosti ter biti pripravljeno na spreminjajoče se okolje. V ta namen si podjetja postavljajo cilje in na njihovi osnovi sledijo svoji razvojni strategiji. Pojem strateški management predstavlja nabor odločitev in dejanj, ki se uporabljajo za oblikovanje in implementacijo strategij, ki naj bi zagotovile boljše in uspešnejše prilagajanje podjetja okolju, kot ga dosegajo konkurenti, v smeri doseganja postavljenih ciljev (Dimovski, Penger & Žnidaršič, 2003, str. 98).

Pomembno se je zavedati, da prevzemnik s prevzemom pridobi večinski (kontrolni) delež v ciljnem podjetju (angl. *target firm*), s čimer si zagotovi težo odločanja in možnost implementacije podjetja v svoj portfelj naložb oziroma podjetij, ki jih upravlja, kar je tudi prvotni namen pri strateških prevzemih. Če je namen prestrukturiranja prevzetega podjetja preprodaja, pa govorimo o finančnem prevzemu s strani finančnih skladov tveganega kapitala ali s strani špekulativnih kupcev. Njihov prvotni namen je ustvariti dobiček z minimalnim vložkom v reorganizacijo prevzetega podjetja in čimprejšnjo preprodajo podjetja potencialnemu strateškemu kupcu. Dober primer so nakupi ameriškega sklada Apollo v Sloveniji, ki na primer konsolidira slovenski bančni sektor z namenom končne preprodaje večjemu tujemu strategu, kar je jasno, saj je Apollo sklad tveganega kapitala, ki že po naravi stremi k omenjenemu delovanju preprodaje naložb. Po možnosti se ti prevzemi pogosto izvedejo tudi s finančnim vzvodom, ki je metoda, s katero prevzemnik dodatno zadolži ciljno podjetje, ki dejansko samo financira prevzem za novega lastnika. Pri tem je potrebna naklonjenost vodstva ciljnega podjetja in pogosto tudi politike, če gre za podjetja v državni lasti (primer prevzema Heliosa). Srečujemo se tudi s sovražnimi prevzemi podjetij, o katerih govorimo takrat, ko se managerji ciljnega podjetja ne strinjajo s prevzemom. Pri tem je uporaba obrambnih ukrepov ciljnega podjetja tista, ki prevzemniku pošlje jasen signal, da se njihov poskus prevzema obravnava kot sovražen. Poudariti je treba, da sovražni prevzemi večinoma niso slabi za podjetje, saj gre za zamenjavo managerjev ciljnega podjetja

z novimi z namenom doseganja boljših rezultatov (Bešter, 1996, str. 102). Prevzemi z namenom izčrpanja prevzetega podjetja prek dezinvestiranja s strani prevzemnika predvsem zaradi uničenja neposredne konkurence in okrepitve tržnega položaja prevzemnika so v Sloveniji manj pogosti. V tem primeru management ciljnega podjetja ni naklonjen prevzemu in mu nasprotuje (Lahovnik, 2013, str. 15). Posledično obstajajo ukrepi oziroma obrambna dejanja, s katerimi se lahko prevzem v določenih primerih tudi prepreči. Za izvajanje teh ukrepov vodstva pa treba pridobiti dovoljenja skupščine delničarjev, ki imajo pri sovražnih prevzemih največ koristi. Dober primer je prevzem novomeške Adrie Mobil v letu 2017 s strani konkurenčnega francoskega proizvajalca avtomobov Trigano. V tem primeru poslovodstvo prevzemu ni bilo naklonjeno, saj je podjetje poslovalo uspešno in rastlo. Spet na drugi strani je bila skupščina delničarjev naklonjena prevzemu oziroma prodaji in prevzem s strani Francozov je bil uspešen.

Raziskovala sva slovensko podjetje Helios (ciljno podjetje v obeh primerih prevzemov), avstrijsko podjetje Ring International Holding (v nadaljevanju RIH) (prevzemnik pri prvem prevzemu) in japonsko podjetje Kansai Paint (prevzemnik pri drugem prevzemu). Vsa tri podjetja spadajo med premaznike. Prvi prevzem Heliosa s strani RIH je opisan kot prevzem s finančnim vzvodom, saj vsi kazalniki prevzema kažejo v to smer (v praksi se to še dokazuje). Prevzem s strani Kansai Paint pa je tipičen strateški prevzem, kjer prevzemnik prevzame ciljno podjetje, ki popolnoma sovпада z njegovim portfeljem in so njune sinergije povod za prevzem. Preživetje ciljnega podjetja in nadaljnja rast obeh sta tako zagotovljena.

**Cilj** magistrskega dela je s pomočjo teoretične podlage prepoznati prednosti in slabosti prevzemov za udeležence podjetja ter ugotoviti, kako je korporacijsko upravljanje vplivalo na poslovanje podjetja pred prevzemi in po njih.

V primeru prevzema slovenskega Heliosa s strani avstrijskega RIH izpostavlja dejavnike finančnega prevzema podjetja oziroma prevzema podjetja z namenom preprodaje strateškemu kupcu zaradi ustvarjanja dobička. Pojasniva tudi vse korake od nakupa prek prestrukturiranja družbe do preprodaje z namenom dviga vrednosti ciljnega podjetja oziroma podjetja za preprodajo. RIH sicer ni tipičen sklad tveganega kapitala, sta pa bila takšna njegova financerja pri prevzemu Heliosa, to sta bila ameriška sklada tveganega kapitala Franklin Templeton in Blackstone. Strateškega kupca za uresničenje namena preprodaje Heliosa pa so potencialno že imeli, saj je Kansai Paint Helios želel kupiti že leta 2011, ko so Japonci prvič izrazili zanimanje. V primeru prevzema podjetja Helios s strani japonskega podjetja Kansai Paint pa izpostavlja dejavnike strateškega prevzema podjetja z elementi iskanja sinergijskih učinkov, stroškovnih prihrankov in utrditve položaja v regiji prek nakupa enega izmed dominantnih podjetij v regiji, kot je Helios, in kasnejše implementacije ciljnega podjetja v strukturo prevzemnika. Helios zanje pomeni pridobitev tehnološkega znanja, dobre možnosti za raziskave in razvoj, pridobitev kakovostnih človeških virov itd. Prevzet je bil prav z namenom, da bi postal njihovo evropsko središče za inovacije, raziskave in razvoj ter distribucijo. S tem bi rada pokazala prvotne namene prevzemnikov pri dveh



različnih vrstah prevzema, njihove strategije, prijeme po prevzemu in končne cilje obeh prevzemnikov.

Prevzem Heliosa sva si za predmet obravnave izbrala z vidika dveh različnih, a pogostih oblik prevzema podjetij v Sloveniji v zadnjem intenzivnem obdobju združitve in prevzemov. Pri prevzemu Heliosa je pomembno izpostaviti tudi razloge za privatizacijo, ki so prodajo takoj postavili v drugačen, podrejeni položaj v primerjavi s podjetji, ki so bila potencialni prevzemniki Heliosa in so prisilno prodajo ter časovno stisko prodajalcev s pridom izkoristila. To velja predvsem za prvi prevzem s strani avstrijskega RIH. Pri drugem prevzemu Japonci niso imeli teh možnosti, saj je bil lastnik že tuje podjetje, ki ni delovalo pod časovnim pritiskom zaradi prisilne prodaje in je ciljno podjetje že prestrukturiralo z namenom dviga prodajne vrednosti.

**Namen** magistrskega dela je pokazati, kako je mogoče z dobrim korporacijskim upravljanjem v kratkem času izboljšati poslovanje podjetja in povečati njegovo vrednost.

Proučiva in predstaviva zgodovino, ozadje in strateške vidike, ki so pripeljali do prevzema Heliosa. Predstaviva motive prevzemov, prevzemni ponudbi in posledice prevzemov. Tudi v pokriznem obdobju elementi združitve in prevzemov ostajajo pomemben del slovenskega gospodarstva in postajajo vse bolj običajna praksa v želji po globalizaciji. Dobri primeri prevzemov v zadnjem času so prevzem Adrie Airways, ki je prek svoje podrejene družbe v Švici prevzela tamkajšnjo švicarsko letalsko družbo Darwin Airline SA; prevzem Mercatorja s strani Agrokorja; prevzem Heliosa (na katerega se osredotočiva v magistrskem delu), ki ga je prevzel Kansai Paint kot strateški prevzemnik in pred njimi RIH na videz kot strateški prevzemnik, vendar z namenom preprodaje naprej, pri čemer je bilo ciljno podjetje znova žrtev pritiska prodaje državnih podjetij; prevzem NKBM s strani ameriškega investicijskega sklada Apollo, ki predstavlja tipični prevzem z namenom prestrukturiranja, konsolidacije in verjetne kratkoročne do srednjeročne preprodaje strategu; in prevzem Droge Kolinske, ki jo je v svoj portfelj implementirala hrvaška Atlantic Grupa. Slednji predstavlja izrazit strateški prevzem na podlagi sinergij in krepitve položaja v regiji.

Temeljno raziskovalno vprašanje, na katerega želiva odgovoriti, je, kakšni so razlogi za veliko razliko v prevzemni ceni med obema prevzemoma, najprej s strani RIH in kasneje s strani Kansai Painta.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh glavnih poglavij. V prvem poglavju, ki je povsem teoretično naravnano, predstaviva teoretični vidik združitve in prevzemov. Uporabiva deduktivni pristop, saj najprej predstaviva teorijo in v naslednjem koraku izvedeva analizo. Uporabiva sekundarne podatke, tako tujo kot domačo literaturo, članke ter internetne vire kakor tudi lastno znanje, pridobljeno v času podiplomskega študija. Pri tem upošteva tudi znanje, ki se nanaša na združitve in prevzeme podjetij v Sloveniji. Pri primarnih virih uporabiva podatke, pridobljene od Bineta Pangršiča, ki je bil prisoten tako pri prvem kot pri drugem prevzemu, ter podatke Geralda Martensa in Davida Kubale, ki sta bila neposredno

vpletena v prevzem. Omenjene primarne podatke sva pridobila na predavanju »The Acquisition of Helios: Motives and Outcomes«, ki je potekalo leta 2015 na Ekonomski fakulteti v Ljubljani, na katerem sva bila prisotna. Izvedeva tudi intervju s predsednikom uprave Heliosa, Davidom Kubalo, in svetovalcem uprave, Binetom Pangrščem. Uporabiva primarne podatke največje svetovalne družbe na svetu, družbe Deloitte. Sprva se dotakneva splošne opredelitve združitve in prevzemov. Predstaviva vrste in oblike prevzemov podjetij. Sledijo motivi za prevzem, možni učinki prevzema in presoja uspešnosti glede na vrsto prevzema. Pri tem pojasniva tudi izvirno dogajanje na področju združitve in prevzemov podjetij vse do njihovega pojava v Evropi oziroma ciljno v Sloveniji.

V drugem poglavju predstaviva obravnavana podjetja, ki jih področje združitve in prevzemov med seboj povezuje tudi v praksi. Opiševa okolje, v katerem delujejo vsa tri podjetja – Helios, RIH in Kansai Paint) in razloge za prepletanje teh podjetij prek prevzemov ciljnega podjetja, ki je slovensko podjetje. Zajeto je obdobje pred obema prevzemoma in po njih ter upravljanje in vodenje podjetij. Opisani so motivi obeh prevzemnikov za prevzem ciljnega podjetja ter predstavljeni prevzemni ponudbi in posledice prevzema. Podani so primerjava med prevzemoma, razlike, ki upravičujejo cilje in namene obeh prevzemnikov, in obdobje po prevzemu v smislu uspešnosti implementacije prevzete družbe v portfelja obeh prevzemnikov. Prek teh korakov odgovoriva tudi na temeljno raziskovalno vprašanje o razlogih za visok razpon prodajnih vrednosti Heliosa, ki je nastal med obema prevzemnima postopkoma.

V sklepnem poglavju so zajeti povzetek in skupek vseh ugotovitev ter predstavitev predlogov za dolgoročno rast podjetja. Sklepni del zajema predloge za nadaljnjo privatizacijo v Sloveniji v smislu pravih in pravočasnih potez Vlade Republike Slovenije (v nadaljevanju RS) kot lastnika, ki mora pri prodaji ravnati ekonomsko upravičeno in poskrbeti za dolgoročno dobrobit podjetja, ki se privatizira. Slednje bi morala storiti prek ustreznega korporacijskega upravljanja, prek katerega se ustrezno prestrukturira podjetje z namenom dviga njegove vrednosti.

## **1 SPLOŠNA OPREDELITEV ZDRUŽITVE IN PREVZEMA**

Združitve in prevzemi, v literaturi se uporabljata tudi pojma pripojitev in priključitev podjetja, so najpogostejša praksa za zagotavljanje rasti podjetij tako v Sloveniji kot v tujini. »Združitve« in »prevzemi« se tako v domači kot tudi v tuji literaturi srečujeta s številnimi podobnimi definicijami, hkrati pa tudi z nasprotujočimi si razlagami. V angleški literaturi tuji avtorji, ki proučujejo združitve in prevzeme, najpogosteje uporabljajo pojme *merger* (združitve), *acquisition* (priključitev), *take-over* (prevzem) ter *consolidation* (spojitev), poleg tega pa še številne kombinacije in izpeljanke teh pojmov. Bešter (1995, str. 10) ugotavlja, da je veliko nedoslednosti že v angleški literaturi, prevajanje v slovenski jezik pa prinaša še dodatne težave pri opredelitvi/definiciji pojmov.

Podjetje, ki ima stabilno organsko rast, hitro postane tarča prevzema, saj je kakovost podjetja vidna na trgu. Pri prevzemu ali združitvi gre torej za dogovor med prevzemnim in ciljnim podjetjem o višini ponujenih finančnih sredstev z namenom, da prepričajo lastnike in ostale udeležence, da podjetje prodajo (Kovačič, 2003, str. 641). Prevzem ali združitev pa predstavlja kompleksen proces, ki zahteva veliko znanja in časa. Noben prevzem ali združitev ne predstavlja majhne zadeve, da bi lahko zanemarili strokovna znanja in mnenja na katerikoli točki prevzema ali združitve. Povezava med podjetjema je uradno izvedena s plačilom kupnine in prenosom lastništva. Pomembno pri tem pa je, da se vsi vpleteni pri prevzemu ali združitvi strinjajo s ciljem, strategijo in oblikovanjem prihodne podjetniške kulture (Kovačič, 2003, str. 652).

Prevzem delniške družbe predstavlja pridobitev deleža delnic določene delniške družbe. Ta delež prevzemniku zagotavlja kontrolni delež glasovalnih pravic, s katerim ima odločilen vpliv na upravljanje ciljne družbe. Torej ima možnosti vpliva na poslovanje in sprejemanje odločitev na skupščini delničarjev. Zakonodaja v različnih državah ta kontrolni delež različno opredeljuje, največkrat pa znaša četrtno ali tretjino glasovalnih pravic. Če pride do prevzema podjetja s strani njegovega managementa z zadolžitvijo na podlagi zastave premoženja podjetja in/ali osebnega premoženja managementa, govorimo o managerskem odkupu podjetja (Lahovnik, 2013, str. 14).

Čerin (2000, str. 67) prevzem opredeli kot ponudbo ene/več oseb drugim delničarjem. Za uspeh oziroma neuspeh v procesu prevzema sta pomembni predvsem dve fazi: faza pred združevanjem, ko obe vpleteni podjetji pripravljata vse potrebno, da se prevzem izvede, in faza poprevzemne integracije prevzetega podjetja, ki je ključnega pomena, da bosta obe vpleteni podjetji uspešno poslovali v prihodnosti in dosegali zastavljene cilje, ki si jih je prevzemnik zadal pred prevzemom (Habeck, Kröger & Träm, 2000, str. 16).

S prevzemi običajno označujemo pridobitev določenega deleža lastniških pravic prevzetega podjetja. Ta delež prevzemnemu podjetju zagotavlja kontrolni delež prevzetega podjetja, s katerim ima odločilen vpliv na poslovanje podjetja (Tajnikar, 2000, str. 25).

Kovač (2000, str. 67) pojem prevzem definira bolj ozko. Označi ga kot nezaželeno in sovražno obliko ponudbe za odkup delnic podjetja. O sovražnih prevzemih (angl. *hostile takeovers*), ki pripeljejo do borbe med podjetji, govorimo v primeru, ko se management ciljnega podjetja ne strinja s prevzemom (Lahovnik, 2013, str. 16).

O združitvi oziroma spojitvi podjetij govorimo, ko iz dveh ali več podjetij nastane novo podjetje, pri čemer podjetja, ki se povežejo, ne obstajajo več kot samostojne pravne osebe (Lahovnik, 2013, str. 15). Kovač (2000, str. 72) pojem združitev definira kot obojestransko željeno povezovanje. Zupančič (2001, str. 4) poudari, da gre pri združitvah za proces, ko dve podjetji bolj ali manj enakovredno ustanovita novo, tretje podjetje, v okviru katerega potem skupno delujeta in nanj preneseta vse svoje premoženje kakor tudi obveznosti ukinjenih podjetij.

Ločevati je treba tudi med prevzemom podjetja s strani drugega podjetja in njegovo pripojitvijo temu podjetju. Pri pripojitvi gre za obliko povezovanja podjetij, pri kateri eno podjetje preneha obstajati ali pa naprej deluje le kot podrejeno hčerinsko podjetje prevzemnega podjetja (Tajnikar, 2000, str. 25). O pripojitvi torej govorimo, kadar izmed vseh podjetij, ki se združujejo, preživi samo eno. Ostala udeležena podjetja na to podjetje prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti ter prenehajo obstajati (Bešter, 1995, str. 14).

Pri fazah prevzem podjetja najdemo različne opredelitve in členitve procesa prevzema podjetja, ki jih lahko v osnovi delimo na tradicionalni in strateški pristop. Proces kapitalskega povezovanja se pogosto zaključi, še preden je dokončan, čeprav je zaveza predhodno javno najavljena in medsebojno dogovorjena. Tradicionalni pogled na proces prevzema podjetja postavlja v ospredje značilnosti podjetja. Skladno s tem pristopom je podlaga za prevzem podjetja dovolj velika informacijska baza, na podlagi katere izluščimo ustrezna podjetja, ki so primerna za prevzem. Na drugi strani pa strateški pristop izhaja iz konkurenčnih značilnosti podjetij prevzemnikov. Skladno z njimi je treba najprej opredeliti osrednje sposobnosti podjetja prevzemnika in poslovna področja ter na podlagi tega določiti strateško ustrezna podjetja (Lahovnik, 2013, str. 71).

Strategija na ravni podjetja kot celote mora odgovoriti na vprašanje, s katerimi poslovnimi področji se bo podjetje ukvarjalo in v kolikšnem obsegu. Celovita strategija se ukvarja z vprašanji portfelja strateških poslovnih enot, politike rasti, investiranja, prevzemanja poslovnega tveganja, uspeha in ekonomskega sodelovanja. Strategija pomeni ustvarjanje drugačnosti v odnosu do konkurence. Dobra strategija določa, kakšen namen želimo doseči, kako bomo do njega prišli in katera sredstva potrebujemo za njegovo uresničitev (Pučko, 2003, str. 175).

Strateški cilji organizacije so v praksi določeni z novo strategijo, s pomočjo katere želijo pokazati želeni rezultat, ki ga želi management v prihodnosti uresničiti. Poznamo tako finančne kot nefinančne cilje, za oboje pa velja, da morajo biti natančno določeni in kvantificirani. To je razlog, da je za podjetje zelo pomembno, da si postavi takšne strateške cilje, ki bodo imeli merljiv rezultat (Čater, Lahovnik, Pučko & Buhovac, 2011, str. 150).

Stremenje k vse večji globalizaciji in liberalizaciji mednarodnih tokov blaga, kapitala in delovne sile je pripeljalo do vse številnejših mednarodnih prevzemov. Nekateri avtorji posebej navajajo motive v primeru prevzema podjetja v tujini (Sundarsanam, 1995, str. 269):

- strategija rasti z namenom razširitve zaradi majhnega domačega trga,
- dostop do specifičnih vložkov (angl. *input*), izkoriščanje edinstvenih prednosti (kot so blagovna znamka, ugled itd.),
- obramba strategija (tekmovanje s konkurenti na njihovem domačem trgu, premagovanje mednarodnih ovir itd.),
- oportunitizem (izkoriščanje menjalnega tečaja itd.).

V sedanjem globalnem okolju, ki se nenehno in hitro spreminja, mora biti podjetje osredotočeno na današnje in prihodnje dejavnosti ter biti pripravljeno na spreminjajoče se okolje. V ta namen si podjetja postavljajo cilje in na njihovi osnovi sledijo svoji razvojni strategiji. Pojem strateški management predstavlja nabor odločitev in dejanj, ki se uporabljajo za oblikovanje in implementacijo strategij, ki naj bi zagotovile boljše in uspešnejše prilagajanje podjetja okolju, kot ga dosegajo konkurenti, v smeri doseganja postavljenih ciljev (Dimovski, Penger & Žnidaršič, 2003, str. 98).

Za združitev in prevzem podjetja v tujini je značilno, da se v večini primerov izplača v gotovini. Uporaba vrednostnih papirjev za tovrstne transakcije je zelo redka in se pojavi zgolj v nekaj primerih. Hkrati velja, da sovražni prevzemi podjetja v tujini praktično ne obstajajo (Brown, 1999, str. 14).

Posebno pozornost in opredelitev si zaslužijo tudi sovražni prevzemi (angl. *hostile takeovers*), ki sicer za Slovenijo niso značilni, kljub temu pa so že igrali pomembno vlogo v svetu gospodarstva. Potrebna je posebna pozornost, da se jih zazna in loči od prijateljskih prevzemov.

Z vidika managerjev ciljnega podjetja oziroma njihovega strinjanja ali nestrinjanja s prevzemno ponudbo ločimo dve kategoriji prevzemov (Bertoncelj, 2005, str. 99):

- prijazne ali prijateljske prevzeme,
- neprijazne ali sovražne prevzeme.

Tudi Jurše (2014, str. 163) glede na odnose med prevzemnim in ciljnim podjetjem ločuje sovražne in prijateljske prevzeme.

O **prijateljskih prevzemih** med podjetji govorimo, ko se managerji ciljnega podjetja strinjajo s prevzemom. Običajno se začne s prevzemno ponudbo, ki ni javna. Značilnosti prijateljskih prevzemov so (Kocbek, 1999, str. 330):

- prevzemnik pred prevzemno ponudbo dalj časa ne kupuje delnic ciljne družbe (takšni nakupi so lahko signal sovražnih prevzemov),
- prevzemnik ima omogočen dostop do zasebnih podatkov ciljne družbe, da se lahko lažje dogovarjajo o morebitnem prevzemu,
- prevzemnik ima običajno možnost pogajanj glede preprečitve uporabe obrambnih mehanizmov pred prevzemom, ki bi se jih lahko posluževali managerji ciljne družbe (na primer obstanek vodstva ciljne družbe po prevzemu, preprečitev odtujitve določenega premoženja ciljne družbe ipd.).

Prijateljski pristop k prevzemu pa ima pomembno pomanjkljivost za prevzemnika, to je, da vodstvo ciljne družbe že vnaprej opozorijo, kakšni so njihovi nameni. Vodstvo ciljne družbe ima tako na razpolago dovolj časa, da sproži ustrezne obrambne mehanizme, ki služijo proti prevzemom (Kocbek, 1999, str. 330).

Če želi prevzemnik ugotoviti, ali je prijateljski prevzem s ciljno družbo sploh mogoč, mora ugotoviti, ali je management ciljne družbe sploh pripravljen na prevzem, ali so mu v ciljni družbi naklonjeni, kolikšno posest imajo v delnicah ciljne družbe in kakšen je njihov vpliv na preostale lastnike ciljne družbe. Če management prevzemnika oceni, da je management ciljne družbe naklonjen prevzemu, mu mora poslati pismo o nameri, ki vsebuje tudi vse pogoje prevzema. Ključno vlogo nato odigrajo pogajanja med vpletenima, in če se doseže soglasje, morata obe strani managementa o prevzemu obvestiti svoje lastnike. Management ciljne družbe pa lastnikom predlaga tudi prodajo njihovih delnic (Novak, 1997, str. 11).

O **sovražnih prevzemih** govorimo, ko se managerji ciljne družbe ne strinjajo s prevzemom. Pri tem je uporaba obrambnih ukrepov ciljne družbe tista, ki prevzemniku pošlje jasen signal, da se njihov poskus prevzema obravnava kot sovražen (Bešter, 1996, str. 102).

Poznamo različne razloge za nastanek sovražnih prevzemov. Med najbolj očitne spadajo (Novak, 1997, str. 11):

- prevzemnik ponudi prenizko ceno za delnice ciljne družbe,
- managerje je upravičeno strah pred izgubo zaposlitve po prevzemu,
- prevzemnik se lahko odloči tudi za neposredno ponudbo delničarjem ciljne družbe brez vnaprejšnjega posvetovanja z vodstvom ciljne družbe.

Poudariti je treba, da sovražni prevzemi za podjetje večinoma niso slabi, saj gre za zamenjavo managerjev ciljne družbe z novimi z namenom doseganja boljših rezultatov. Sovražni prevzemi so dejanska alternativa notranjemu nadzoru nad delovanjem managementa. Če slednji odpovedo, sovražni prevzemi ponujajo možnosti zamenjave managerjev ciljne družbe. Poleg tega imajo delničarji ciljne družbe pri sovražnih prevzemih možnost realizacije visokih premij. Sovražni prevzemi so tako dejansko sovražni le do obstoječih managerjev ciljne družbe in ne do delničarjev oziroma podjetja (Bešter, 1996, str. 101).

Pri sovražnem prevzemu prevzemnik običajno kupuje ali pa ponudi v odkup delnice ciljne družbe brez vnaprejšnjega opozorila ali sporazuma z managerji ciljne družbe. Tovrstni pristop k prevzemu prevzemniku omogoča, da preseneti management ciljne družbe in ga ujame nepripravljenega. Mali delničarji pa so navadno tako ali tako pripravljeni sprejeti ponudbo. Management ciljne družbe tako nima zadostnega časa za vplivanje na ponudbo prevzemnika niti nima možnosti uporabe obrambnih ukrepov za ščitenje pred prevzemi. Management prevzemnika tako lahko ob uspešnem prevzemu sam presoja o vseh nadaljnjih pomembnih odločitvah, vezanih na prevzeto družbo, saj je v postopku prevzema pridobil večinski delež in tako pravico do odločanja v skladu z lastnimi interesi oziroma strategijo (Kocbek, 1997, str. 19–20).

Bistvena razlika med prijateljskimi in sovražnimi prevzemi je tudi v tem, da ima prevzemnik pri prijateljskih prevzemih običajno pravico dostopati do ključnih zasebnih podatkov ciljne

družbe. Pri sovražnih prevzemih pa prevzemnik te pravice dostopanja do zaupanih podatkov ciljne družbe nima (Kocbek, 1997, str. 19–20).

Bolj redki so sovražni prevzemi z namenom uničenja konkurence prevzemnika. Slednje poteka kot postopno ugašanje podjetja po prevzemu (na primer prek dezinvestiranja v prevzeto podjetje) ali pa z integracijo podjetja v mrežo prevzemnika in krepitvijo položaja na trgu (prevzem neposredne konkurence, pridobivanje monopolnega položaja).

V praksi se srečujemo tudi z različnimi obrambnimi mehanizmi pred sovražnimi prevzemi. Obrambne aktivnosti podjetij, ki se imajo za ciljne družbe, delimo na tiste, ki jih podjetja pripravljajo in izvajajo že pred neposredno grožnjo sovražnega prevzema (preventivne), in na skupek aktivnosti, ki jih izvajajo kot konkreten odgovor na poskuse prevzema ciljne družbe (Bešter, 1996, str. 105).

Pomembno je, da se podjetje loti prevzemnega procesa celovito in veliko pozornosti nameni podjetju tudi kasneje, v poprevzemnih aktivnostih. Takšna strategija rasti podjetje pripelje do novih priložnosti za sodelovanje in lahko na tak način poveča svoje področje delovanja ter s tem okrepi svoj tržni položaj, posledično pa s tem poveča svoje prihodke in dobiček. Podjetje s pomočjo rasti poveča tudi svojo pogajalsko moč, rezultati pa se kažejo tudi v nižjih dobavnih stroških in nižjih stroških trženja (Finkelstein & Cooper, 2014, str. 4).

**Preventivne aktivnosti podjetij** (Bešter, 1996, str. 104) še naprej delimo na tiste, ki predstavljajo ravnanje managerjev po načelu »dobrega gospodarja« (prva skupina), in na tiste, ki so kot neposredni ukrepi namenjeni odvratanju nezaželenih prevzemnikov od prevzema (druga skupina).

V prvo skupino aktivnosti sodijo (Bešter, 1996, str. 104):

- zagotavljanje čim višje cene delnic,
- stalno spremljanje strukture delničarjev,
- komuniciranje z javnostjo in ustrezna mera samokritičnosti managerjev.

V drugo skupino aktivnosti pa prištevamo (Bešter, 1996, str. 104):

- ukrepe omejevanja v statutu podjetja (imenovanje članov uprave z različnimi časovnimi zamiki, zahteve glede potrebnega odstotka večine pri glasovanju, določila v statutu o »pošteni ceni«, ki mora biti ponujena v prevzemu),
- velikost podjetja,
- preventivno združevanje z drugimi podjetji,
- deleže managerjev in institucionalnih lastnikov,
- večji blok delnic v lasti managerjev prijaznih vlagateljev,
- pripravo strupenih tablet, strupenih opcij, zlatih padal,
- primerno strukturo kapitala,
- različne razrede delnic in podobno.

**Kurativne aktivnosti** kot konkreten odgovor na neposredne poskuse sovražnih prevzemov pa zajemajo (Bešter, 1996, str. 105):

- tožbe proti prevzemniku,
- komuniciranje s širšo javnostjo in svojimi delničarji (diskreditiranje prevzemnika, pojasnjevanje, da trg odločitev obstoječega managementa podjetja ne ceni dovolj),
- obrambne prevzeme (združevanja, iskanje primernih kandidatov za obrambne prevzeme, iskanje belih vitezov),
- poskuse prevzema prevzemnika samega,
- izplačilo napadalca z odkupom njegovega deleža delnic po višji ceni od prevladujoče tržne cene,
- odkup lastnih delnic od določenega kroga lastnikov,
- oblikovanje novih mehanizmov zlatih padal,
- spremembe v programih nagrajevanja svojih zaposlenih,
- spremembe v strukturi premoženja podjetja,
- spremembe v strukturi lastniškega in dolžniškega kapitala,
- preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto (LBO, MBO) in podobno.

Bešter (1996) deli obrambo pred sovražnimi prevzemi na obrambo pred poskusom prevzema in obrambo ob »napadu« na ciljno podjetje (tabela 1).

*Tabela 1: Obramba pred sovražnimi prevzemi*

|                                       |                                                                                                |
|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Pred poskusom prevzema</b>         | <b>Splošne preventivne aktivnosti</b><br>(ravnanje managementa po načelu »dobrega gospodarja«) |
|                                       | <b>Priprava obrambnih mehanizmov</b><br>(pasivno odvrčanje potencialnih prevzemnikov)          |
| <b>Ob »napadu« na ciljno podjetje</b> | <b>Aktivna obramba</b><br>(razne konkretne oblike obrambnih aktivnosti)                        |

*Vir: Bešter (1996, str. 105).*

Med vsemi obrambnimi mehanizmi pred sovražnimi prevzemi pa lahko kot tiste glavne izpostavimo (Bešter, 1996, str. 107):

- finančne ukrepe (izplačila z zadolžitvijo, zlata padala in strupene opcije),
- obrambo pred prevzemi prek izsiljevanja (dvotirne ponudbe, delne ponudbe in pogoje ponudbe),
- spremembe statuta,
- strupene tabletki,
- premijske in navadne odkupe lastnih delnic.

Ciljno podjetje se lahko z nekaterimi ukrepi izogne prevzemu. Hitro lahko poveča stopnjo zadolženosti in izposojena sredstva uporabi za odkup lastnih delnic. S tem zviša finančni vzvod in omeji možnosti dodatnega zadolževanja s ciljem financiranja prevzema in hkrati



poveča delež delnic v lasti managerjev. Ostale denarne presežke lahko podjetje vloži v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, jih nameni za morebitne prevzeme drugih podjetij ali pa jih izplača v obliki dividend na preostale delnice. Podjetje lahko tudi proda kakovostne vrednostne papirje zaradi njihove visoke likvidnosti. Izplačila z zadolžitvijo so posebna oblika prestrukturiranja kapitalske sestave podjetja. Pri tem nekateri zunanji delničarji prejmejo visoke enkratne dividende v denarju, notranji delničarji pa dobijo dividende izplačane v obliki novih delnic (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 668).

**Finančni ukrepi.** Mnoge raziskave so pokazale, da je mogoče prepoznati nekatere lastnosti, ki povečujejo možnosti, da bo neko podjetje postalo predmet poskusa prevzema. Te lastnosti so (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 563):

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

Denarno izplačilo, ki je pretežno financirano z najemom kreditov, povečuje finančni vzvod in hkrati se poveča sorazmerni delež v lasti managerjev. Zlata padala so posebna določila v pogodbah o zaposlitvi, ki vodilnim managerjem v primeru spremembe lastništva nad podjetjem zagotavljajo nadomestilo za izgubo zaposlitve. Zlata padala običajno opredeljujejo enkratno izplačilo določene vsote denarja ali pa določeno število delnic ali plač, ki jih je manager prejemal pred sprožitvijo ukrepa zlatega padala. Zlata padala ščitijo predvsem interese delničarjev pred nezaželenim ravnanjem vodstva pri prevzemih in le izjemoma gre za obliko obrambe pred prevzemi (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 666).

Strupene prodajne opcije so tudi ukrep za zaščito lastnikov obveznic podjetja, saj jim v primeru prevzema zagotavljajo pravico do izplačila v višini 100 ali 101 % nominalne vrednosti obveznice. Takšna zahteva lahko prevzemniku zviša stroške prevzema ciljne družbe na nesprejemljivo raven (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 669).

Do pritiskov na odločitve lastnikov delnic prihaja takrat, kadar se ponujena cena razlikuje od cene preostalih neodkupljenih delnic. Lastniki so tako »prisiljeni« ponuditi svoje delnice v odkup, da bi si lahko zagotovili višjo odkupno ceno.

Namen obrambnih dopolnitev statutow ciljnih podjetij je sovražnim prevzemnikom otežiti poskuse prevzema podjetij. Spremembe statutow običajno vključujejo zahteve po višjem odstotku potrebne večine glasov lastnikov pri glasovanju o vprašanjih v zvezi s prevzemi, določila o »pošteni ceni« za odkup delnic, omejevanje pri imenovanju članov nadzornega sveta s časovnimi zamiki v mandatih, pooblastila za izdajo prednostnih delnic s posebnimi glasovalnimi pravicami in nekatere druge. Določila o višjem zahtevanem odstotku glasov

delničarjev za odločanje o vprašanjih v zvezi s prevzemi opredeljujejo ta delež v višini vsaj dveh tretjin oziroma v nekaterih primerih celo do 90 % vseh glasov. Imenovanje članov nadzornega sveta s časovnimi zamiki v mandatih pa omogoča, da se lahko vsako leto zamenja le tretjina vseh članov nadzornega sveta s podeljenimi triletnimi mandati. Slednje naj bi prevzemniku preprečilo, da bi takoj po prevzemu imenoval nove člane nadzornega sveta. Z namenom preprečevanja prevzema se lahko dajejo tudi pooblastila nadzornemu svetu za izdajo prednostnih delnic s posebnimi glasovalnimi pravicami (Bešter, 1996, str. 124).

**Strupene tabletk** so vrsta vrednostnih papirjev, ki lastnikom ciljne družbe v primeru izpolnitve določenega pogoja dajejo posebne pravice. Pogoj za aktivacijo strupene tabletk je vezan bodisi na objavo nezaželene javne ponudbe za prevzem bodisi na prevzemnikov nakup določenega odstotka delnic ciljnega podjetja. Posebne pravice, ki stopijo v veljavo z izpolnitvijo tega pogoja, delničarjem ciljnega podjetja običajno omogočajo nakup vrednostnih papirjev prevzemnika oziroma podjetja, ki ostane po prevzemu, po bistveno nižji, celo diskontni ceni, v primerjavi s tržno vrednostjo (Bešter, 1996, str. 126).

Uporaba strupenih tabletk sama po sebi neposredno ne onemogoča prevzemov podjetij, temveč močno dvigne stroške sovražnih prevzemov, ki zaradi tega postanejo ekonomsko neupravičeni (Bešter, 1996, str. 127).

**O premijskih odkupih lastnih delnic** od točno določenega vlagatelja govorimo, kadar se managerji ciljnega podjetja izognejo nevarnosti prevzema. To poteka na način, da s potencialnim prevzemnikom, ki s svojim deležem delnic v ciljnem podjetju ogroža njegovo samostojnost (visok odstotek lastništva), sklenejo poseben dogovor, po katerem ciljno podjetje od potencialnega prevzemnika odkupi te delnice. Odkup se izvede po ceni, ki vključuje določeno premijo nad tržno vrednostjo delnic. Če je k temu dogovoru dodana še pisna obljuba, s katero se potencialni prevzemnik zavezuje, da v določenem obdobju v prihodnosti ne bo več kupoval delnic ciljnega podjetja, pa govorimo o pogodbi o mirovanju oziroma prekinitvi nadaljnjega nakupovanja delnic (Bešter, 1996, str. 131).

## **1.1 Oblike združitve podjetij**

Na splošno oblike prevzemov podjetij delimo na tri osnovne kategorije: združitve, prevzem z odkupom delnic (ponudba za prevzem) in prevzem z odkupom premoženja ciljnega podjetja (Ross, 1993, str. 826).

Katerokoli izmed oblik prevzema je možno opraviti s plačili v denarju, zadolžitvijo podjetja ali zamenjavo za delnice prevzemnika (Bešter, 1996, str. 29). Poleg osnovnih kategorij poznamo še naslednje: pooblastilo za zastopanje, odkup z zadolžitvijo (LBO) ali management z zadolžitvijo (MBO).

O **združitvi** govorimo, kadar iz dveh ali več podjetij nastane eno samo, pri čemer velja, da je **spojitev** zahtevnejša oblika povezovanja podjetij, pri kateri iz dveh podjetij, ki sta samostojni pravni enoti, nastane novo podjetje, prvotni podjetji pa prenehata obstajati. **Pripojitev** pa je oblika združevanja podjetij, pri kateri se eno podjetje pripoji drugemu, pri čemer prirejeno podjetje preneha obstajati ali deluje naprej kot podrejeno hčerinsko podjetje podjetja, ki ga je pripojilo (Bešter, 1996, str. 29). Za pojem spojitev se pogosto uporablja tudi sinonim konsolidacija (Bertoncelj, 2006, str. 15).

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

Perrault (2013, str. 42) združitev opredeli kot dogodek, do katerega pride v primeru, ko se obe vpleteni podjetji odločita za skupno delovanje v prihodnosti. Za takšno možnost sodelovanja pa se podjetji odločita, ko vidita večjo možnost za uspeh skupnega sodelovanja v prihodnosti, kot če bi delovali ločeno.

**Prevzem podjetja z odkupom delnic** pomeni nakup zadostnega števila delnic ali celo vseh delnic z glasovalno pravico neke odprte delniške družbe neposredno od njenih delničarjev. Namen je pridobiti potrebno število delnic – glasov, ki kupcu zadoščajo za prevzem nadzora nad podjetjem (Bešter, 1996, str. 31).

Glavna prednost prevzema z odkupom delnic je definitivno ohranitev položaja samostojnega podjetja s pravnega vidika, kar pomeni veljavnost dolgoročnih pogodb s partnerji. Prav tako lastnik ne prevzame celotne odgovornosti za poravnavo obveznosti ciljnega podjetja, temveč le v višini kapitalskega vložka. Glede na to, da kupcu zadostuje že večinski delež, mu ni treba pridobiti 100 % lastništva, kar je neprimerno dražje. Problem izhaja predvsem iz zastojkarstva. To pomeni, da lahko lastnik podjetja vloži nova znanja v razvoj podjetja, kar posledično poviša dobiček, s tem pa je pri delitvi dobička tudi neaktiven lastnik upravičen do višjega dobička (Ross, 1993, str. 827).

O **prevzemu podjetja z odkupom premoženja** govorimo, ko prevzemnik dobi nadzor nad drugim podjetjem z odkupom dela njegovega premoženja ali celote njegovega premoženja. Za tak prevzem je potrebna večina glasov delničarjev ciljnega podjetja (kakšen je ta odstotek, je odvisno od zakonodaje in statuta delniških družb), ki po končanem prenosu lastništva v veliki večini običajno preneha obstajati kot pravna oseba (Bešter, 1996, str. 32).

Ta oblika prevzema sodi med zelo zapletene, saj postopek zahteva pripravo številnih dokumentov za prenos lastništva posameznih delov premoženja na novega lastnika. Po

prevzemu je prevzemno podjetje v celoti odgovorno za poravnavo in izpolnitev vseh obveznosti ciljnega podjetja (Ross, 1993, str. 828).

Glavna prednost prevzema z odkupom premoženja je v tem, da prevzemniku omogoča možnost izbire, kateri del premoženja in obveznosti podjetja bo prevzel. To predstavlja veliko prednost pred prevzemom z odkupom delnic, kjer je prevzemnik s prevzemom prevzel tudi vse znane in neznane obveznosti podjetja. Odgovornosti in obveznosti prevzemnika, ki izhajajo iz preteklega poslovanja ciljnega podjetja, so opredeljene s pogodbo o odkupu premoženja. Glede na to, da pred prevzemom sledijo podrobni pregledi preteklega poslovanja in priprave številnih dokumentov za prenos lastništva ter da so potrebna soglasja in nove pogodbe, je tak način prevzema dražji in zamudnejši (Bešter, 1996, str. 36).

**Pooblastilo za zastopanje** (angl. *proxy rights*) je ustrezno overjeno in časovno omejeno pooblastilo, ki pooblaščenim osebam dovoljuje pravico, da v imenu podpisnika (delničarja) glasuje na letni skupščini delničarjev. To pomeni, da lahko nekdo, ki ni lastnik delnic, vseeno s temi upravlja in tako na skupščini delničarjev uveljavlja svojo voljo. Takšnega načina pridobivanja pooblastil za zastopanje se poslužujejo predvsem managerji in razni drugi mali vlagatelji, ki želijo na skupščini delničarjev uveljavljati svojo voljo. Ta oblika je primerna predvsem za podjetja, ki imajo zelo razpršeno lastniško strukturo in v katerih ne prevladujejo veliki lastniki (Bešter, 1996, str. 37).

**Odkup podjetja z zadolžitvijo** (angl. *leveraged buyout*, v nadaljevanju LBO) je posebna oblika prevzema in se je ne šteje med temeljne oblike. Ta oblika prevzema je financirana s pomočjo kreditov. Po navadi ga izvedejo managerji ali manjše skupine vlagateljev, ki si denar izposodijo pri bankah. V tem primeru govorimo o managementu z zadolžitvijo (angl. *management buyout*, v nadaljevanju MBO). Cilj takšnih prevzemov je kupiti poceni slabše podjetje, mu na hitro povečati prodajo ter dobiček in ga nato čim prej po občutno višji ceni prodati na trgu. Posledica LBO in MBO je po navadi preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto delniško družbo. To pa je posledica izrazitega zmanjšanja delničarjev in zelo visoke zadolženosti podjetja, zaradi česar ne izpolnjuje več pogojev za trgovanje na trgu (Bešter, 1996, str. 38).

Managerski odkup je torej ena izmed oblik LBO, ki se uporablja za prenos lastništva podjetja. Managerski odkupi se večinoma financirajo z različnimi instrumenti zadolževanja. Značilnost managerskih odkupov s pomočjo finančnega vzvoda je, da managerji, ki nameravajo kupiti ciljno družbo, pogosto ustanovijo neko vmesno družbo. Ta vmesna družba, ki jo praviloma povsem lastniško obvladujejo, pridobi dodatne finančne vire s posojilom banke ali kakšne druge finančne organizacije, ki bo posojilo dobila povrnjeno na podlagi denarnega toka ciljne družbe (Lahovnik, 2013, str. 118).

## 1.2 Vrste združitve in prevzemov

Združitve in prevzeme lahko razdelimo na več vrst. Strokovnjaki jih večinoma delijo na tri oziroma štiri vrste glede na smer širitve oziroma, kot opredeljuje Lahovnik (2013, str. 18–20), glede na stopnjo povezanosti dejavnosti med podjetji in stopnjo v produkcijski verigi obeh podjetij. Delijo jih na vodoravne (horizontalne), navpične (vertikalne), koncentrične in konglomeratne združitve. Opisi vrst sledijo v nadaljevanju.

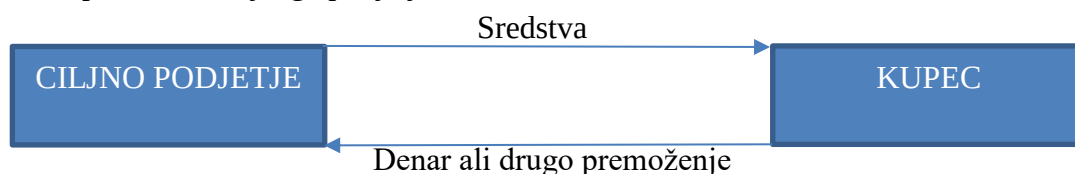
Tekavc in Pučnik (2002, str. 54) pa prevzeme delita tudi glede na postopek, in sicer:

- postopek prevzema v ožjem pomenu (začne se s ponudbo za prevzem),
- postopek z nakupom delnic zunaj organiziranega trga (nakup delnic neposredno od lastnika),
- postopek prevzema v prisilni poravnavi (prevzem s pomočjo sodnega postopka),
- postopek prevzema z nakupom v stečaju (senat razpiše in opravi javno dražbo).

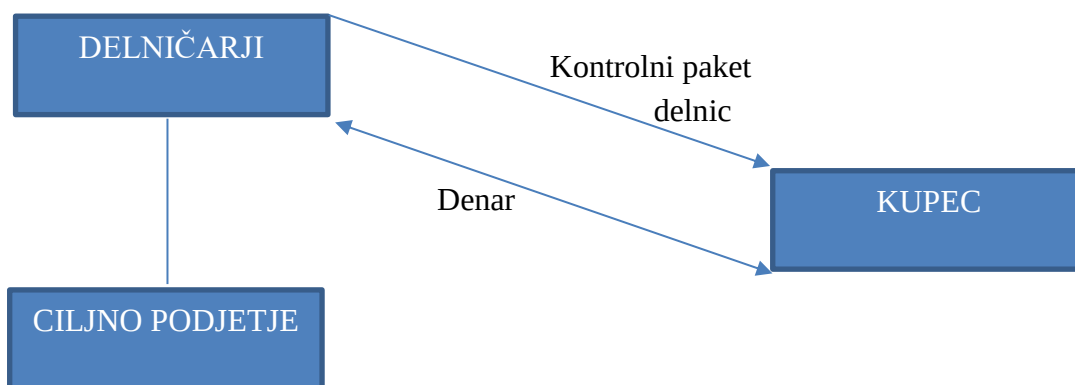
V praksi se je v razvitih zahodnih gospodarstvih uveljavila vrsta različnih oblik pridobitve nadzora prevzemnika nad ciljnim podjetjem. Prevzeme enega podjetja s strani drugega tako delimo na štiri vrste: vodoravne, navpične, koncentrične in konglomeratne. Glavne razlike so v stopnji povezanosti dejavnosti ciljnega podjetja s podjetjem, ki ga je prevzelo, in v tem, na kateri stopnji produkcijske verige se nahajata podjetji (Lahovnik, 2013, str. 16). Sliki 1 in 2 v nadaljevanju predstavljata nekatere alternativne možnosti nakupa podjetja (Lahovnik, 2013, str. 17).

*Slika 1: Alternativne možnosti nakupa podjetja*

- Nakup sredstev ciljnega podjetja



- Nakup delnic ciljnega podjetja

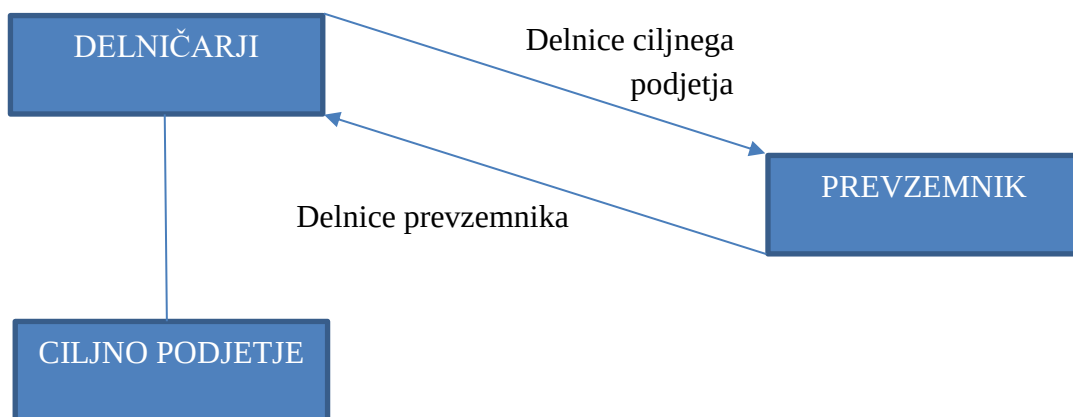


*Slika 2: Alternativne možnosti nakupa podjetja (nad.)*

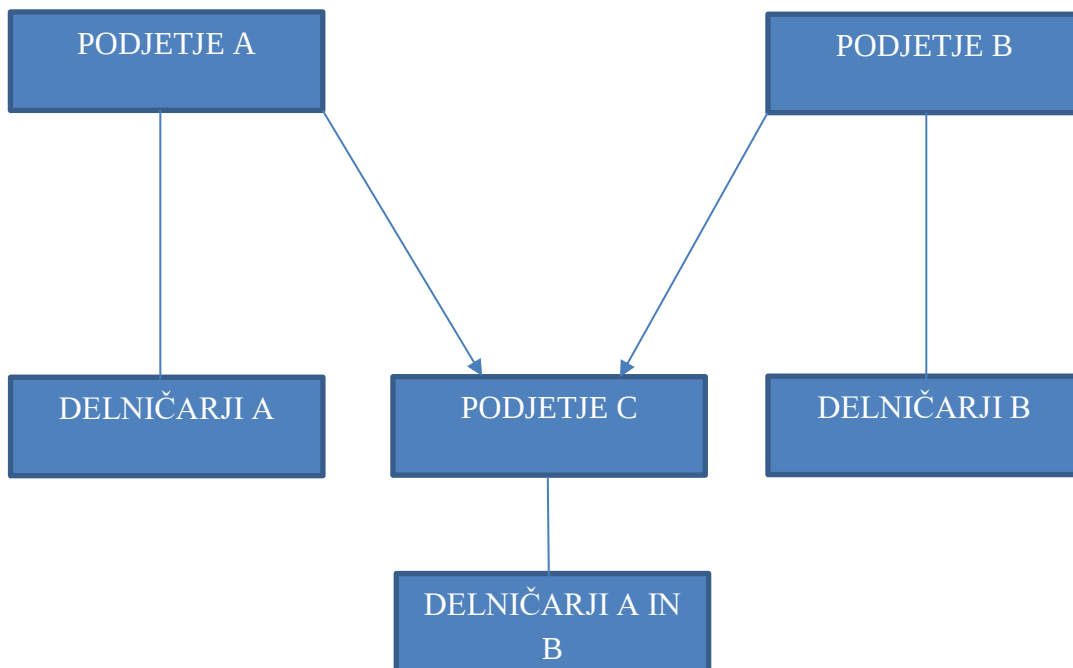
*Se nadaljuje*

Nadaljevanje

- Prevzem ciljnega podjetja z izmenjavo delnic



- Združitev podjetij s prenosom celotnega premoženja obeh podjetij na novoustanovljeno podjetje



Vir: Lahovnik (2013).

### 1.2.1 Vodoravni (horizontalni) prevzem

Vodoravni prevzem predstavlja prevzem podjetja iz iste panoge. Podjetji sta si med seboj konkurenčni, do prevzema pa največkrat pride zaradi izkoriščanja ekonomij obsega v proizvodnji in distribuciji. Poleg doseganja ekonomije obsega je cilj vodoravnega prevzema zniževanje stroškov in povečevanje konkurenčnih prednosti. Poveča se tudi tržna moč podjetja prevzemnika. Motiv za vodoravno integracijo je največkrat povezovanje aktivnosti, prenos poslovnih praks ali dopolnjevanje virov med podjetji (Lahovnik, 2013, str. 18).

Tajnikar (2000, str. 26–27) spojitve, pripojitve in prevzeme opredeljuje kot horizontalne, kadar se povezujejo podjetja z enako proizvodnjo. Razlaga, da horizontalni način pripojitev in spojitev ustvarja velike proizvajalce. Ti pogosto lahko nastopajo na trgu monopolno ali pa bistveno povečajo svojo moč glede na konkurente, ki ne dosegajo takega obsega poslovanja.

Prevzemnik s to obliko prevzema običajno poveča svoj obseg proizvodov, število držav, v katerih posluje, z razširitvijo distribucijskih poti pa doseže nove potrošnike oziroma končne kupce. Na tak način lahko prevzemnik pridobi tudi nove zmogljivosti na področju raziskav in razvoja (Schröder, 2015, str. 3).

Besanko in drugi (2010, str. 71) kot glavne ovire za širitev navajajo stroške dela (večanje moči sindikatov, omejenost človeških virov, motivacija in pripadnost v velikih podjetjih), naraščanje birokracije, obvladovanje in upravljanje specializiranih postopkov ter konflikt širitve.

#### 1.2.2 Navpični (vertikalni) prevzem

Navpični prevzem je prevzem podjetja v isti panogi ali v povezanih panogah, vendar na različni stopnji reprodukcijske verige. Poznamo prevzem naprej – podjetje prevzame svojega dobavitelja in prevzem nazaj – podjetje prevzame enega od svojih kupcev. Namen prevzema naprej je predvsem izboljšanje zmožnosti za diferenciacijo proizvodov, dostop do distribucijskih kanalov, večji dostop do tržnih informacij in diferenciacija cen za končne porabnike. Prevzem nazaj pa prek večje kontrole vložkov omogoča predvsem boljšo diferenciacijo proizvodov in zaščito specifičnega znanja. Navpični prevzem je običajno posledica omejeno konkurenčnega trga polproizvodov zaradi njihove redkosti ali pa kritičnosti kakovosti polproizvodov in vmesne kontrolne proizvodov (Lahovnik, 2013, str. 18).

Pogostejši prevzem v praksi je prevzem med dobaviteljem in kupcem. Njihov namen je običajno pridobitev dominantne pozicije v prodaji na drobno (Tekavec & Pučnik, 2002, str. 84).

#### 1.2.3 Koncentrični prevzem

O koncentričnem prevzemu govorimo, kadar je prevzemnik povezan s prevzetim podjetjem z osnovno tehnologijo, proizvodnim procesom ali trgi. Prevzem podjetja je torej metoda razvijanja tehnologije, proizvodne linije ali trga. Podjetje na ta način k osnovni dejavnosti doda nekatere sorodne dejavnosti. Koristi takšnega prevzema so predvsem v znižanju stroškov in povečanju donosov z omenjeno diverzifikacijo poslovanja (Lahovnik, 2013, str. 19).

S skupno tehnologijo, proizvodnimi procesi ali trgi lahko vpletena podjetja uporabijo skupne ekonomske, tehnične in tržne potenciale. S pomočjo omenjene vrste prevzema lahko vpletena podjetja razširijo svoj nabor izdelkov oziroma lahko z že obstoječo infrastrukturo in tehnologijo posodobijo obstoječe proizvode (Tekavec & Pučnik, 2002, str. 85).

Besanko in ostali (2010, str. 197) navajajo, da je diverzifikacija uspešna predvsem, kadar se podjetje povezuje na podlagi povezanih proizvodov. Koncentrični prevzem je primer takšne diverzifikacije.

Izkoriščanje sinergij je glavni motiv za izvajanje koncentričnih prevzemov, saj podjetja na tak način iščejo nove poslovne priložnosti, ki so povezane s proizvodi, trgi, distribucijskimi kanali ali tehnologijami. Podjetje lahko torej izkoristi sinergijske učinke, lahko pa privede tudi do negativnega učinka, in sicer lahko podjetje s pomočjo koncentričnega prevzema zgolj zmanjša svoje že obstoječe slabosti in se skuša znebiti zaznanih nevarnosti (Pučko, Čater & Buhovav, 2009, str. 70).

#### 1.2.4 Konglomeratni prevzem

O konglomeratnem prevzemu govorimo, kadar pride do prevzema podjetja v nepovezani panogi. Prevzemnik nima z novo panogo oziroma z novim poslovnim področjem nikakršnih povezav. Najpogostejši razlogi za konglomeratni prevzem so zmanjšanje poslovnih tveganj, ki izhajajo iz ene same prevladujoče dejavnosti, boljše možnosti reinvestiranja dobičkov v nove panoge in izkoriščanje učinkov skupnega poslovanja. Rezultat konglomeratne diverzifikacije so nepovezani denarni tokovi, s čimer se znižajo stroški, povezani z nevarnostjo bankrota, poveča pa se stabilnost donosov podjetja (Lahovnik, 2003, str. 20).

Konglomeratni prevzemi predstavljajo najzahtevnejšo konkurenčno pravno obliko povezovanja, in sicer zaradi povezovanj podjetij, ki imajo med seboj nepovezane dejavnosti. Glavni namen je izkoriščanje skupnega poslovanja in dodatno stabiliziranje podjetij. Podjetja na tak način svoje delovanje razširijo na več nepovezanih dejavnosti in tako postanejo še odpornejša na tveganja oziroma nihanja na trgu. Zelo majhna je namreč verjetnost, da bi hkrati postalo nestabilnih več relativno nepovezanih dejavnosti (Tekavec & Pučnik, 2002, str. 86).

Konglomeratne povezave se delijo na štiri vrste konglomeratov: investicijska podjetja, katerih glavni cilj je zniževanje tveganj z diverzifikacijo; finančne konglomerate, kjer prevzemno podjetje pospešuje načrtovanje glede finančnih tokov in podjetniških strategij, v odločanje operativnega dela pa se ne vmešava; poslovodne konglomerate, kjer prevzemno podjetje pospešuje načrtovanje glede finančnih tokov in podjetniških strategij, hkrati pa se odloča tudi glede operativnega dela; in koncentrične konglomerate, kjer sta prevzemno in prevzeto podjetje delno povezana z osnovno tehnologijo, trgi ali proizvodnimi procesi – v tem primeru prevzemno podjetje s svojim kadri dopolnjuje poslovodstvo prevzetega podjetja (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 8).



### 1.3 Motivi za prevzem

Različni avtorji različno opredeljujejo oziroma imajo različne kriterije, zakaj pride do prevzema, vsem pa je skupno, da je prevzem rezultat številnih motivov in ne le enega samega (Bešter, 2000, str. 30). Motivov, zakaj se podjetja odločajo za prevzeme, je mnogo in se v času in prostoru spreminjajo. Notranja rast za podjetje včasih ni sprejemljiva, ker je dolgotrajna in počasna, zato se podjetja odločajo za prevzeme drugih podjetij, ker jim to zagotavlja hitrejšo rast. Če bi podjetja povečevala svoj obseg poslovanja samo s pomočjo notranje rasti, bi jih konkurenca, ki bi se širila prek prevzemov, prehitela in poslabšala njihov konkurenčni položaj (Gaughan, 1999, str. 116).

Glavna vodila podjetij pri prevzemih so predvsem povečanje vrednosti, spodbuditev rasti podjetja in zmanjševanje stroškov v podjetju. Kljub jasni ekonomski logiki pa se velik del prevzemnih procesov ne konča uspešno, kot je bilo pričakovano. Zgolj okoli 20 % prevzemov je namreč uspešnih, medtem ko jih na drugi strani več kot polovica ne doseže finančnih obljub oziroma zastavljenih ciljev. Mednarodne agencije glavne razloge za to vidijo v neučinkoviti poprevzemni integraciji, v slabem delovanju managementa, ki je lahko posledica pomankanja znanja, izpostavljajo pa tudi razlike v organizacijski kulturi (Bertoncelj, 2008, str. 13).

Obstajajo različni razlogi in teorije, hkrati pa tudi različni načini delitev motivov, zakaj pride do združitve in prevzemov. Tajnikar (2000, str. 27) jih deli na:

- strateške in finančne motive: prvi so povezani z uresničevanjem podjetniških strategij, medtem ko drugi vplivajo na vrednost podjetja in zgolj na njihovo finančno učinkovitost,
- zunanje in notranje motive: prvi izboljšujejo predvsem organizacijsko plat, medtem ko drugi vzpostavljajo boljše pogoje nasproti poslovnemu okolju (poslovni, partnerji, država itd.),
- motive za generično ali motive za diverzificirano rast,
- motive glede na posamezne poslovne funkcije podjetja.

Motivov za prevzem ne smemo iskati le pri ciljnem podjetju, temveč je treba prvotni motiv iskati v strateških razlogih prevzemnika (Lahovnik, 2013, str. 46). Lahovnik (2013, str. 47–69) različne razvrstitve hipotez o motivih za prevzem razčleni na:

- hipotezo (ne)maksimiranja vrednosti premoženja prevzemnika. Pell deli motive v dve veliki skupini. Prva skupina motivov temelji na neoklasičnem pristopu, ki poudarja maksimizacijo premoženja delničarjev. Druga skupina motivov pa izhaja iz managerske hipoteze o rasti in razvoju podjetja, ki temelji na ločevanju funkcije upravljanja in poslovanja v podjetjih;
- klasifikacije z vidika (pre)razporeditve vrednosti premoženja. Berkovitch in Narayanan navajata tri velike skupine motivov. Delitev temelji na podlagi tega, kakšno spremembo vrednosti prinese v procesu kapitalskega povezovanja podjetij. Ta sprememba je lahko

pozitivna, negativna ali pa do spremembe sploh ni prišlo. Za merilo spremembe vrednosti uporabita stopnjo donosa različnih vrednostnih papirjev;

- hipoteze učinkovitosti. Predpostavljamo, da lahko prevzem podjetja povečuje družbeno blaginjo. Motivi za prevzem podjetja izboljšujejo poslovanje obstoječega managementa ali doseganje določene oblike sinergije;
- hipoteze informacij. Ločimo hipotezo iskanja in hipotezo sedenja na zlatem rudniku. Pri prvi je pridobivanje informacij glede potencialnih možnosti zadosten razlog za prevzem podjetja. Pri drugi hipotezi pa za dvig cene delnic zadostuje že najava možnosti za prevzem ali dejanska ponudba za prevzem;
- hipotezi podcenjenosti. Ločimo kratkovidnost in Q-hipotezo naložb. V prvi hipotezi vse bolj prevladujoči vlagatelji na kapitalskem trgu poudarjajo predvsem kratkoročno donosnost, v drugi pa je s količnikom Q označeno razmerje med tržno vrednostjo delnic in stroški zamenjave premoženja, nominiranega s temi delnicami. Nižji kot je količnik Q, bolj smiselno je prevzem, saj je prevzem v tem primeru bistveno cenejši način uvajanja novih proizvodov v prodajni program kot pa nove naložbe;
- problem agentov. Problem agentov nastane med lastniki in managerji v primeru, ko prihaja do različnih interesov, ki jih imajo posamezni udeleženci v podjetju. V primeru, da ima podjetje zelo razpršeno lastniško strukturo brez strateškega lastnika, se velikokrat zgodi, da managerji ne ravnaajo v skladu z interesi podjetja oziroma lastnikov. Poskušajo maksimirati svoje interese (plače, nagrade, bonusi, razne bonitete itd.) na račun interesov drugih udeležencev oziroma predvsem na račun lastnikov;
- managersko hipotezo. To je hipoteza, po kateri so managerji motivirani, da predvsem povečujejo velikost svojih podjetij. Poskušajo maksimirati rast ob neki zadovoljivi rentabilnosti. Managerji nekako izkazujejo tendenco po tem, da bi zadržali in reinvestirali čim večji del denarnega toka podjetja, saj tako krepijo svojo moč glede na ostale udeležence podjetja;
- hipotezo precenjenosti. To hipotezo je oblikoval Roll in izhaja iz predpostavke, da managerji zagrešijo napake pri ocenjevanju učinkov prevzema, ki so posledica »živalskega nagona« in pretiranega oziroma arogantnega ponosa. Hipoteza predpostavlja popolno učinkovitost trga kapitala, saj cene delnic odražajo vse dosegljive informacije. Tržna cena ciljnega podjetja torej odraža tudi njegovo dejansko vrednost. Visoka vrednost ponudbe za prevzem, ki presega dejansko vrednost podjetja, je torej posledica pretiranega samozaupanja podjetja prevzemnika;
- strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju. Združitve in prevzemi so načini rasti, s katerimi so se podjetja prilagodila spreminjajočemu se poslovnemu okolju. S tem načinom so podjetja poskušala izkoristiti nove poslovne priložnosti, po drugi strani pa hkrati zmanjšati nevarnosti na trgu;
- hipotezo tržne moči. Tržna moč je pogosto motiv za prevzem. Ugotavljamo jo lahko s tržno koncentracijo, ovirami za vstop v panogo z diverzifikacijo podjetij in diferenciacijo izdelkov. Povečevanje tržne moči je verjeten motiv za prevzem podjetja predvsem v primeru razvijanja strategije s prevzemom konkurenčnega podjetja;

- davčne razloge. Davčni razlogi so eni izmed pogosto omenjenih razlogov za prevzem podjetja. Odvisni so od specifičnosti davčnih sistemov glede na posamezno državo.
- hipotezo različnih pričakovanj. Gort je oblikoval hipotezo, ki pojasnjuje prevzem z različnimi pričakovanji glede prihodnjega denarnega toka in s tem tudi glede sedanje vrednosti delnic. Različne informacije, različno vrednotenje informacij in različne stopnje pesimizma oziroma optimizma glede prihodnosti podjetja privedejo do različnih mnenj med delničarji in potencialnimi delničarji;
- motive delničarjev prevzetih podjetij. Cilji lastnikov se med seboj velikokrat razlikujejo. Nekaterim je cilj dolgoročno uspešno poslovanje in rast podjetja, medtem ko je drugim pomembno le maksimiranje vrednosti svojega premoženja. Slednji se odločajo za prodajo svojih deležev takoj, ko dobijo dovolj dobro ponudbo za odkup.

Walters (1993, str. 218) deli prevzemne motive podjetij na dve ločeni skupini. V prvi skupini so motivi, katerih cilj prevzema ni povečevanje učinkovitosti s prevzemom. Mednje sodijo:

- doseganje monopola v neki panogi in posledično onemogočanje vstopa novih konkurentov v panogo,
- managerski motivi (sindrom graditve imperija, nagnjeni k maksimiranju lastnih koristi),
- izogibanje davkom.

V drugo skupino pa je uvrstil motive, katerih cilj prevzema je povečevanje učinkovitosti po prevzemu oziroma prek prevzema:

- sinergije med podjetjema, ki izhajajo iz ekonomije obsega,
- discipliniranje managementa oziroma vodstva,
- finančni motivi: razpršitev, prepoznavanje in posledično izkoriščanje ugodnosti prevzema,
- preprečitev oportunitizma.

Najpogostejši motivi, zaradi katerih naj bi podjetja postala tarče prevzemov in jih v svoji raziskavi opredeljuje Bešter (1996, str. 100), so:

- pridobitev tržnega deleža, ki ga ciljno podjetje obvladuje v Sloveniji,
- hiter vstop na slovenski trg (v primeru tujega prevzemnika, v primeru Heliosa celo na evropski trg, prek slovenskega podjetja),
- kakovost kadrov ciljnega podjetja,
- tržno zanimivi izdelki ciljnega podjetja,
- pričakovane sinergije v povezovanju poslovnih aktivnosti podjetij,
- pričakovane finančne sinergije,
- posredni nakup distribucijskih kanalov ciljnega podjetja,
- pričakovane ekonomije obsega,
- cenejša delovna sila,
- stabilen in relativno velik denarni tok v ciljnem podjetju.

Bešter (2000) motive razvrsti glede na sinergije, podcenjenost ciljnega podjetja in managerske motive (tabela 2).

*Tabela 2: Razvrstitev motivov za prevzeme podjetij – Lev*

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

*Vir: Bešter (2000, str. 30).*

#### 1.4 Možni učinki prevzema

Ključno vprašanje, ki si ga zastavljajo delničarji, zaposleni, managerji, politiki, ekonomisti in širša javnost, je, ali so koristi od prevzemov večje od njihovih stroškov in ali je mogoče doseči enake učinke na kak drug način, ki bi prinesel še boljše rezultate. Prevzemi v proces vključijo vse deležnike, in sicer so v proces vpeti: delničarji – lastniki, managerji – agenti, zaposleni, potrošniki, družba in država.

Različni interesi deležnikov privedejo do tega, da so posledično tudi prevzemni učinki na njih različni. Učinki si lahko nasprotujejo, vendar pa posamezne interesne skupine pridobijo koristi na račun izgube drugih. Različne raziskave prevzemov in njihovi učinki tako kažejo, da s prevzemom največjo korist pridobijo lastniki prevzetih podjetij na račun visokih prevzemnih premij. V primeru sovražnih prevzemov je ta premija še mnogo večja, prav tako pa se ta premija povečuje z večjim številom ponudnikov, ki med seboj konkurirajo (Bertoncelj, 2005, str. 41).

Lastniki in managerji lahko imajo v podjetju zelo različne cilje oziroma interese, zato sta funkciji vodenja in upravljanja v našem okolju ločeni. V številnih primerih je poklicna kariera managerjev pomembnejša od interesov lastnikov. To velja zlasti v prevzetih podjetjih, medtem ko sovražni prevzem za managerje prevzetega podjetja v večini primerov pomeni izgubo zaposlitve. Po drugi strani pa uspešen prevzem managementu prevzemnega podjetja prinese nagrado, zato je vpliv na managerje močno odvisen od strani, na kateri se nahajajo (Bertoncelj, 2005, str. 42).

Učinki prevzema pa se dotaknejo tudi zaposlenih v podjetju. V podjetju obstaja možnost, da pride do prerazdelitvenega učinka, pri čemer pridobijo delničarji na škodo zaposlenih. Zaposlenim v podjetju lahko znižajo plače, s tem pa se znižajo stroški podjetja, kar se odraža v boljšem poslovanju podjetja, poslovnem rezultatu in višji ceni delnic. Z vidika prerazdelitve koristi od zaposlenih na delničarje obstajajo tri temeljne razlage. Prva razlaga temelji na tem, da naj bi šlo za »prelomljeno obljubo« managementa zaposlenim. Zaposleni vlagajo v podjetje specifična znanja, zato se oblikuje nepisana – implicitna pogodba, po kateri imajo zaposleni pravico do višjih plač kot sicer. Druga razlaga izhaja iz učinkovite odprave monopolnih dohodkov zaposlenih, ki so imeli pred prevzemom previsoke plače, kar je podjetjem povzročalo nepotrebne dodatne stroške. Tretja razlaga pa se nanaša na nesposobnost managementa, ki se ni sposoben učinkovito pogajati s sindikati oziroma zaposlenimi in je tako kriv za njihove previsoke plače (Bešter, 1996, str. 94).

Razlika v učinkovitosti je najbolj splošna hipoteza in izvira iz predpostavke, da podjetja niso enako učinkovita. Iz nje izhaja načelo, ki pravi, da če se manj učinkovito podjetje priključi k bolj učinkovitemu, bo postalo učinkovitejše. V tem primeru se pojavijo tako zasebne kot tudi družbene koristi prevzema, ker se dviguje učinkovitost celotnega gospodarstva. Prevzem ima smisel, dokler se učinkovitost povečuje bolj, kot znašajo stroški prevzema in upravljanja novonastalega podjetja. Z rastjo se pojavijo diseconomije, ki vzpostavijo omejitve za nadaljnje prevzeme (Gugler, 2003, str. 648).

V skladu s hipotezo je moč pozitivne učinke prevzemov podjetij pričakovati, kadar so zahtevane izredno hitre prilagoditve okolju in prevzemi omogočajo dodatne naložbe s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (Kralj, 2003, str. 24).

Študija, ki je temeljila na opravljeni raziskavi prevzemov podjetij v Sloveniji, je izpostavila tri ključne dejavnike, ki so vplivali na končni učinek prevzemov (Lahovnik, 2005, str. 503–521):

- uspešni prevzemniki so imeli znanja in spretnosti, da so lahko izboljšali učinkovitost prevzetih podjetij;
- raven sodelovanja med obema vpletenima v prevzem se je razvila že pred končno prevzemno ponudbo. Prav slednje je bil nekakšen test, ali sta podjetji tudi organizacijsko združljivi. Prek tega predprevzemnega odnosa sta obe strani tudi lahko prepoznali skupne sinergije in ovire za njihovo doseganje;

- v večini primerov se je management ciljnega podjetja strinjal s prevzemom oziroma prevzemno ponudbo. Slednje je izkazovalo zaupanje managementa ciljnega podjetja do prevzemnika, da ima ta dovolj znanja in izkušenj, da bo po prevzemu dvignil produktivnost ciljnega podjetja in mu zagotovil tudi nadaljnji dolgoročni razvoj. Ta podpora je bila kritičnega pomena, saj je poslala pozitiven signal tudi vsem ostalim članom organizacije ciljnega podjetja.

Združitve in prevzemi, ki povečujejo učinkovitost pri združenih ali prevzetih podjetjih, vodijo v povečanje prodaje in zvišanje dobička novonastalega podjetja, medtem ko združitve ali prevzemi, ki povečajo tržno moč podjetja, vodijo v povišanje dobička, a hkrati zmanjšujejo prodajo podjetja (Gugler, 2003, str. 643).

## **1.5 Uspešnost glede na vrsto prevzema**

V Sloveniji in v svetu poznamo več vrst prevzemov: horizontalni, vertikalni, koncentrični in konglomeratni prevzem. Lahovnik (2013) navaja, da so najpogostejši horizontalni prevzemi, tj. prevzemi, ko gre za prevzem podjetja iz iste panoge. Najpogostejše razloge za tak prevzem vidi v izkoriščanju ekonomij obsega v proizvodnji in distribuciji z namenom zniževanja stroškov in povečevanja konkurenčnih prednosti. Hkrati se poveča tudi tržna moč podjetja prevzemnika. Države s protimonopolno zakonodajo omejujejo tržno koncentracijo z namenom ohranjanja konkurenčnih trgov. V Sloveniji je za to zadolžen Urad za varstvo konkurence.

Veliko literature o prevzemih pojasnjuje, da so povezani prevzemi zaradi sinergijskih učinkov učinkovitejši in produktivnejši kot nepovezani prevzemi. Strokovne analize, ki dokazujejo eno ali drugo, so spisale različne skupine avtorjev, katerih mnenja si dokaj nasprotujejo (Lahovnik & Malenković, 2011, str. 37).

Prva skupina avtorjev (Collis & Montgomery, 1998, str. 71) dokazuje, da so se dobro vodena podjetja posluževala strategije »sticking to the knitting«. To pomeni, da so vztrajala pri tistem, kar so dobro počela že pred prevzemom. Niso se spuščala na nova poslovna področja, kjer nimajo znanja in izkušenj. Singh in Montgomery (1987, str. 377) sta raziskovala konceptualno argumentiranje uspešnosti prevzemov, v katerih je obstajala povezanost med prevzemnikom in ciljnim podjetjem (horizontalni, vertikalni in koncentrični prevzemi). Povezana sta bila prek dejavnosti, proizvodov ali tehnologije. Tovrstni prevzemi podjetij, ki so med seboj povezani, naj bi ustvarili višjo dodano vrednost kot prevzemi med podjetji, ki med seboj niso povezani (konglomeratni prevzemi). Povezani prevzemi naj bi prav tako ustvarjali višje letne prihodke kot nepovezani. Prav tako naj bi s prevzemi več pridobila prevzeta podjetja v povezanih prevzemih. Simmonds (1990, str. 399) je uspešnost prevzemov pojasnjeval glede na širino in način prevzema, pri čemer je primerjal povezane prevzeme glede na notranje in zunanje ter nepovezane prevzeme glede na notranje in zunanje prevzeme. Ugotovil je, da so najslabši po učinkovitosti in uspešnosti prav nepovezani zunanji prevzemi. Bertonecelj (2005, str. 36) je mnenja, da uspešnejše prevzeme med podjetji

zasledimo pri sorodnih dejavnostih, zlasti če je osnovna dejavnost podjetja nišna. Pravi, da je moč zaslediti večjo možnost za uspeh pri povezavah v rastočih panogah, kjer trg za izdelke hitro raste in ni podvržen sezonskim vplivom.

Druga skupina avtorjev pa razlikovanje v uspešnosti prevzemov povezuje s trgi, na katerih nastopata prevzemnik in ciljno podjetje. Lecraw (1984, str. 179) ter Bettis in Hall (1982, str. 254) se manj nagibajo k povezavi uspešnosti prevzemov s povezanostjo oziroma nepovezanostjo med podjetjema.

Tretja skupina avtorjev pa dokazuje, da so celo učinkovitejša tista ciljna podjetja, ki so bila prevzeta v nepovezanih prevzemih. Chatterjee (1986, str. 119) in Little (1984, str. 34) navajata, da so se ciljna podjetja, prevzeta v nepovezanih prevzemih, v poprevzemnem obdobju odrezala bolje kot tista, ki so bila prevzeta v povezanih prevzemih.

Kovačič (2003, str. 640) združitve in prevzeme vidi kot prizadevanje podjetja, da bi izboljšalo svoj lastni ekonomski položaj. Pomembno je, da sta pri vsaki združitvi jasno opredeljeni vizija in strategija razvoja. Med najbolj razširjene in uspešne vrste prevzemov po njegovem mnenju spadata vodoravni (horizontalni) in navpični (vertikalni) prevzem.

Pri prevzemu pa sta za uspeh oziroma neuspeh procesa ključni predvsem dve fazi. Zelo pomembna je faza pred združevanjem, ko se obe vpleteni strani pripravljata na vse potrebno za izvedbo prevzema. Najpomembnejša faza pa sledi kasneje, to je faza poprevzemne integracije prevzetega podjetja, ki je ključna za uspešno poslovanje obeh vpletenih podjetij v prihodnosti in doseganje ciljev, ki si jih je prevzemnik zadal pred prevzemom (Habeck, Kröger & Träm, 2000, str. 16).

Drucker (2000, str. 16) je mnenja, da združitve ne sme temeljiti samo na finančnih pričakovanjih. Nekatera podjetja se združujejo zaradi drugih dejavnikov, kot je na primer zmanjšanje stroškov ali želja po večji in hitrejši rasti.

Uspešni prevzemi po mnenju Lahovnika (2003) temeljijo na strateškem pristopu. Pomembno je, da prevzemnik prispeva k izgradnji konkurenčnih sposobnosti prevzetega podjetja. Najboljša osnova je skupen *core business* za prenos poslovnih praks na prevzeto podjetje ali za povezovanje aktivnosti. Pomembna pa je tudi postopnost vstopa na nova poslovna področja.

Uspešen prevzem podjetja zahteva načrtovan, strokoven, voden, temeljit in skrben pregled ter primerno *pre-post* strategijo (Childs, 2007, str. 21). Najpomembnejše pri tem je, da je pregled opravljen dovolj temeljito, dovolj zgodaj in da nas seznani z vsemi pomembnimi dejstvi in tveganji v zvezi s ciljnim podjetjem (Herd & Perry, 2004, str. 12).

Uspešen prevzem danes pa ni niti malo primerljiv z uspešnim prevzemom v 90. letih prejšnjega stoletja. Takrat je namreč veljalo, da je bil prevzem uspešen, če so uspešno opravili prerazporeditev in znižali oziroma optimizirali stroške. Danes se poleg že naštetega

pričakuje še vsaj doseganje rasti združenih entitet po prevzemu in sinergijske učinke ali dodano vrednost (Herd & Perry, 2004, str. 12).

Lahovnik (2003) pravi, da so vertikalni prevzemi v Sloveniji redki, saj znižajo strateško fleksibilnost podjetja. Podjetje lahko prevzame bodisi enega od svojih kupcev (prevzem naprej) bodisi enega od svojih dobaviteljev (prevzem nazaj). Pri koncentričnem prevzemu je prevzemnik povezan s ciljnim podjetjem z osnovno tehnologijo, proizvodnim procesom ali trgi. V svetu je pred časom močno odmeval primer združitve podjetij AOL in Time Warner, ki se je sicer izkazal za neuspešen koncentrični prevzem. V Sloveniji pod to vrsto prevzema štejemo prevzeme Save Kranj. Ob tem pa Lahovnik (2003) poudarja, da približno polovica takih prevzemov propade. Konglomeratni prevzem je prevzem podjetja iz nepovezane panoge, podjetji pa med seboj nimata nikakršnih povezav in si med seboj ne konkurirata. Ti prevzemi so na razvitih kapitalskih trgih manj uspešni kot horizontalni, saj prevzemnik ne pozna dejavnosti, v katero vstopa. Najboljši primer takega prevzema v Sloveniji je bila diverzifikacija Autocommerca. Podjetja se za take prevzeme odločajo predvsem zato, da bi zmanjšala poslovna tveganja. Pri sovražnih prevzemih imajo praviloma zaradi visokih premij največ koristi delničarji ciljnega podjetja. Največji zmagovalci v Sloveniji so bili delničarji pivovarske zgodbe, ki so po visoki ceni prodali delnice Pivovarne Union.

Vsi prevzemi pa niso uspešni. Lahovnik (2003) kot dva najpogostejša razloga za neuspešnost prevzemov opredeli:

- podjetje je preveč plačalo za prevzeto podjetje, pri čemer je pocenilo sinergične učinke in ceno sprejelo na osnovi optimistične domneve glede prihodnjega razvoja,
- podjetje je vstopilo na trg, ki ga ne pozna in na katerega ne prinaša ustreznih veščin in virov.

## **1.6 Valovi združitev in prevzemov**

Združitve in prevzemi podjetij že celotno zgodovino predstavljajo nezanemarljiv del podjetništva, ki pomembno vpliva na razvoj globalnega trga in soustvarja razvitejše trge kapitala. Združitve in prevzemi podjetij so tako pomemben del preživetja in diverzifikacije poslovanja podjetij, ki prek združitev in prevzemov krepijo ter širijo strukturo svojega poslovanja.

Jurše (2014, str. 191) je mnenja, da so združitve in prevzemi podjetij najhitrejši odgovor na zahteve trga po hitrem razvoju novih proizvodov in tehnologij. V tranzicijskih državah so združitve ali prevzeme zelo pogosto uporabljali kot eno izmed učinkovitih oblik pospešene privatizacije državnih podjetij.



### 1.6.1 Prvi valovi združitve in prevzemov

Z zgodovinskega vidika je bilo prvi val kapitalskega povezovanja podjetij v obliki združitve in prevzemov moč čutiti že konec 19. stoletja (Bešter, 2000, str. 1).

Najintenzivnejši procesi združitve in prevzemov so bili značilni predvsem za ZDA. Prvo obdobje prevzemov v ZDA na prelomu stoletja lahko opredelimo kot monopolno na področju vodoravnega povezovanja. V drugem valu prevzemov (1922–1929) so sledili zlasti navpični prevzemi in v večini primerov gre predvsem za prevzeme z namenom vzpostavitve oligopolov. Ključni ekonomski dejavniki, ki so spodbujali val združitve in prevzemov v 20. letih 20. stoletja, so temeljili zlasti na tehnološkem razvoju v avtomobilski panogi in panogi radiodifuzije (Lahovnik, 2013, str. 22).

Veliko podjetij je s pomočjo združitve in prevzemov podjetij razvijalo strategijo razvoja proizvoda. Mnogo združitve in prevzemov je temeljilo na strategiji razvoja trga (predvsem v panogi prodaje živil), medtem ko je v rudarski in kovinskopredelovalni industriji prihajalo predvsem do vertikalnih kapitalskih povezav med podjetji (Lahovnik, 2013, str. 22).

V tem obdobju se je pojavila tudi prva večja združitve, vredna več kot milijardo dolarjev, ko se je v podjetju U. S. Steel združilo kar 785 ločenih podjetij (Gaughan, 1999, str. 21).

### 1.6.2 Združitve in prevzemi v Evropski uniji

Združitve in prevzemi v Evropi so se začeli predvsem kot posledica vse večje prisotnosti ameriških in azijskih podjetij, ki so predstavljala močno konkurenco evropskim podjetjem. Evropska podjetja so se morala odzvati na konkurenčno grožnjo, saj samostojno ne bi bila sposobna dostojno konkurirati prihajajočim podjetniškim velesilam.

Združitve in prevzemi v Evropi so določeni predvsem z razlikami v kulturi in poslovnih navadah. Tehnične in zakonodajne ovire so z enotnim trgom odpravljene, zato pa bodo etnične in kulturne ovire ostajale še nekaj časa (Lahovnik, 2013, str. 36).

V 80. letih je bilo povezovanje zahodnoevropskih držav vse tesnejše. To pa je pri podjetjih zunaj tega prostora povzročilo naraščanje interesa, da bi s pomočjo prevzema podjetja prodrli na enotni notranji trg. Naložbe podjetij iz ZDA v Evropsko unijo (v nadaljevanju EU) z namenom prevzema podjetja so tako v začetku 80. let znašale okoli 100 mrd. USD (Lahovnik, 2013, str. 37).

V letu 1998 so transakcije prevzemov in združitve v Evropi doživele ogromen dvig za 50 % in ob skupnem obsegu sklenjenih poslov za 1,2 trilijona dolarjev presegle obseg ameriških poslov. V istem letu je skupna svetovna vrednost transakcij dosegla 2,7 trilijona dolarjev, v letu 1999 pa že 3,4 trilijona dolarjev. Evropa je v tej fazi glede aktivnosti prevzemov in združitve postala enakovredna ZDA, ki je v preteklosti igrala dominantno vlogo (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 1).

Pred nedavno globalno finančno krizo, ki je vsa gospodarstva postavila pred velike izzive, je bilo moč opaziti val prevzemov predvsem v gradbenem, finančnem in farmacevtskem sektorju. Vse več podjetij iz omenjenih sektorjev se je namreč odločalo za rast s pomočjo prevzema. Sprva jih je k takšni odločitvi vodila želja po večjem tržnem deležu in rasti, po začetku globalne krize pa je bil primarni cilj prevzema predvsem zagotovitev preživetja podjetja s pomočjo zniževanja stroškov in povečevanja moči na padajočih trgih (Uljin, Djsters & Meijer, 2010, str. XI).

V državah EU urejajo področje prevzemov in združitvev z združitvenimi pravili in zakoni posameznih držav. Vse prevzeme, ki izpolnjujejo merila evropske dimenzije, mora obravnavati tudi Komisija EU. Vsaka združitev, ki izpolnjuje zahtevana merila, mora biti sporočena Komisiji EU. Če Komisija EU ugotovi, da obstaja trg, na katerem je ogrožena konkurenca zaradi predlagane združitve, lahko sama obravnava primer, da bi vzpostavila učinkovito konkurenco, ali pa zadevo prepusti nacionalnim oblastem države članice. Glede na zahtevana merila ni pričakovati, da bi Komisija EU posegala v kapitalske povezave. Pri meddržavnem prevzemu je vedno pristojen organ države, kjer ima sedež ciljno podjetje (Lahovnik, 2013, str. 138).

### 1.6.3 Združitve in prevzemi v Sloveniji

Tudi slovensko gospodarstvo je, sicer z manjšo zamudo, sredi 90. let prevzel val združitvev in prevzemov kot posledica vse močnejših globalizacijskih pritiskov. Nekatera slovenska podjetja so v kapitalskem povezovanju prepoznala priložnost za rast, za povečanje tržnega deleža doma in nekatera od njih možnost prodora na tuji trg. Najpomembnejša dejavnika, ki sta vplivala na značilnost prevzemov v Sloveniji, sta tranzicija in privatizacija. Najprej je bilo značilno predvsem združevanje, ki je bilo dirigirano in zakonsko prisiljeno. V ospredju so bila predvsem združevanja med trgovino in proizvodnjo. Danes pa so združitve in prevzemi predvsem ekonomsko usmerjeni.

Slovenska pravna terminologija po 580. členu Zakona o gospodarskih družbah loči prevzeme, združitve in spojitve (ZGD, 2008). Najpogostejše oblike so združitve in prevzemi.

Namen zakonodaje, ki pokriva prevzeme v Sloveniji, ni preprečevanje prevzemov, temveč omejevanje tistih aktivnosti udeležencev v prevzemih, ki bi lahko škodovala njihovim delničarjem in drugim udeležencem na trgu kapitala. Pravno podlago v Sloveniji sestavljajo naslednji zakoni: Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence in Zakon o prevzemih (Lahovnik, 2013, str. 137).

Kot že omenjeno, združevanje in prevzeme podjetij v Sloveniji urejajo Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD), Zakon o prevzemih (ZPre) in Zakon o varstvu konkurence (v nadaljevanju ZVK). ZGD (Ur. l. RS, št. 65/09) ureja združitev delniških družb kot pripojitev in kot spojitve. Združitev se opravi bodisi s prenosom premoženja na drugo družbo bodisi z ustanovitvijo nove družbe, na katero se prenese premoženje. Poleg tega ZGD

ureja še združitev komanditne delniške družbe in delniške družbe ter pripojitve družb z omejeno odgovornostjo delniški družbi ali komanditni delniški družbi. Druge združitve v ZGD niso urejene. V ZVK (Ur. l. RS, št. 18/93) so združitve in prevzemi obravnavani z vidika omejevanja konkurence. Po ZVK so prepovedana vsa dejanja, ki v nasprotju z zakonom omejujejo konkurenco na trgu ali nasprotujejo dobrim poslovnim navadam pri nastopanju na trgu ali pomenijo nedvomno špekulacijo.

Pomembno vlogo pri prevzemih imata tudi Javna agencija RS za varstvo konkurence (AVK) in Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), ki pri prevzemih nadzirata in preprečujeta pridobitev kontrolnega deleža prevzemnika na trgu, na primer z namenom preprečevanja pridobitve monopolnega položaja podjetij prek prevzemov ali namernega oškodovanja lastnikov ciljnega podjetja z nakupom pod ceno (Lahovnik, 2013, str. 144).

Lahovnik (2003) pravi, da je slovenska zakonodaja prijazna do managerskih odkupov. Model prevzema ljubljanskega BTC je po Lahovnikovih besedah šolski primer managerskega odkupa podjetja. Podjetje je kotiralo na organiziranem trgu. Prevzem sta nadzorovali tako Ljubljanska borza kot ATVP. Prevzem je potekal zelo transparentno. Lahovnik (2003) poudari, da sicer največ managerskih prevzemov poteka prek družb pooblaščenk, ki ob pridobitvi več kot 25 % deleža niso dolžne objaviti ponudbe za prevzem.

Velja, da je prevzem določene gospodarske družbe kompleksen postopek, v katerem sodelujejo različne osebe. V jedru gre za posebno pravno razmerje med družbo, ki bo prevzeta, in družbo, ki prevzema. Osrednji subjekt v postopku prevzema je ciljna družba, torej družba, v kateri si prevzemnik prizadeva za pridobitev več kot 25 % deleža glasovalnih pravic (Juhart, 2000, str. 39).

Bešter (2000, str. 10) je v svoji raziskavi med desetimi najpogostejšimi motivi prevzemnikov v Sloveniji za obdobje 1998–2002 odkril naslednje: ekonomija obsega in različne sinergije, hitro povečanje tržnega deleža in moči, hitra rast podjetja, pridobitve novih tržnih poti, dopolnitev oziroma zaokrožitev lastnega prodajnega programa, finančne sinergije, zmanjšanje stroškov prodaje in marketinga, hiter vstop v nove tržne segmente, pridobivanje novih prodajnih mest in neposredno izločanje konkurentov.

Prvi interes večjih tujih prevzemnikov v Sloveniji je zaznamoval prevzem Novartisa, ki je kupil enega izmed dveh največjih slovenskih farmacevtov, proizvajalca zdravil Lek. Prevzem je bil težak kar 950 milijonov dolarjev. V Sloveniji je bila narejena raziskava prevzemov podjetij, ki je zajemala vzorec prevzetih podjetij na podlagi naslednjih kriterijev (Lahovnik, 2005, str. 503–521):

- podjetje je moralo imeti vsaj 100 zaposlenih in vsaj 2 mio. USD prihodkov,
- podjetje ne sme biti banka ali kakšna druga finančna institucija in
- prevzem se je moral zgoditi v času od leta 1991 do 2000.

Tem kriterijem je ustrezalo 86 prevzemov v Sloveniji. Raziskava je nato temeljila na vzorcu 45 podjetij, kar je predstavljalo 52 % vseh prevzemov znotraj teh kriterijev. V 34 primerih je bil prevzemnik slovensko podjetje, v ostalih 11 primerih pa tuje. Raziskovalni vzorec je zajemal 31 horizontalnih prevzemov (prevzem med podjetjema, ki sta delovala v isti panogi), deset konglomeratnih prevzemov (prevzem med podjetjema, ki nista delovali v povezanih panogah) in štiri vertikalne prevzeme (prevzem med podjetjema, ki sta delovali na različnih stopnjah produkcije). Rezultati analize so pokazali, da so prevzemniki v večini primerov pričeli z radikalnimi strateškimi prestrukturiranjimi prevzetih podjetij v poprevzemnem obdobju. Prenos znanja in aktivnosti obeh podjetij se je odrazil prek reorganizacije trženja in ravnanja z zalogami podjetij ter prek programov usposabljanja vodstva prevzetega podjetja. Na splošno so bila ciljna podjetja zanimiva predvsem zato, ker so že imela dobro usposobljen management. Poleg tega so prevzemniki utrjevali vodstveno raven z enim ali pa morda dvema tujima strokovnjakoma na managerski oziroma nadzorni ravni. Tako so se izognili težavam zaradi različnih jezikov in še okrepili zaupanje zaposlenih v nove lastnike. V pravilno zastavljenih prevzemih so se tako prevzemniki izognili tudi radikalnejšim prestrukturiranjem. Slednje na način, da so lokalnim managerjem prevzetega podjetja dovolili, da obdržijo svoj tim sodelavcev, ki pa so se morali zavedati ambicij in poslovnih praks prevzemnika. V takšnih primerih so zaposleni v prevzetem podjetju nove lastnike dojemali kot pozitivne spremembe za podjetje in njih same. Niso jih dojemali kot grožnjo, temveč kot novo priložnost za napredek in razvoj podjetja. Nove lastnike so tako sprejeli kot strateške partnerje in ne »osvajalce«. Večina prevzemnikov se je osredotočila na jedro prevzetih podjetij. Odprodali so vse dele podjetij, ki niso sodili v njihov *core business*. Znebili so se posledične presežne delovne sile, v podjetja so lansirali svež kapital in okrepili ponudbo prevzetih podjetij na obstoječih trgih prek novih proizvodov/storitev. V tretjini primerov se je število zaposlenih v prevzetem podjetju po prevzemu zmanjšalo vsaj za 10 %. Pri primerjavi letnih prihodkov prevzetih podjetij so se strateška prestrukturiranja pri vseh razen pri treh izkazala kot pozitivna in blagodejna za rast prihodkov. Združevanje sinergij (znanja, aktivnosti, izdelkov, storitev itd.) se je po prevzemih izkazalo kot pozitivno v obliki rasti produktivnosti prevzetega podjetja. Najpomembnejši motivi za prevzeme podjetij so bili v večini primerov realizirani. Pokazalo se je tudi, da se je zasledovanje določenega glavnega motiva odražalo tudi v izpolnjevanju ostalih motivov za prevzem nekega podjetja. Na primer, deljenje dejavnosti podjetij se je odražalo tudi v komplementarnosti virov med podjetjema in maksimiranju dobička. Tudi zasledovanje maksimiranja dobička prevzemnika se je odražalo v strateških spremembah poslovnega okolja, prenosa znanja in deljenja dejavnosti podjetij. Študija je pokazala, da je do dezinvestiranja po prevzemih prišlo zgolj v treh primerih. Tako je možno zaključiti, da je stopnja dezinvestiranja po prevzemih nizka oziroma da prevzemne strategije v večini primerov pomenijo rast vrednosti za prevzeta podjetja (Lahovnik, 2005, str. 503–521).

## 2 ANALIZA PREVZEMA HELIOSA

### 2.1 Predstavitev podjetja Helios

Začetki skupine Helios segajo v davno leto 1924. Pred prevzemom je imela Skupina Helios 15 proizvodnih obratov, 145.000 m<sup>2</sup> proizvodnih površin, 30 lastnih prodajnih predstavništev in 50 partnerjev. Oskrbovali so več kot 15.000 strank v 40 državah sveta. Kar se je začelo leta 1924 kot majhna obrtniška delavnica s proizvodno zmogljivostjo 150 ton barv in lakov za potrebe domačega trga, se je v 90. letih razvilo v vodilnega proizvajalca barv z jasno usmeritvijo za prihodnjo rast. Zaposleni v skupini Helios so dan za dnem razvijali in proizvajali izdelke ter rešitve. Podjetje si je prizadevalo razvijati in tržiti inteligentne, kupcem prilagojene rešitve in kakovostne izdelke, ki polepšajo videz in podaljšajo uporabnost (Helios, d. d., 2015).

Danes je Helios član globalne premazniške skupine. V podjetju imajo visoke standarde, obširen *know-how*, strast do inovacij in željo po nenehnih izboljšavah. Helios je član Skupine Kansai Paint, vodilnega svetovnega proizvajalca barv in premazov, ki s proizvodnjo, distribucijo in prodajo oskrbuje kupce po vsem cvetu. Znanost, rast in zanesljivost so najpomembnejše vrednote, ki jih odraža Alesco, vodilna znamka družbe Kansai. Te vrednote usmerjajo v vsakodnevno poslovanje in dodano vrednost, ki se ustvarja v vseh podjetjih Skupine Kansai Paint, tudi v Heliosu. Stremijo k temu, da bi jih kupci prepoznali kot družbo, ki zagotavlja najboljšo kakovost celotnega spleta: *know-howa*, tehnologije, značilnosti, uporabnosti in storitev za kupce. Odgovornost podjetja teži k trajnostnemu razvoju, tesnemu sodelovanju z lokalnimi skupnostmi (še posebej se osredotočajo na otroke, saj se v podjetju zavedajo, da so ključnega pomena za našo skupnost in boljšo prihodnost) in zagotavljanju varnosti (Helios, 2018).

#### 2.1.1 Zgodovina

Helios Domžale, d. d., je bilo obvladujoče podjetje Skupine Helios. Skupina Helios je vključevala proizvodna in trgovska podjetja v kar 18 državah po vsej Evropi.

Podjetja, ki so spadala v Skupino Helios, so bila dejavna predvsem na področjih proizvodnje premazov, kitov, lakov in črnih za različne tiskalnice. Ukvarjala so se tudi s prodajo na drobno, predvsem barv in ostalih kemičnih snovi, poleg omenjenega pa še s proizvodnjo škroba in izdelkov iz škroba ter različnih lepil, namenjenih široki potrošnji, industriji in obrti. Celotna ponudba izdelkov je vključevala dekorativne premaze (predvsem prodaja na drobno), avtoreparaturne premaze, premaze za kovinske konstrukcije in izdelke, umetne smole, praškaste premaze, premaze za cestne talne označbe, premaze za izdelke iz lesa ter premaze za proizvajalce opreme v svetu avtomobilizma (Ring International Holding, 2014).

Dejavnosti celotne skupine Helios so obsegale (Ring International Holding, 2014):

- podjetniško in poslovno svetovanje,
- dejavnost holdingov,
- proizvodnjo barv za prekrivanje, lake, mase za kitanje in barve za tiskanje,
- trgovino na drobno z laki ter drugimi kemičnimi sredstvi in barvami,
- trgovino na debelo s ponudbo kemičnih proizvodov,
- proizvodnjo izdelkov iz škroba in tudi škrob sam,
- proizvodnjo lepil, namenjenih industriji, obrti in tudi širši potrošnji.

V nadaljevanju sledi kratka predstavitev zgodovine podjetja Helios od začetka (1924) do danes (Helios, 2018):

– **1924 – začetki Heliosa**

Začetki Heliosa segajo v leto 1924, ko je bila ustanovljena delniška družba Ljudevit Marx, Tovarna lakov Domžale. To so bili začetki proizvodnje lakov in barv v že takrat naprednem industrijskem načinu tako za domači kot tuji trg.

– **1940 – proizvodnja preživi drugo svetovno vojno**

Podjetje z 22 zaposlenimi delavci je proizvedlo približno 220 ton različnih izdelkov. V tovarni so imeli 17 kotlov za kuhanje lakov, 16 mlinov za mletje barv, tri mešalne naprave, dve centrifugi in polnilno napravo. Proizvodnja, ki je z manjšo zmogljivostjo obratovala tudi med drugo svetovno vojno, je že imela svoj laboratorij.

– **1954 – sprememba imena družbe v Helios**

Potem ko je podjetje šlo skozi številne statusne in organizacijske spremembe v obdobju po drugi svetovni vojni, je končno postalo neodvisno in je ime spremenilo v Helios, Tovarna lakov Domžale.

– **1971 – Heliosovo osredotočanje na program »sintetične smole«**

Podjetje je poudarek posvetilo povečanju zmogljivosti pri proizvodnji sintetičnih smol, vključno s pripadajočo infrastrukturo. Gradnja sodobne proizvodne enote za sintetične smole je hkrati omogočila gradnjo stavbe, namenjene proizvodnji pigmentnih premazov.

– **1981 – Helios prične z osvajanjem tujih trgov**

Helios je uspešno zakorakal na tuja tržišča. Delež proizvodnje, namenjene izvozu na tuja tržišča, je tako že predstavljal okoli 60 % celotnih proizvodnih zmogljivosti. Največji del izvoza je bil usmerjen na trg Sovjetske zveze. Istočasno je podjetje postalo tudi vodilno podjetje v Jugoslaviji na področju proizvodnje barv in premazov. V tistem času, natančno v letu 1979, je že bilo ustanovljeno novo in moderno raziskovalno središče.

– **1994 – Helios s poudarkom na varnosti in ozaveščenosti**

Helios je postavil prioritete pri naložbah in jih usmeril v prenovu proizvodnje in skladiščnih zmogljivosti. Poleg tega se je Helios osredotočal tudi na širitev svojih trgov prek ustanovljenih predstavništev in družb v tujini. Sledile so tudi nove naložbe v višje standarde kakovosti, požarne varnosti in ekološke ozaveščenosti.

– **1995 – Helios postane delniška družba**

Helios je bil vpisan v register podjetij in je postal delniška družba. Prvo uradno srečanje delničarjev Heliosa je bilo 26. 6. 1996.

– **1998 – Helios ustanovi sklad za TQM in »Clean Water«**

Helios je začel uvajati in izvajati projekt notranjega izobraževanja zaposlenih in projekt ustanovitve skupnega ravnanja s kakovostjo. Podjetje je poleg omenjenih začelo izvajati še projekt trajnostnega napredka. Ustanovljen je bil Heliosov ekološki sklad v sodelovanju z Ministrstvom RS za okolje, prostor in energijo z namenom izvajanja projektov čiščenja kraških jam ter revitalizacije lokalnih vodnjakov in vodnih virov.

– **2003 – razširitev zmogljivosti Heliosa**

Leto sta zaznamovala razvoj in realizacija številnih strateških projektov. Konstruirani sta bili nova lakirnica in razpršilna komora. Z novim reaktorjem je bila obogatena proizvodna enota sintetičnih smol, medtem ko je bila proizvodna enota za pigmentne premaze v celoti prenovljena. V operativno stanje so prešle nove proizvodne zmogljivosti za barve, namenjene cestnim oznakam. Zaključena pa je bila tudi nova proizvodna enota za gradbene premaze, skupaj z izboljšanimi zmogljivostmi skladiščnih prostorov.

– **2007 – obdobje Heliosovih prevzemov podjetij**

Od leta 2001 pa vse do leta 2007 je Helios prevzel velika podjetja s področja premazov. S tem je pridobil pomemben tržni delež na trgu nekdanje Jugoslavije in v regiji CIS oziroma državah nekdanje Sovjetske zveze. Helios je izvedel prevzeme podjetij Chromos (leta 2001), Zvezda (2003), Color Medvode (2004), Odilak (2006) ter Belinka in Avrora (2007).

– **2008 – razširitev in obnova na sedežu Heliosa**

Zaključeni so bili nekateri projekti Heliosa, ki so se nanašali na razširitev in obnovo. Na lokaciji v Količevem (sedež družbe) je bila zaključena modernizacija proizvodne enote za pigmentne premaze, postavitve modernega skladišča in rekonstrukcija ostalih proizvodnih linij.

– **2014 – Helios prevzet s strani RIH**

Avstrijski RIH je postal strateški partner in novi večinski lastnik slovenske premazniške skupine Helios Domžale, d. d. Helios je postal prvo prevzeto podjetje s seznama 15 podjetij, namenjenih privatizaciji, v Sloveniji. RIH je imel dolgo zgodovino uspešnih prevzemov in združitvev podjetij, ki se ukvarjajo s premazi in so priznana.

– **2016 – končana konsolidacija med Heliosom in RIH**

Združitev Heliosa in RIH je bila končana. Novo, povečano podjetje Helios s sedežem v Sloveniji ima podjetja in proizvajalce v 18 državah sveta. Helios ostaja vodilna blagovna znamka, ki ima znanje, kakovost in tradicijo v industriji premazov. Podkrepljena je z novimi prednostmi, sinergijami in višjo stopnjo usmerjenosti v kupce. Podjetje deluje med desetimi največjimi podjetji v Evropi, ki se ukvarjajo s premazi. Ohranja tudi vizijo, da nekoč postane eden izmed vodilnih ponudnikov premazov v Evropi.

– **2017 – Helios, član globalne skupine podjetij, ki se ukvarjajo s premazi**

S končno izvedbo transakcije na dan 31. 3. 2017 je Kansai Paint dokončno postal lastnik Helios Group. Pod strateškim lastnikom Helios predstavlja evropsko središče inovacij,

znanja in poslovnega razvoja ter s tem še krepi svoj položaj v evropski industriji premazov.

### 2.1.2 Upravljanje in vodenje

Dokler je bila lastnik skupine Helios država, je ta s svojim imetjem ravnala mačehovsko in neodgovorno, in sicer predvsem prek slabega korporacijskega upravljanja podjetij in zgrešenih strateških odločitev vodstva, ki se je v zadnjem obdobju pred prevzemom s strani Avstrijcev osredotočalo celo na trge držav tretjega sveta pod pretvezo, da gre za novo strategijo, ki ima velik potencial za celotno skupino. V resnici je takratna uprava pod zunanjo sliko, namenjeno javnosti, le prikrivala lastno nesposobnost in napake, ki so pustile škodljive posledice, kar pa je še poslabšala takratna gospodarska kriza. Kasneje je bilo takratnemu vodstvu težko priznati usodne strateške odločitve, zato so celo vztrajali v tej smeri.

Lastniški deleži največjih delničarjev (tabela 3) pred prevzemom s strani RIH se v letu 2013 glede na prehodno leto niso spreminjali. Največjih deset delničarjev je imelo v lasti 81,41 % delnic, kar predstavlja 226.688 delnic. Skupno je imel Helios 278.446 delnic, od tega jih je bilo 9,29 % v lasti fizičnih oseb (Ajpes, 2013).

*Tabela 3: Največjih deset delničarjev Skupine Helios v letu 2013*

| <b>Največjih deset delničarjev</b>    | <b>Število delnic</b> | <b>Delež v %</b> |
|---------------------------------------|-----------------------|------------------|
| Zvon Ena Holding, d. d. – v stečaju   | 90.644                | 32,55            |
| Slovenska odškodninska družba, d. d.  | 26.563                | 9,54             |
| Modra zavarovalnica, d. d.            | 23.126                | 8,3              |
| Triglav Vzajemni skladi               | 23.088                | 8,29             |
| Nova KBM, d, d,                       | 16.000                | 5,75             |
| NFD 1, mešani fleksibilni polsklad    | 14.522                | 5,22             |
| Skupina Helios                        | 9.711                 | 3,49             |
| UniCredit Bank Austria AG – fiduciami | 9.313                 | 3,34             |
| Heldom, d. d. – v likvidaciji         | 8.599                 | 3,09             |
| Zavarovalnica Triglav, d. d.          | 5.122                 | 1,84             |
| <b>SKUPAJ</b>                         | <b>226.688</b>        | <b>81,41</b>     |

*Vir: Ajpes (2013)*

Najpomembnejša razlika, ki se je ustvarila v Heliosu in je bila glavni razlog za razliko v ceni med obema prevzemoma, je bila ustvarjena po prvem prevzemu s strani RIH. Ta prevzem je Helios potisnil v obdobje prestrukturiranja in sanacije težav, ki so se nabrale zaradi neodgovornega in slabega korporacijskega upravljanja s strani RS kot lastnika in takratnega vodstva družbe.

V Heliosu so v letu 2013 proizvedli in prodali 144.000 ton izdelkov. Vrednostno to predstavlja 315.848.000 EUR čistih prihodkov od prodaje. Na trgih EU (brez Slovenije) so



ustvarili 44 % celotne vrednosti prodaje, sledijo države Skupnosti neodvisnih držav (SND): Armenija, Azerbajdžan, Belorusija, Kazahstan, Kirgizistan, Moldavija, Rusija, Tadžikistan, Uzbekistan) z 32 % in države nekdanje Jugoslavije z 12 %. V Sloveniji so ustvarili 9 % prodaje (Ajpes, 2013).

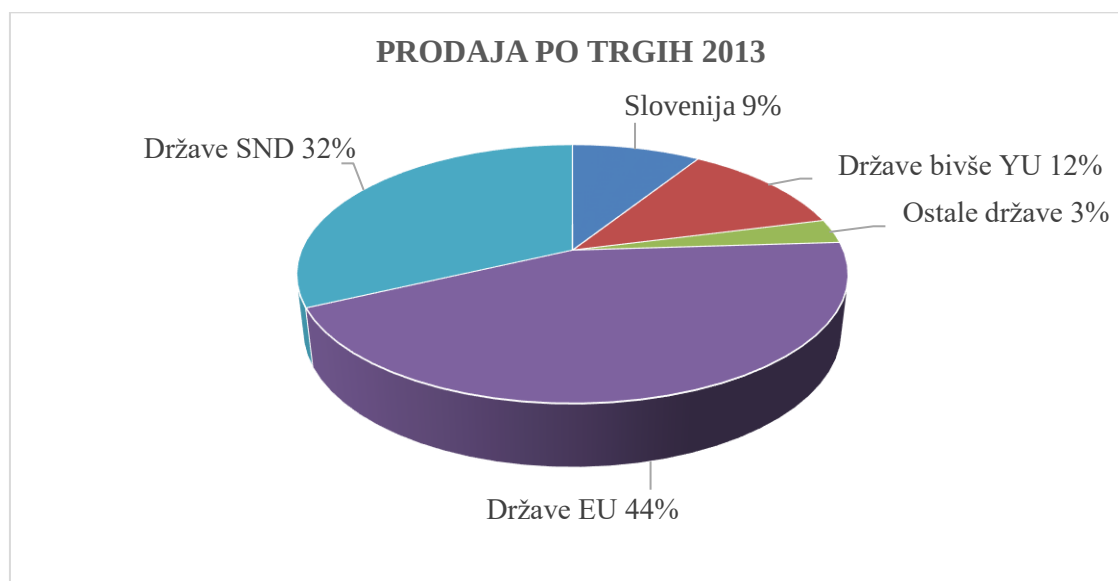
Skupina Helios je v letu 2013 dosegla skoraj 316 milijonov EUR čistih prihodkov od prodaje, kar je 8 % manj kot leto pred tem. Gospodarsko okolje v tem času je bilo na vseh ciljnih trgih Skupine Helios relativno slabo. Poleg padanja bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) in občutnega padanja gradbene aktivnosti, ki je v Skupini Helios eden izmed pomembnih generatorjev gospodarske aktivnosti, so bili priča tudi politični nestabilnosti med Ukrajino in Rusijo, izjemno pomembnima izvoznima trgoma Skupine Helios. Nekaj več so sicer v tem letu prodali Belorusiji, Kirgiziji, Uzbekistanu, tudi Latviji, a ne toliko, da bi lahko nadoknadili upad na dveh največjih trgih nekdanje Sovjetske zveze, Rusiji in Ukrajini. Tudi na nekdanjih jugoslovanskih trgih, vključno z domačim slovenskim trgom, na splošno ni bilo nekega vidnega izboljšanja prodaje. Nekaj več kot leto poprej in več, kot so načrtovali, so prodali le v Makedoniji, Črni gori in na Kosovu, a to so manjši trgi. Zadovoljiva je bila tudi prodaja na italijanskem trgu (Ajpes, 2013).

Poslovni izid iz poslovanja je v letu 2013 znašal 8,6 mio. EUR, kar je 21 % manj kot leto poprej, in je predstavljal 2,7 % prihodkov od prodaje. Čisti poslovni izid Skupine Helios v letu 2013 pa je bil kar za 69 % nižji kot v letu 2012. Znašal je 1,4 mio. EUR, kar je predstavljalo 0,4 % delež v prihodkih od prodaje (Ajpes, 2013).

Poleg tega so se v skupini Helios v letu 2013 močno povečali stroški surovin. Trg je postajal vse zahtevnejši in konkurenčnejši. Na trgu je vladala izjemno slaba plačilna disciplina, kar je povzročilo, da so morali odpisati kar nekaj terjatev za izdelke, ki so jih prodali (Ajpes, 2013).

Zaradi slabših poslovnih rezultatov glede na leto poprej in slabših napovedi glede gospodarske aktivnosti na vseh ključnih trgih so konec leta v Skupini Helios začeli izvajati različne ukrepe za znižanje stroškov. Med temi je bilo tudi prilagajanje števila zaposlenih v slovenskem delu Skupine. Poleg ukrepov na kadrovskem področju so se v letu 2013 dogovorili tudi o številnih drugih projektih, katerih cilj je bil izboljšanje poslovanja Skupine na dolgi rok. Optimizirali so distribucijo dekorativnega programa na nekaterih trgih in umaknili nekatere manj donosne programe z določenih trgov (Ajpes, 2013). Slika 3 prikazuje prodajo po trgih v letu 2013. Skoraj polovica celotne prodaje je bila znotraj EU.

*Slika 3: Prodaja po trgih 2013*



*Vir: Ajpes (2013).*

Na področju naložb so v letu 2013 skladno s poslovnimi rezultati dobro presojali njihovo upravičenost in se pred vsakim investiranjem odločali še toliko preudarnije. Sredstva so omejili za 10 % glede na leto poprej in za naložbe v osnovna sredstva namenili 10,8 mio. EUR. V tem letu je treba omeniti večje realizirane projekte, in sicer nove reaktorske linije za proizvodnjo veziv ter zagon polindustrijske naprave za razvoj proizvodnih postopkov v obratu umetnih smol na Količevem (Ajpes, 2013).

## **2.2 Ring International Holding – RIH**

Družba RIH, ki ima sedež na Dunaju, je družba, ki spada v Skupino RIH. Ring International Holding je zadolžen za rast celotne skupine podjetij, strateški razvoj njihovega poslovanja in tudi finančno podporo celotne skupine. Podporo zagotavlja tudi svojim hčerinskim družbam, predvsem na področjih informacijske tehnologije, komercialne, komunikacije, financ in pravnih podlag ter izvajanja kontrole. Vodstvo odvisnih družb v Skupini deluje popolnoma neodvisno (Ring International Holding, 2018).

Osnovna dejavnost družbe RIH AG s sedežem na Dunaju je holdinška družba Skupine Ring. RIH AG je odgovoren za rast Skupine Ring, strateški razvoj poslovanja in financiranje Skupine Ring; zagotavlja podporo hčerinskim družbam na področju informacijske tehnologije, nabave, komunikacije in trženja, prodaje, prava, financ in kontrolinga. Vodstvo odvisnih družb deluje neodvisno. Skupina Ring je dejavna na področju pisarniških izdelkov in premazov; omenjeni diviziji sta neodvisni (Alta, 2015).

Skupina RIH je dejavna predvsem na področju pisarniških in premazniških proizvodov. Ti dve diviziji sta med seboj neodvisni. Področje pisarniških izdelkov Skupine ponuja veziva,

pisarniške mehanizme z vzvodom in pripadajoče sestavne dele. Ponuja tudi različne fascikle, plastične vložke in spirale. Področje premazov v skupini proizvaja različne visokokakovostne premaze, ki so lahko v tekočem ali praškastem stanju (Ring International Holding, 2018).

Za izbrane donosne nišne trge po Evropi pa Skupina posluje tudi kot priznani prodajalec premazov na drobno (prodaja na drobno) in se osredotoča na izdelke, primerne za tovrstne potrošnike. Sem spadajo predvsem dekorativni premazi. Celotna ponudba izdelkov premazne divizije zajema industrijske premaze, premaze za cestne talne označbe, premaze kot zaščito pred korozijo, premaze za železniško infrastrukturo, premaze, odporne na višje temperature, in tudi praškaste premaze (Ring International Holding, 2018).

Področje premazov skupine RIH upravlja družba Remho Beteiligungs GmbH. Upravlja ga prek različnih podrejenih oziroma hčerinskih družb, kar zajema vsa podjetja, ki delujejo pod skupnima imenoma Rembrandtin in Ecopolifix (Ring International Holding, 2018).

Imetniki delnic oziroma poslovnih deležev prevzemnika, ki imajo deset in več odstotni delež glasovalnih pravic:

- Oxhauth Ltd, Suite 100, 25 Upper Brook Street, GB-London W1K 7QD: 66.989 delnic oziroma 55,6 % lastništvo,
- BAST Unternehmensbeteiligungs AG, 1010 Wien, Wipplingerstrasse 35: 15.940 delnic oziroma 13,2 % lastništvo,
- LMOS Beteiligungs GmbH, 4020 Linz, Am Winterhafen 11: 12.043 delnic oziroma 10,0 % lastništvo,
- IKB Equity Capital Fund GmbH, Wilhelm-Botzkes-Strasse 1, D-40474 Dusseldorf: 11.290 delnic oziroma 9,4 % lastništvo,
- Oberbank PE Beteiligungen GmbH, 4020 Linz, Hofgasse 1: 7.084 delnic oziroma 5,9 % lastništvo,
- Invest Unternehmensbeteiligungs AG, 4020 Linz, Europaplatz 5a: 7.084 delnic oziroma 5,9 % lastništvo.

Skupaj imajo 120.430 delnic oziroma 100,0 % lastništvo (Alta, 2015).

### 2.2.1 Zgodovina

V nadaljevanju je predstavljena zgodovina RIH od začetkov (1844) do prevzema Heliosa (Ring International Holding, 2018):

- **1844:** Podjetja v skupini RIH tvorijo zgodovino, dolgo več kot 150 let. Podjetje Chris Lacke, ki je najstarejše podjetje v skupini RIH, je bilo ustanovljeno leta 1844. Kasneje, leta 1876, je to podjetje že prvič nastopilo na področju premazov. Korenine skupine RIH na področju izdelave veznih mehanizmov z vzvodom (mape, fascikli in drugo) segajo v

leto 1891, ko jih je začelo proizvajati danes njihovo podjetje Interkov. Devet let kasneje je bilo ustanovljeno avstrijsko podjetje Koloman Handler, ki je del skupine RIH. Leta 1937 je podjetje Rembrandtin Lack odprlo majhno tovarno premazov v kraju Donaufeld na Dunaju. Slovensko podjetje Niko, ki je prav tako del skupine RIH, pa je svoje prve korake na področju izdelave veznih mehanizmov z vzvodom naredilo leta 1946.

- **2001:** Današnja skupina RIH je v tistem času prevzela pravice blagovne znamke Koloman Handler AG, avstrijskega proizvajalca veznih mehanizmov za mape, fascikle in drugo, ki je imelo že takrat več kot 100-letno tradicijo. S tem je bil postavljen temelj razvoja skupine podjetij RIH. Od takrat je korporacija nadaljevala s hitrim razvojem in rastjo.
- **2002: Postanejo največji proizvajalec veznih mehanizmov (mape, fascikli in drugo).** V letu 2002 je vodstvo naredilo drzno in pomembno potezo. S prevzemom družbe Bensons je RIH postal ne le vodilni proizvajalec na področju veznih mehanizmov v Evropi, temveč tudi globalno aktivni distributer obročastih veznih mehanizmov in dodatkov. V letih, ki so sledila, je korporacija nadaljevala z izjemno rastjo in razvojem, s čimer so dosegli 47 milijonov EUR prihodkov od prometa že v letu 2005.
- **2006: Postane vodilni na avstrijskem trgu na področju cestnih talnih označb in premazov proti koroziji.** Skupina RIH je v letu 2006 ustanovila še drugi poslovni steber, z odprtjem oddelka za premaze. V skupino RIH je bilo dokončno vpeto tudi podjetje Rembrandtin Lack, ki je bil dolgoročni proizvajalec premazov. S tem je skupina pridobila dve področji delovanja, to sta postali področje proizvodnje pisarniškega materiala in premazov.
- **2007: Dosežejo skoraj 50 % tržni delež v Evropi na področju proizvodnje veznih mehanizmov z vzvodom (za mape, fascikle in drugi pisarniški material).** V letu 2007 se je skupina znatno razširila prek integracije štirih podjetij. RIH je kupil deleže v podjetju Interkov, vodilnem češkem podjetju na področju veznih mehanizmov z vzvodom, in v podjetju Niko, ki je bilo aktivno na istem področju, s sedežem v Sloveniji. Skupaj sta podjetji pokrili velik tržni delež v Evropi. Poleg omenjenih je bilo od leta 2007 del skupine RIH tudi podjetje Christ Lacke s sedežem v Linzu. Kot zadnje je bilo prevzeto še podjetje Rembrandtin Powder Coating iz Nemčije.
- **2008:** Skupina RIH je tudi v nadaljevanju ostala zvesta svojemu načinu delovanja in je v letih 2008 in 2009 pridobila večinski del delnic družbe Niko in družbe Fritze Lacke. Kupila je tudi delnice in s tem pridobila delež v italijanskem proizvajalcu praškastih premazov Ecolifix. Do konca leta 2008 je skupina že ustvarjala prihodke od prodaje v višini 149 mio. EUR. Večinski del teh prihodkov od prodaje je ustvarila proizvodnja pisarniškega materiala (vezni mehanizmi in vezni mehanizmi z vzvodom).
- **2010–2013: Obdobje konstantne rasti.** V letu 2010 sta bili v skupino uspešno vpeti še podjetji Rembrandtin Farbexperte (prej Farbteam) in pph Kunststofftechnik. Od začetka leta 2011 je podjetje Ecolifix postalo 100 % član Skupine RIH. Od leta 2012 je del skupine postalo tudi podjetje HWB Kunststoffwerke. S pridobitvijo poslovnih dejavnosti industrijskih premazov in oddelkov za plošče, narejene iz pločevine, podjetja Conti

Industrial Coatings GmbH, hčerinske družbe Chemische Werke Kluthe GmbH, so še dodatno okrepili lastni sektor premazov.

- **2014:** V letu 2014 je avstrijski RIH postal novi večinski lastnik delnic podjetja Helios Domžale, d. d., ki se je ukvarjalo s proizvodnjo premazov in barv. S tem je dokaj mladi industriji uspelo prevzeti prvo izmed 15 podjetij v Sloveniji, ki so bila na seznamu načrtovanih za privatizacijo. S celotnimi prihodki od prometa v višini 450 mio. EUR in skupno proizvodno zmogljivostjo skoraj 170.000 ton tekočih in praškastih premazov, smol in okrasnih premazov ter skupaj 15 proizvodnimi lokacijami je bila skupina Helios med prvimi desetimi evropskimi proizvajalci premazov.

### 2.2.2 Upravljanje in vodenje

V avstrijskem RIH so po prevzemu najprej pričeli s prestrukturiranjem in sanacijo družbe, kar je pomenilo naslednje poteze:

- opustitev zgrešene strategije usmerjanja na trge držav tretjega sveta, kot je bila na primer Brazilija,
- opustitev nerentabilnih programov, ki niso upravičevali nadaljnjega vzdrževanja, saj koristi niso upravičevale stroškov,
- posledično odpuščanje dela zaposlenih v skupini, kjer so bili usmerjeni v opuščene programe,
- zniževanje neto dolga Heliosa, ki so ga uspeli znižati za okoli 20 % celotnega neto dolga;
- zniževanje stroškov, povezanih z dolgovi, kar je posledica zniževanja neto dolga,
- dvig produktivnosti skupine in posledična rast EBITDA,
- dvig končnega čistega dobička.

Novi avstrijski lastniki, pri prevzemu podprti z ameriškim kapitalom, so poskrbeli predvsem za boljše korporacijsko upravljanje. Slednje je močno izboljšalo stanje celotne skupine podjetij in se odrazilo v višji vrednosti skupine za strateškega kupca. Po doseženi končni sanaciji in prestrukturiranju, kar je Skupino pripeljalo v boljšo kondicijo in naredilo zanimivejšo za strateškega kupca, so se avstrijski lastniki usmerili v nadaljnjo prodajo Heliosa.

## 2.3 Kansai Paint

Misija podjetja oziroma skupine Kansai Paint je, da bi nadgradili verodostojnost skupine prek priznanja širše javnosti in ustvarili omembe vreden prispevek k družbi prek zagotavljanja proizvodov in storitev, ki bodo maksimalno zadovoljili želje in pričakovanja njihovih strank. Želijo si izgraditi lastno znanje in si prizadevati pri razvoju predvsem tehnoloških naložb, s čimer bi izboljšali uspešnost skupine. Želijo izkoristiti združena znanja in prizadevanja vseh članov skupine Kansai Paint z namenom povečevanja donosnosti skupine (Kansai Paint, 2018).

Osnovne dejavnosti celotne skupine Kansai Paint obsegajo (Kansai Paint, 2018):

- izdelavo in prodajo vseh vrst barv in barvnih premazov,
- oblikovanje, zasnovno, izdelavo in končno trženje premazne opreme,
- izvajanje slikarskih del in nadzora nad izvajanjem teh del,
- oblikovanje barvnih shem,
- oblikovanje, izdelavo in trženje izdelkov s področij biotehnologije in elektronskih polj.

### 2.3.1 Zgodovina

Zgodovina Kansai Paint od začetkov (1900) do danes (Kansai Paint, 2018):

- **1900–1960:** Podjetje Kansai Paint je bilo ustanovljeno v mestu Amagasaki. Začelo je s proizvodom Celva, ki je bil prvi lak, kadarkoli izdelan na Japonskem. Nato so odprli pisarno in tovarno v Tokiu ter dokončali stavbo, kjer je sedež družbe v Osaki. Kasneje je sledilo odprtje tovarn v mestih Hiratsuka in Nagoya. Dokončali so tudi tehnično-raziskovalno središče v Hiratsuki. V Singapurju je bilo ustanovljeno tudi podjetje United Paints Pte Ltd (trenutno Kansai Paint Pte Ltd.) po modelu skupnih vlaganj ter podjetje Kansai Paint Co Ltd na Tajskem.
- **1970–1980:** Odprli so tovarno Kanuma, maja 1974 pa ustanovili še Kansai Paint H.K. Ltd v Hongkongu. Začeli so tržiti proizvod ASCA s snovjo, ki je temeljila na vodno-atmosferski sušilni osnovi sintetične smole. Poleg tega so začeli tržiti tudi proizvod FANTAC, ki je služil kot označevalni film. Ustanovljeno je bilo podjetje Kansai Paint Co Ltd na podlagi skupnih vlaganj v Tajvanu. Dokončali so Color Research Center, njihovo raziskovalno središče v Hiratsuki, danes imenovano Color Designing & Development Laboratory. Začeli so tržiti proizvod SONNE EDUV, ki je elektroterapevtski fotorezistor za tiskana vezja. Ustanovljeno je bilo podjetje Kansai Paint Inc v ZDA. Uvedli so novo blagovno znamko ALESCO. Ustanovljeno je bilo podjetje KDK Automotive Coatings Co Ltd na podlagi skupnih vlaganj v Koreji. Dokončano je bilo tudi njihovo aplikacijsko tehnološko središče, danes laboratorij za aplikacijske tehnologije v Hiratsuki.
- **1980–1990:** V ZDA je bilo ustanovljeno še eno podjetje, Du Pont-Kansai Automotive Coatings Inc, prav tako na osnovi skupnih vlaganj. Ustanovljena je bila tudi čezmorska hčerinska družba, Kansai Paint Europe Limited, ki je takrat začela delovati. Ustanovljeno je bilo podjetje Tianjin Kansai Paint & Chemicals Co Ltd, ki je bilo plod skupnih vlaganj v mestu Tianjin na Kitajskem. Dokončana je bila nova tovarna Ono in ustanovljeno je bilo še eno podjetje prek skupnih vlaganj, to je Shenyang Kansai Paint Co Ltd v mestu Shenyang na Kitajskem. Ustanovljeno je bilo središče avtomatiziranega ličenja v Hiratsuki. Prek skupnih vlaganj so bila ustanovljena še tri podjetja: Tianjin Beacon Kansai Paint & Chemicals Co Ltd v mestu Tianjin, Chongqing Kansai Paint Co Ltd v mestu Chongqing in Hunan Kansai Automotive Coatings Co Ltd v mestu Changsa. Vsa tri podjetja so bila ustanovljena na Kitajskem. Za njimi je bilo ustanovljeno še podjetje

Kansai Resin Co Ltd na Tajskem. V tem obdobju so razvili tudi nov proizvod, imenovan KP PEARL. Gre za nosilne kroglice, namenjene odstranjevanju biokatalizatorjev mikroorganizmov, ki so namenjeni naprednejši obdelavi odpadne vode. Ustanovljena je bila domača spletna stran in izdali so svojo prvo brošuro, imenovano »Geophysical Environmental Matters« oziroma »Geofizikalne okoljske zadeve«. Ustanovljeno je bilo še eno središče avtomatiziranega ličenja, imenovano Auto Refinishing Center West, v Amagasaki. Dokončali so laboratorij, namenjen razvoju novih tehnologij in proizvodov, ki je v Hiratsuki. V Tokiu so ustanovili urad za tehnično-poslovne zadeve in pričeli s trženjem proizvoda SONNE LDI za PDP, ki ustvarja neposredno sliko prek laserja. Prevzeli so še podjetje Goodlass Nerolac Paints Ltd iz Indije, ki je postalo hčerinsko podjetje. Razvili so tudi tehnologijo za recikliranje plastenk PET, ki služijo kot osnovna surovina.

- **1990–2000:** Razvili so prvi vodni premaz na Japonskem, ki je namenjen popravilu avtomobilov. V tem obdobju so vse njihove tovarne na Japonskem pridobile certifikat ISO 14001. Ustanovljena so bila podjetja P.T. Kansai Paint Indonesia, podjetje Ecosystems, ki je nastalo prek skupnih vlaganj s podjetjem Nippon Paint, podjetje NOF Kansai Marine Coatings Co Ltd in podjetje Kansai Paint Filipini Inc. Prevzeli so podjetje Sime Kansai Paint Sdn.Bh v Maleziji, ki je tam postalo njihova hčerinska družba. Ustanovljeni sta bili še podjetji Kansai Paint Sales Co Ltd in PPG Automotive Finishes za avtomobilске dele v ZDA, Kanadi in Združenem kraljestvu. Zaključili so gradnjo novega obrata za proizvodnjo premazov na vodni osnovi, ki je bil postavljen v Nagoyi. Sledila je sprememba imena podjetja KANSAI Marine Coatings Co Ltd v NKM Coatings. Sklenili so tudi ekskluzivno pogodbo za prodajo avtomobilskih premazov PPG kot edini na Japonskem. V nadaljevanju so prevzeli podjetja NKM Coatings Co Ltd, podjetje Guanzhou Kansai Paint Co Ltd in Kansai Paint Philippines Inc, ki je postalo hčerinsko podjetje. Poleg teh so prevzeli še podjetje Akzo Nobel Industrial and Automotive Coatings Industry ter tržno podjetje Trade A.S Turkey iz Turčije. V tem obdobju je bil ustanovljen tudi nov sedež skupine, kamor so se tudi takoj preselili. Sledila je konsolidacija podjetij Kansai Paint Sales Co Ltd, Kanpe Kyohan Kyusyu Co Ltd ter Kanpe Kyohan Shikoku Co Ltd, nato pa še konsolidacija podjetij Kansai Paint Sales Co Ltd in Kanpe Kyohan Hokkaido Co Ltd. Ustanovili so tudi podjetje Kanpe Ako Co Ltd.
- **Od 2000 do danes:** Prevzeli so podjetje Kansai Paint (Shenyang) Co Ltd, ki je postalo podružnica. Na Kitajskem so ustanovili podjetji Kansai Paint Investment Co Ltd in Chongqing Alesco Kansai Paint Co Ltd. Nato so prevzeli podjetje Freeworld Coatings Limited.as, ki je postalo podružnica, in ustanovili podjetje Kansai Alphanam Paint Co Ltd, prav tako kot podružnico. Konsolidirali so podjetje Kansai Paint Sales Co Ltd kot hčerinsko podjetje v popolni lasti. Prevzeli so podjetje P.T. Kansai Prakarsa Coatings, ki je postalo njihova podružnica, in ustanovili podjetje Cosco Kansai Paint & Chemicals Co Ltd v mestu Šanghaj na Kitajskem. V Tokiu so dokončali nove poslovne prostore znotraj svojega tehnično-poslovnega urada. Prevzeli so podjetje Kansai Paints Nepal Pvt Ltd kot konsolidirano hčerinsko podjetje. V tem obdobju je začelo poslovati njihovo podjetje Kanpe Color Center Co, na podlagi skupnih vlaganj pa so ustanovili še podjetje

DNT Kansai Mexicana S.A. de C.V. V Zimbabveju so kot hčerinsko podjetje kupili podjetje Astra Industries Ltd. Zatem so ustanovili podjetje Zhaoqing Kansai Shenglian Powder Coating & Technology Co Ltd in prevzeli podjetje Kansai PLC Sdn Bhd iz Malezije, ki je postalo podružnica. Ustanovili so še podjetje Japan Power Coating Manufacturing Co Ltd, podjetje Kansai Paints Lanka (Pvt) Ltd in podjetje Kansai Paint Co Ltd v Myanmaru.

### 2.3.2 Upravljanje in vodenje

Skupino Helios so torej po prvem prevzemu kasneje kupili Japonci oziroma japonski Kansai Paint, ki je Helios nato k svojemu portfelju podjetij pripojil kot svojo podružnico. Vloga te podružnice bo ena ključnih v Skupini, saj bo Helios igral tudi vlogo glavnega središča za raziskave in razvoj skupine Kansai Paint za celotno tržišče Evrope.

Korporacijsko upravljanje po nakupu s strani Kansai Painta bo prav tako kakovostno, saj je tokratni lastnik Heliosa strateg, ki ima dolgoročno vizijo ter bogato znanje in izkušnje. Upravljanje Heliosa bo tako usmerjeno v trajnostno rast in nadaljnji razvoj.

## 2.4 Postopek prevzema Helios – RIH

BNP Paribas je Skupino Helios 31. 5. 2013 informiral, da so pridobili dve zavezujoči ponudbi. Sledil je skrben potrditveni pregled in v začetku julija je bila podatkovna soba odprta za namen skrbnega potrditvenega pregleda za ponudnika RIH. Po pridobljenih zagotovilih prodajalcev o visoki verjetnosti realizacije transakcije je uprava družbe pristopila k pripravi pogodbe o poslovni zvezi (angl. *business combination agreement*, v nadaljevanju BCA). S tem dokumentom je uprava želela zaščititi interese družbe in deležnikov ne le v smislu strateških zavez, ki so bile v proces prodaje uvedene s strani prodajalcev, ampak tudi v smislu primarnega pogleda poslovanja in prihodnje finančne strukture RIH. Eden od glavnih namenov je bil pridobiti tudi zadostne informacije za opredelitev uprave do morebitne javne prevzemne ponudbe. 16. septembra, na isti dan, kot je bila podpisana kupoprodajna pogodba z avstrijsko industrijsko skupino RIH, je uprava z RIH podpisala tudi sporazum o poslovni zavezi, t. i. BCA (Ajpes, 2013).

Za revizorja družbe za leto 2013 so imenovali revizorsko hišo Deloitte, s katero sva bila avtorja tega magistrskega dela v stiku. Potrdili so, da je bil prevzem izveden v skladu z dobro poslovno prakso. V telefonskem intervjuju z osebo, zadolženo za analizo prevzema Heliosa, predvsem pri prvem prevzemu s strani RIH, sva izvedela, da je agencija Deloitte opravila zunanjo analizo prevzema kot neodvisni opazovalec in cenilec prevzema. Kot mednarodna neodvisna revizijska hiša je strokovni neodvisni pregled opravila na povabilo uprave podjetja Helios.



Pri analizi prevzema Heliosa s strani RIH so pri Deloitte upoštevali predvsem tiste ključne kazalnike, ki pokažejo posledice prevzema prek primerjave teh kazalnikov pred prevzemnim postopkom in po njem. Med ključnimi so bili tako upoštevani viri financiranja v prevzemnem postopku Heliosa, neto dolg ob in po prevzemu ter vsi ostali ključni finančni kazalniki, kot so EBITDA oziroma dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, ki je eden od ključnih kazalnikov za zunanje ocenjevalce, banke, analitike itd. Pomembna sta bila tudi ROE ali donosnost kapitala in ROA ali donosnost sredstev. Pri Deloitte so upoštevali tudi prihodke iz poslovanja pred prevzemom in po njem, stroške zadolževanja in stanje dolgov (kratkorodne in dolgoročne finančne obveznosti). Prav tako so upoštevali tudi možno zastavitev premoženja ciljne družbe kot garancije za najem posojil prevzemnika oziroma možnosti prevzema s pomočjo finančnega vzvoda.

Deloitte je prvo oceno izdelal po prevzemu avstrijskega RIH na željo takratne uprave Heliosa. Deloitte je potrdil, da ni šlo za prevzem s finančnim vzvodom in da ni bilo zastavljeno nikakršno premoženje ciljne družbe z namenom zastavitve za posojila prevzemnika, prav tako ni bil povečan neto dolg družbe Helios s tem namenom. Potrdili so, da financiranje in dolžniške pogodbe ustrezajo zahtevam slovenske zakonodaje (Deloitte, 2018).

#### 2.4.1 Analiza prevzema

Helios je bilo eno izmed 15 podjetij, ki jih je vlada uvrstila na seznam podjetij, predvidenih za privatizacijo. Cena za delnico je bila dogovorjena v višini 520 EUR, kar pomeni, da je bil celoten Helios vreden več kot 250 mio. EUR. Od tega 145 mio. EUR odpade na vrednost podjetja v smislu lastniškega kapitala, vračunan pa je bil še dolg podjetja ob koncu prvega polletja 2013 (RIH, 2015).

Helios in RIH, ki deluje na področju pisarniških izdelkov in industrijskih premazov, z združitvijo moči predstavljata enega od največjih evropskih igralcev v industriji premazov, sta družbi zapisali v skupnem sporočilu za javnost. S tem se je začela nova pot tako za RIH kot tudi Helios, saj je divizija za premaze RIH operativno vključena v strukturo skupine Helios, še piše v skupnem sporočilu za javnost. Med sinergijami, ki so si jih obetali, so izpostavili geografsko dopolnjevanje in komplementarnost prodajnih programov, potencial za navzkrižno prodajo ter združitev moči na področju raziskav in razvoja s poudarkom na inovacijah (Helios, 2015).

Helios je takrat postal sedež skupine za premaze in krovna blagovna znamka nove združene družbe. Njegovo poslanstvo je bilo postati aktivni konsolidator v industriji premazov v Evropi s posebnim poudarkom na regijah srednje in vzhodne Evrope ter SND. Zaradi tega sta se ohranili tako Heliosova slovenska identiteta kot tudi blagovna znamka (Helios, 2015).

Pri analizi prevzema sva Kubalo in Pangršiča povprašala tudi, če lahko govorimo o finančnem odkupu (nakup s finančnim vzvodom) pri prvi pridobitvi, ki jo je opravil RIH, in

ali je kupec zastavil nekatere elemente Heliosa zaradi prevzema skupine. Na vprašanje nista odgovorila, sta pa povedala, da so se tako v kupoprodajni pogodbi kot v objavi namere o odkupu delnic ciljne družbe zavezali, da s tem namenom ne bo zastavljeno nikakršno premoženje ciljne družbe, ki ni bilo v lasti prevzemnika že pred prevzemnim postopkom. Poleg tega sta povedala, da finančna sredstva Heliosa niso bila nikoli uporabljena za odplačevanje stroškov prevzema, temveč so bila prav vsa namenjena za reinvestiranje v podjetje in njegove zmogljivosti. Temu v prid govori tudi odprtje novega reaktorja v začetku maja 2018. Deležni so daleč največ obiskov raznih fakultet, ki želijo izkoristiti dober primer poslovne prakse, in celo Japonci se na primeru Heliosa učijo kakovostnih postopkov M & A ter kasnejšega vodenja podjetja v smeri trajnostnega razvoja (Kubala & Pangršič, 2018).

Tabela 4 prikazuje kazalnike uspešnosti Heliosa v letih 2013 in 2014.

*Tabela 4: Kazalniki uspešnosti v obdobju 2013–2014*

| <b>Kazalniki uspešnosti</b>                                        | <b>Leto 2013*</b> | <b>Leto 2014</b> |
|--------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------|
| ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE (v 000 EUR)                              | 327.616           | 307.994          |
| EBITDA – Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo (v 000 EUR) | 22.124            | 34.172           |
| EBIT – Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)                     | 8.370             | 21.625           |
| ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (v 000 EUR)               | 1.327             | 4.563            |
| DODANA VREDNOST (v 000 EUR)                                        | 82.743            | 85.645           |
| KAPITAL (v 000 EUR)                                                | 197.271           | 180.803          |
| EBITDA V ČISTIH PRIHODKIH OD PRODAJE                               | 6,8 %             | 11,1 %           |
| POSLOVNI IZID V PRIHODKIH OD PRODAJE                               | 2,6 %             | 7,0 %            |
| ČISTI POSLOVNI IZID V PRIHODKIH OD PRODAJE                         | 0,4 %             | 1,5 %            |
| ČISTA DONOSNOST KAPITALA                                           | 1,4 %             | 2,4 %            |
| Delež kapitala v virih sredstev                                    | 55,3 %            | 56,7 %           |
| Delež finančnih obveznosti v pasivi                                | 29,7 %            | 29,1 %           |
| Stroški dela v čistih prihodkih od prodaje                         | 17,0 %            | 15,6 %           |
| Stroški storitev v čistih prihodkih od prodaje                     | 11,5 %            | 11,5 %           |

\* V primerjalnem obdobju 2013 je vključena Belinka Perkemija.

*Vir: Ajpes (2014).*

Bilančni dobiček družbe Helios Domžale, d. d., je v letu 2013 znašal 580.888,86 EUR. Sestavljen je iz ostanka prenesenega čistega dobička iz prejšnjih let v znesku 485.049,47 EUR in ostanka čistega dobička tekočega leta v višini 95.830,39 EUR (Ajpes, 2013).

V drugi polovici leta 2014 je prodaja zaradi krize močno upadla na ključnih trgih Heliosa (Rusija, Ukrajina, Balkan). Izgubili so kar 25 mio. EUR prodaje, kar je več kot 15 % v primerjavi z letom poprej. Zaradi navedenega so v letu 2014 zaprli tovarno v Rusiji, kasneje pa še eno izmed tovarn v Avstriji. Ob zaprtju tovarne v Avstriji je bila proizvodnja premeščena v Slovenijo, deloma na Količevo, deloma v Presko (Ajpes, 2014).

V letu 2014 so se obveznosti iz financiranja v Skupini Helios glede na leto poprej zmanjšale za 12,4 %. Neto finančni dolg Skupine Helios je konec leta 2014 znašal 57 mio. EUR, kar je za 32 % manj kot konec leta 2013 (Ajpes, 2014).

V letu 2014 se je vodstvo družbe Helios posvečalo intenzivnim integracijskim ukrepom. Na področju trženja in prodaje je vodstvo Heliosa prenovilo nekatere distribucijske kanale in vzpostavilo zastopniško vodstvo, uvedlo ustrezno nadzorovanje poslovanja, poskrbelo za obvladovanje tveganja v mednarodnem okviru in stopnjevalo trženje s pomočjo okrepljenih dejavnosti na prodajnih mestih. Prednostne naloge na tujih trgih so bile združenje subjektov v BIH in distribucijskih kanalov na Hrvaškem, prestrukturiranje subjektov v Italiji, zmanjšanje obsega in obvladovanje terjatev v Turčiji, integracija podjetij na Slovaškem in Češkem ter zmanjšanje obsega poenostavljene organizacije v Rusiji (Ajpes, 2014).

Maja 2014 je Helios pridobil novo posojilo v višini 132 mio. EUR, ki je bilo potrebno za refinanciranje kratkoročnih dolgov in oblikovanja varnostne zaloge. Za financiranje je poskrbel konzorcij petih bank, večino sredstev pa so zagotovile slovenske banke: NLB, SKB in Sberbank Slovenija (Ajpes, 2014). Tabela 5 prikazuje kazalnike uspešnosti Heliosa v letih 2014 in 2015.

*Tabela 5: Kazalniki uspešnosti v obdobju 2014–2015*

| <b>Kazalniki uspešnosti</b>                                        | <b>Leto 2014</b> | <b>Leto 2015</b> |
|--------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|
| ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE (v 000 EUR)                              | 307.994          | 285.263          |
| EBITDA – Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo (v 000 EUR) | 34.172           | 38.693           |
| EBIT – Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)                     | 21.625           | 27.529           |
| ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (v 000 EUR)               | 4.563            | 17.051           |
| DODANA VREDNOST (v 000 EUR)                                        | 85.645           | 82.035           |
| KAPITAL (v 000 EUR)                                                | 180.803          | 185.565          |
| EBITDA V ČISTIH PRIHODKIH OD PRODAJE                               | 11,1 %           | 13,6 %           |
| POSLOVNI IZID V PRIHODKIH OD PRODAJE                               | 7,0 %            | 9,7 %            |
| ČISTI POSLOVNI IZID V PRIHODKIH OD PRODAJE                         | 1,5 %            | 6,0 %            |
| ČISTA DONOSNOST KAPITALA                                           | 2,4 %            | 9,8 %            |
| Delež kapitala v virih sredstev                                    | 56,7 %           | 61,9 %           |
| Delež finančnih obveznosti v pasivi                                | 29,1 %           | 26,5 %           |
| Stroški dela v čistih prihodkih od prodaje                         | 15,6 %           | 14,6 %           |
| Stroški storitev v čistih prihodkih od prodaje                     | 11,5 %           | 11,7 %           |

*Vir: Ajpes (2015).*

V letu 2015 so bili v vseh družbah iz Skupine Helios narejeni pomembni koraki v smeri uresničevanja vizije z zagotavljanjem stabilnega finančnega ozadja. To je bilo ključnega pomena za nadaljnjo konkurenčnost in razvoj. Neto dolg družbe se je v letu 2015 znižal s 57 mio. EUR na zgolj 44 mio. EUR. Razmerje med neto dolgom in dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) je bil blizu 1, medtem ko je še leta 2013 neto dolg za štirikrat presegal ustvarjeni EBITDA. Tako dobre kazalnike je v tistem obdobju dosegla zgolj peščica

velikih slovenskih in tudi evropskih podjetij. Ena izmed glavnih konkurenčnih prednosti je nedvomno, da so veliko vlagali v znanje zaposlenih in v medoddelčno sodelovanje (Ajpes, 2015).

Obveznosti iz financiranja so se v Skupini Helios v letu 2015 glede na predhodno leto zmanjšale za nadaljnjih 14 %, neto finančni dolg Skupine Helios je konec leta tako znašal samo še 43,7 % – torej kar 23 % manj kot konec leta 2014, glede na leto 2013 pa kar 48 % manj oziroma 40 mio. EUR manj (Ajpes, 2015).

V letu 2015 so se posvečali predvsem integracijskim aktivnostim in se obenem osredotočali na njihovo osnovno dejavnost. Uspeli so postaviti zdrave temelje za nadaljnjo rast poslovanja, saj so uspešno izkoristili sinergije ter okrepili razvoj izdelkov in storitev. Kar je najpomembnejše, veliko časa in energije so vložili v ljudi, ki so ključna konkurenčna prednost Skupine Helios (Ajpes, 2015). Tabela 6 prikazuje kazalnike uspešnosti Heliosa v letih 2015 in 2016.

*Tabela 6: Kazalniki uspešnosti v obdobju 2015–2016*

| <b>Kazalniki uspešnosti</b>                                        | <b>Leto 2015</b> | <b>Leto 2016</b> |
|--------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|
| ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE (v 000 EUR)                              | 285.263          | 272.976          |
| EBITDA – Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo (v 000 EUR) | 38.693           | 43.150           |
| EBIT – Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)                     | 27.529           | 32.581           |
| ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (v 000 EUR)               | 17.051           | 21.994           |
| DODANA VREDNOST (v 000 EUR)                                        | 82.035           | 85.734           |
| KAPITAL (v 000 EUR)                                                | 185.565          | 192.502          |
| EBITDA V ČISTIH PRIHODKIH OD PRODAJE                               | 13,6 %           | 15,6 %           |
| POSLOVNI IZID V PRIHODKIH OD PRODAJE                               | 9,7 %            | 11,8 %           |
| ČISTI POSLOVNI IZID V PRIHODKIH OD PRODAJE                         | 6,0 %            | 8,0 %            |
| ČISTA DONOSNOST KAPITALA                                           | 9,8 %            | 25,7 %           |
| Delež kapitala v virih sredstev                                    | 61,9 %           | 64,2 %           |
| Delež finančnih obveznosti v pasivi                                | 26,5 %           | 26,5 %           |
| Stroški dela v čistih prihodkih od prodaje                         | 14,6 %           | 15,1 %           |
| Stroški storitev v čistih prihodkih od prodaje                     | 11,7 %           | 12,1 %           |

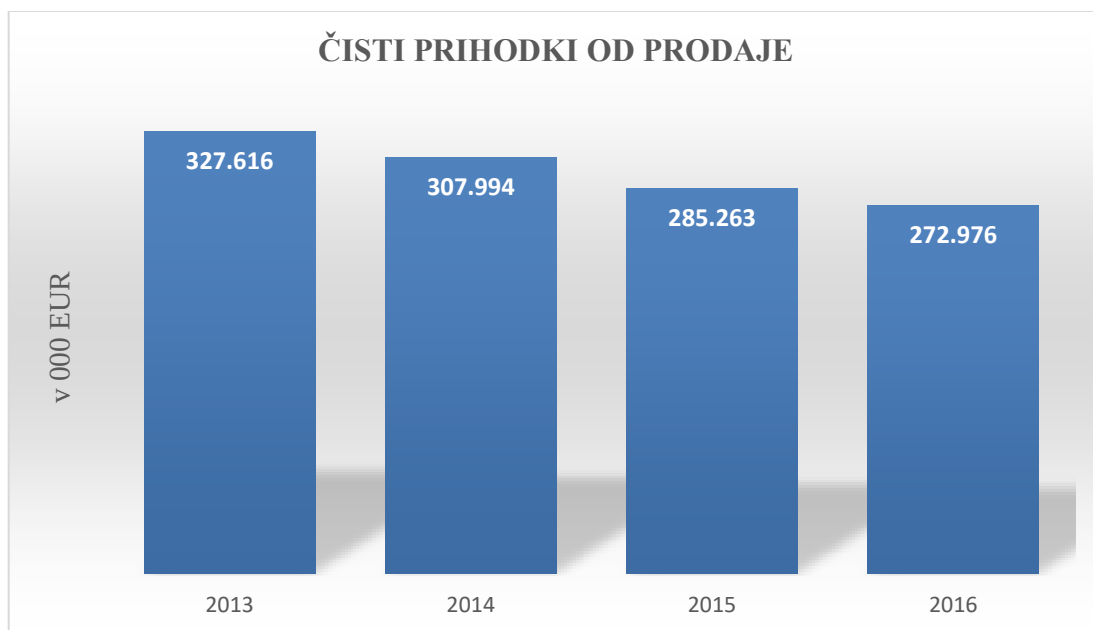
*Vir: Ajpes (2016).*

Prodaja Skupine Helios je bila v prvih šestih mesecih leta 2016 še nekoliko pod rezultatom predhodnega leta, kar je bil še vedno pretežno odraz zmanjšanega povpraševanja v Rusiji in Ukrajini. V drugi polovici leta pa so sledila številna naročila, povezana z novimi projekti, tudi s trgov Rusije in Belorusije ter srednje in vzhodne Evrope. Čisti prihodki od prodaje (prodajne vrednosti prodanih količin) so v letu 2016 znašali 272.976.000 EUR. EBITDA je v omenjenem letu znašal 43.150.000 EUR (Ajpes, 2016). EBITDA ali dobiček iz poslovanja pred amortizacijo je eden od pokazateljev poslovne uspešnosti podjetja, ki upošteva naravo

amortizacije kot računovodske kategorije. Amortizacija je namreč zgolj računovodski poseg (knjižba), ki nima nobenega vpliva na denarni tok podjetja, zato se pri izračunavanju EBITDA prišteva nazaj k dobičku iz poslovanja. EBITDA je dober približek denarnemu toku družbe, ki ga ta ustvari s svojim poslovanjem. Kot takšen je zelo koristen pokazatelj dobičkonosnosti, posebej z vidika relativnega primerjanja z drugimi podjetji in panogo (Finančni slovar, 2017).

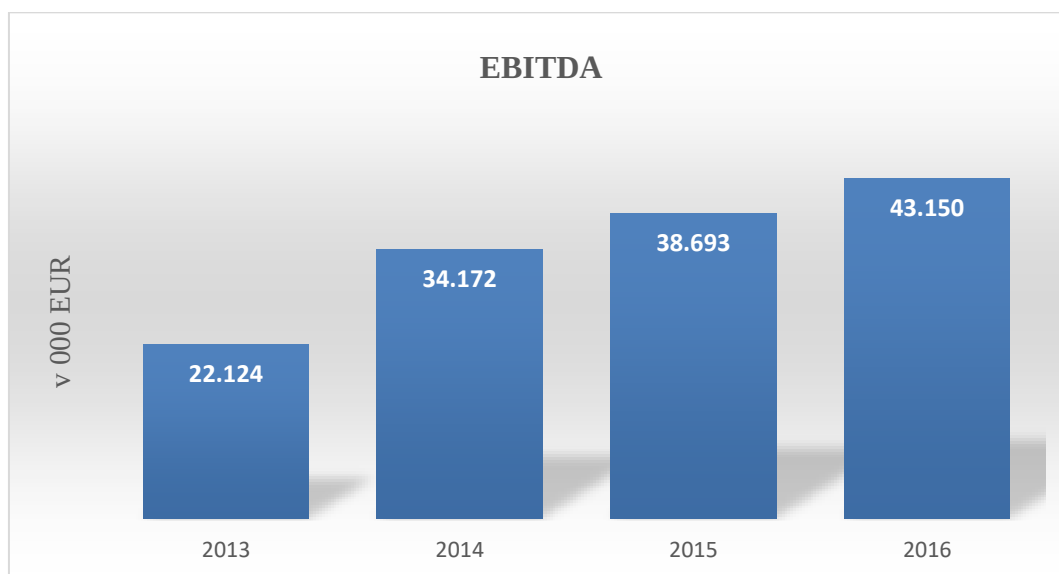
Dveletna konsolidacija Skupine Helios je bila obsežen in zahteven proces, ki se je v letu 2016 zaključil, s tem pa prinesel tudi nekaj organizacijskih sprememb. Spremembe so bile načrtane v smer, ki bi Heliosu kot veliki mednarodni družbi zagotavljale doseganje ključnih ciljev in zasledovanje ambiciozne vizije postati ena največjih in najboljših premaznih družb v Evropi. Od 8. marca 2016 v vodstvu Skupine Helios najvišjo funkcijo poslovnega odbora zasedata David Kubala in Hubert Culik. Z željo, da bi dosegli celovito, povezano, pozitivno in agilno delovno okolje, so prešli na matrično organizacijsko strukturo družbe. Temu so sledili ukrepi za izboljšanje medfunkcijskega sodelovanja in komunikacije ter ukrepi za izboljšanje delovnih procesov. V podjetju se zavedajo, da so skrbno načrtovan cikel družbe in ljudje s pravimi znanji in veščinami ključni elementi Heliosove prihodnje rasti in razvoja. To je bil tudi razlog, da so v letu 2016 podvojili znesek naložb, ki so tako znašale 15 mio. EUR in so bile namenjene projektu, ki so povezani s perspektivnimi proizvodnimi segmenti ter z izboljšanjem zdravja, varnosti in okolja (Ajpes, 2016). Sledita sliki, ki prikazujeta čiste prihodke od prodaje in EBITDA – poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo v letih od 2013 do 2016 (sliki 4 in 5).

*Slika 4: Čisti prihodki od prodaje*



*Vir: Ajpes (2013–2016)*

Slika 5: EBITDA – poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo



Vir: Ajpes (2013–2016)

V letu 2013 je bilo na dan 31. 12. 2013 v družbah Skupine Helios zaposlenih 2178 ljudi. Družbe v Sloveniji so skupno zaposlovale 1272 ljudi (58 %), v tujini pa 908 (42 %). V tem letu so zaposlovanje novih zaposlenih izvajali selektivno in zaposlovali le v nujnih primerih. Zaposlene, ki so prenehali z delom, so v veliki meri nadomestili s prerazporejanjem delovnih nalog in prezaopslitvami znotraj družb Skupine Helios (Ajpes, 2013). V letu 2014 je bilo na dan 31. 12. 2014 zaposlenih 1773 ljudi, kar je za 21 % manj kot v predhodnem letu. Zmanjšanje števila zaposlenih v večjem deležu odpade na tuje države, v katerih deluje Skupina Helios, v manjšini pa na Slovenijo. Po zaključku prevzema v aprilu 2014 so v Heliosu v Sloveniji dodatno zaposlili 17 ljudi na ključnih delovnih mestih, kjer so bila potrebna nova znanja in kompetence. V drugi polovici leta 2014 je bilo podjetje priča hudemu padcu prodaje zaradi krize na ključnih trgih Heliosa (Rusija, Ukrajina, Balkan). Izgubili so kar 25 mio. EUR prodaje, kar je več kot 15 % v primerjavi z letom poprej. To je bil tudi razlog, da so v letu 2014 zaprli tovarno v Rusiji, jeseni 2014 so zaprli tudi eno izmed tovarn v Avstriji. Helios je moral zaradi padca prodaje prilagoditi tudi število zaposlenih v Sloveniji. Od aprila do konca leta 2014 se je število zaposlenih v Sloveniji zmanjšalo za približno 170. O zadnjem zmanjšanju števila zaposlenih v Sloveniji se je vodstvo pogajalo s sindikati, ob tem pa s sindikati tudi sklenilo dogovor, da se število zaposlenih v Sloveniji v prihodnje ne zmanjšuje, ampak se ohrani na enaki ravni vsaj do leta 2017 (Ajpes, 2014).

V letu 2015 je podjetje nadaljevalo z reorganizacijo z željo po boljšem toku in večji transparentnosti procesov v družbi ter večji osredotočenosti na ključne trge in kupce. Nove kadre so zaposlovali predvsem na področjih, kjer so bile potrebe po specifičnih znanjih in veščinah, na primer v raziskavah in razvoju.

Na dan 31. 12. 2015 je bilo zaposlenih 1699 ljudi, kar je za 5 % manj kot v predhodnem letu. Družbe v Sloveniji so skupno zaposlovalne 1068 ljudi (63 %), v tujini pa 631 (37 %) ljudi (Ajpes, 2015).

V letu 2016 so nadaljevali z reorganizacijo poslovnih procesov z namenom boljšega toka in večje transparentnosti njihovega izvajanja in posledično še večje osredotočenosti na ključne trge in kupce. Zaposlovali so pretežno kandidate s specifičnim strokovnim znanjem, predvsem na področju razvoja in prodaje. V družbah Skupine Helios je bilo na dan 31. 12. 2016 zaposlenih 1690 ljudi, kar je za odstotek manj kot v predhodnem letu. Družbe v Sloveniji so skupno zaposlovale 1033 (61 %) ljudi, v tujini pa 657 (39 %), (Ajpes, 2016).

Slika 6 predstavlja število zaposlenih od leta 2013 do leta 2016. Iz grafa je lepo razvidno, da se je število zaposlenih zmanjšalo.

*Slika 6: Zaposleni v obdobju 2013–2016*



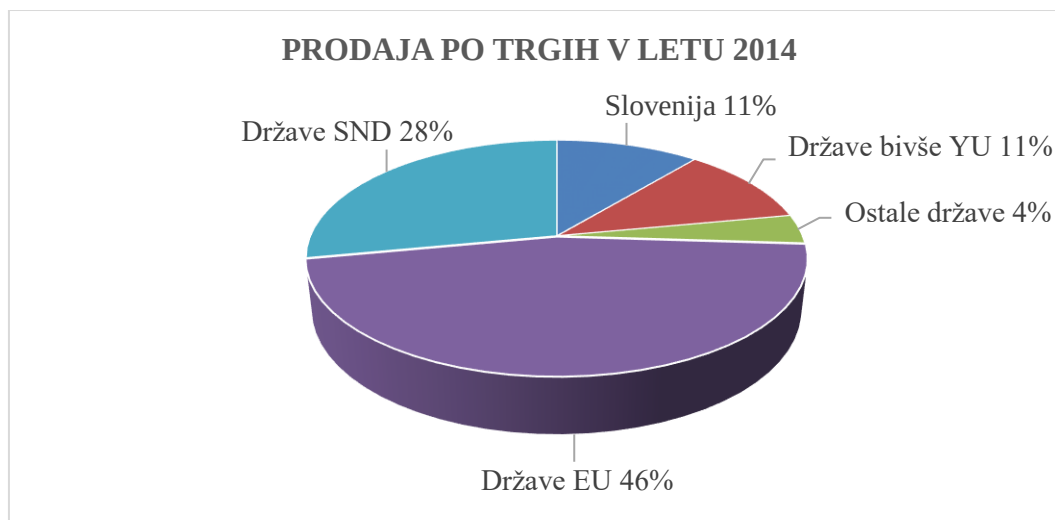
*Vir: Ajpes (2013–2016).*

V letu 2014 so se v Skupini Helios zaradi težkih tržnih pogojev lahko pohvalili samo s prodajo avtoserije, lepil in škrobov ter Perkemije. Na trgih EU (brez Slovenije) so ustvarili 46 % celotne vrednosti prodaje, med katerimi je najpomembnejša država Nemčija, sledita ji Italija in Francija. V državah SND so ustvarili 28 % celotne vrednosti prodaje in v državah nekdanje Jugoslavije 11 %. V Sloveniji so prav tako ustvarili 11 % celotne prodaje, 4 % prodaje pa predstavljajo ostale države (Ajpes, 2014).

Na ruskem trgu se je podjetje Helios vse leto soočalo z dvema velikima izzivoma. Kupci v Rusiji in Ukrajini – končni kupci in proizvodne tovarne – so precej zmanjšali svojo potrošnjo in proizvodnjo, težava pa je bila tudi velika devalvacija rublja in ukrajinske grivne. V družbi so se zato odzvali s sprejetjem vrste ukrepov za blažitev teh učinkov. Sledili so povečanje in razširitev asortimenta proizvodnje v Rusiji (Moskva), uporaba raznih finančnih

instrumentov za ščitenje pred valutnimi tveganji, strožja pravila (ustavitev odprem) v primeru zapadlih terjatev pri kupcih in ustrezna prilagoditev plačilnih pogojev v smeri znižanja zaradi tveganja nelikvidnih kupcev (Ajpes, 2014). Slika 7 prikazuje prodajo po trgih v letu 2014. Še vedno je bila skoraj polovica celotne prodaje znotraj EU.

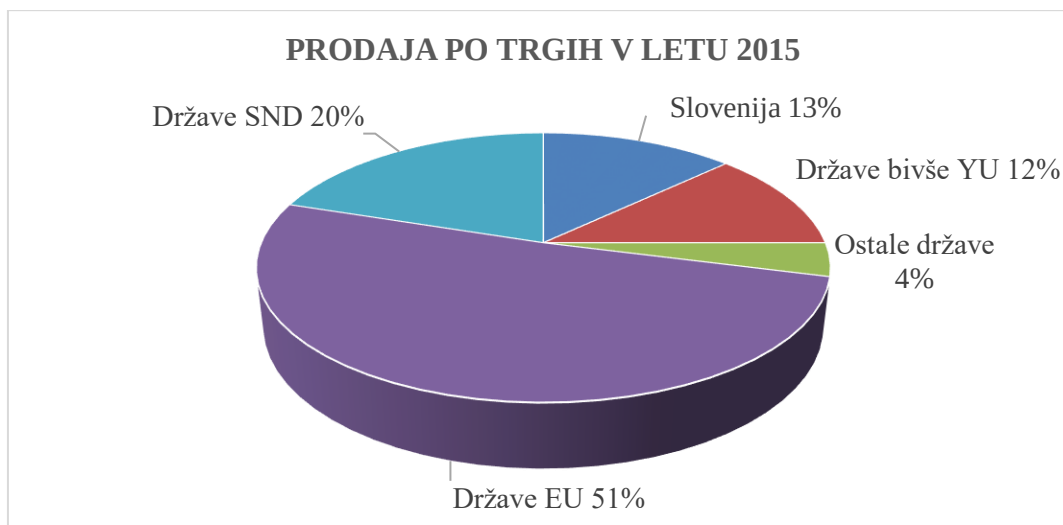
*Slika 7: Prodaja po trgih v letu 2014*



*Vir: Ajpes (2014).*

V letu 2015 so se v skupini Helios kot leto poprej srečevali s težkimi tržnimi pogoji. To je bil razlog, da so želeno prodajo dosegli samo na področju cestnih premazov, lepil in bazične kemije. Skupina Helios se je še vedno soočala z izrazitim padcem prodaje v regiji SND, predvsem v Ruski federaciji in Ukrajini. Slika 8 prikazuje prodajo po trgih v letu 2015. Več kot polovica celotne prodaje je bila znotraj EU.

*Slika 8: Prodaja po trgih v letu 2015*



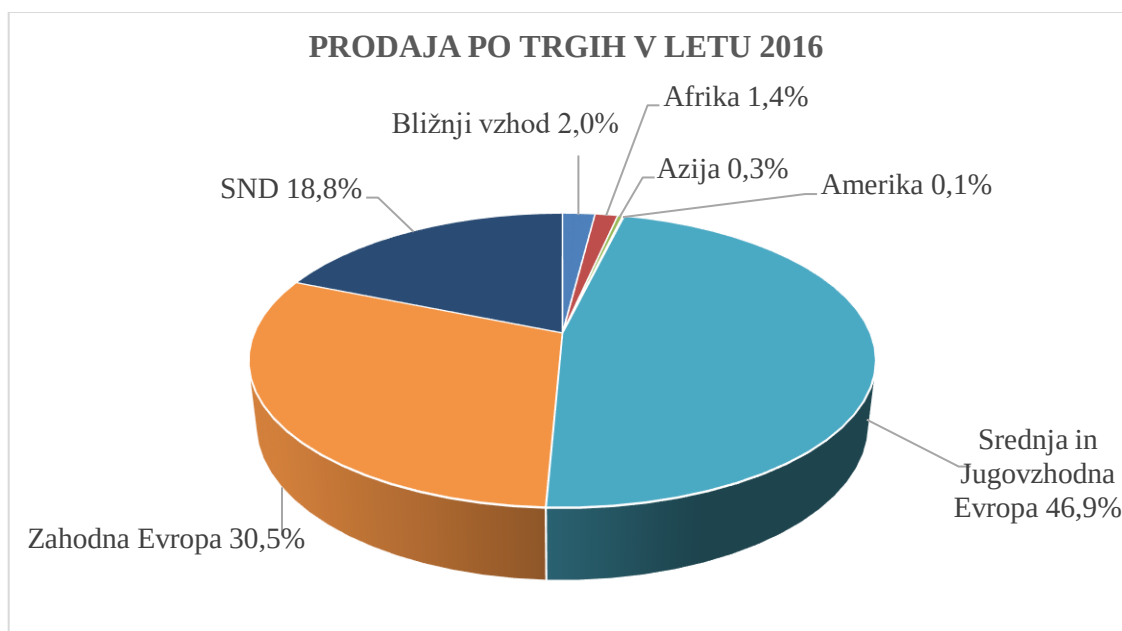
*Vir: Ajpes (2015).*



Glede na preteklo leto se je tako v letu 2015 prodaja v regiji SND zmanjšala za 27 mio. EUR oziroma za 32 %. Zaradi padca prodaje v regiji SND in negotovih razmer so se močno posvečali razvoju novih proizvodov in večji razpršenosti prodaje, predvsem na trge zahodne Evrope. V letu 2015 so v zahodni Evropi že povečali prodajo za 9 % glede na leto poprej. Na trgih EU (brez Slovenije) so ustvarili 51 % celotne vrednosti prodaje, v državah SND pa samo še 20 % celotne vrednosti prodaje. V državah nekdanje Jugoslavije so ustvarili 12 % celotne prodaje, v Sloveniji 13 %, v ostalih državah pa 4 % (Ajpes, 2015).

Negativen trend padanja prodaje se je nadaljeval tudi v prvem polletju 2016, v drugem polletju pa je prišlo do okrevanja na skoraj vseh prodajnih programih, še posebej pri prodaji v zahodni Evropi in regiji SND. Še posebej so se razveselili stabilizacije prodaje v regiji SND, ki je imela pred tem zadnjih nekaj let negativen trend. Na trgih srednje in jugovzhodne Evrope so ustvarili 46,9 % celotne prodaje, v zahodni Evropi pa 30,5 % prodaje. V državah SND so ustvarili 18 % celotne vrednosti prodaje, 2 % prodaje predstavljajo trgi na Bližnjem vzhodu, 1,4 % v Afriki, 0,3 % v Aziji in 0,1 % prodaje v ZDA (Ajpes, 2016). Slika 9 prikazuje prodajo po trgih v letu 2016.

*Slika 9: Prodaja po trgih v letu 2016*



*Vir: Ajpes (2016).*

V letu 2016 je bilo razvojno delo Skupine Helios v veliki meri usmerjeno v razvoj visokokakovostnih funkcionalnih premazov, ki bi izpolnjevali potrebe kupcev. Njihov cilj je bil razvoj tehnično zahtevnih izdelkov, zgrajenih tudi iz obnovljivih virov, ki bi ustrezali ekološkim standardom ter zahtevam kemijske zakonodaje. Poudarek je bil na razvoju okolju prijaznih premazov v skladu s svetovnimi trendi (Ajpes, 2016).

V tem letu so dosegli tudi pomembne rezultate pri izboljšanju stroškovne učinkovitosti. Rezultat pocenitve tehnologij izdelave, testiranja ekvivalentov ter posledično uvedbe cenovnih alternativ v formulacije so bile ekonomične serije premazov, s katerimi vsako leto odgovarjajo na povpraševanja po izdelkih za specifične trge (Ajpes, 2016).

Obveznosti iz financiranja so se v Skupini Helios v letu 2016 glede na stanje konec leta 2015 zmanjšale za nadaljnjih 8 %. Neto finančni dolg Skupine Helios je konec leta 2016 znašal 29,1 mio. EUR, kar je za 33 % oziroma 14,6 mio. EUR manj kot konec leta 2015 (Ajpes, 2016).

#### 2.4.2 Motivi za prevzem

Pri ameriških financerjih prevzema, to sta bila Franklin Templeton in Blackstone, so motivi za prevzem povsem enaki kot pri tipičnih finančnih vlagateljih tveganega kapitala. V sodelovanju z RIH so želeli vstopiti v lastništvo Heliosa, ga prestrukturirati in racionalizirati poslovanje prek opuščanja programov, posledičnega odpuščanja zaposlenih, odprodaje dela premoženja in ga nato kratkoročno preprodati naprej, po možnosti strateškemu kupcu za višjo ceno, kot so jo ob nakupu plačali sami. Motivi RIH pa so bili Helios obdržati malenkost dlje in ga morebiti implementirati v skupino podjetij v svoji lasti. Za RIH je namreč značilno, da prevzemajo podjetja na podlagi sinergij, ki so jih v nekem podjetju prepoznali, in potenciala, ki so ga uvideli v ciljnem podjetju. Slednje jim zagotavlja uspešno implementacijo podjetja v skupino. Nato pa poskušajo prevzeti še vso njegovo ožjo in neposredno konkurenco. Pri tem je več kot očitno, da se je Gerald Martens, ki je vodil pogovore z ameriškima finančnima vlagateljema, pogovarjal, saj prevzemna strategija RIH ne sovпада s strategijo finančnih vlagateljev tveganega kapitala. Prav zaradi različnega pogleda na obdobje po prevzemu Heliosa, poleg slabih rezultatov Heliosa in določenih razprtij med vodilnimi, je prišlo do želje po umiku ameriških financerjev prevzema iz naložbe. Posledično je prišlo do hitrega iskanja novega vlagatelja, ki bi v Helios vstopil predvsem lastniško. Skupni motiv RIH in ameriških financerjev pa je bilo zavedanje o vrednosti elitnih parcel v lasti Duga A. D. v Srbiji, za katere so oboji vedeli, da gre za donosen posel, ki je v dejanski posredni lasti Heliosa. V primeru neuspeha sta imela ameriška financerja svoja posojila tako ali tako zavarovana z nepremičninami Heliosa, ki bi jih lahko odprodala. RIH v tem primeru ni prevzemal praktično nikakršnega tveganja v primeru zgrešene naložbe.

Glavni razlogi oziroma motivi za nakup Skupne Helios s strani RIH so bili finančne narave, ker sta bila podpornika prevzema finančna sklada, vlagatelja tveganega kapitala, Blackstone in Franklin Templeton. Narava finančnih kupcev je jasna, torej nakup, sanacija in preprodaja strateškemu kupcu. Prodaja strateškemu kupcu je nujna, saj so pripravljeni odšteti več za naložbo, ki jim bo pomenila veliko dodano vrednost. Podrobneje sogovornika nista želela razpravljati, saj še gre vedno za občutljivo tematiko, ki jo spremljajo tudi tožbe. Nakazala pa sta, glede na naravo podpornikov/sofinancerjev prevzema, da je šlo za klasični finančni

prevzem oziroma dobro naložbo z namenom ustvarjanja čistega dobička/razlike v ceni pri nadaljnji (pre)prodaji (Kubala & Pangršič, 2018).

#### 2.4.3 Prezemna ponudba

Borznoposredniška družba v imenu in za račun prevzemnika, ki je kot njegov pooblaščen član dal prevzemno ponudbo, je bila Alta Invest, investicijske storitve, d. d. (Alta Invest, d. d., 2014).

Avstrijski RIH je v boj za prevzem Heliosa vstopil leta 2014 in ga istega leta tudi v celoti prevzel. Tretjega aprila 2014 se je z zaključkom transakcije za nakup večinskega paketa Heliosovih delnic s strani RIH zaključil več kot dve leti trajajoč postopek privatizacije družbe Helios. Člani Heliosovega prodajnega konzorcija so prejeli 106 mio. EUR po ceni 520 EUR za delnico. Najprej so prek odkupa delnic HDOG pridobili 77,93 % delež skupine Helios (pred tem so imeli v lasti 4,82 % vseh delnic ciljne družbe), nato pa so s prevzemno ponudbo za nakup še preostalih delnic po enaki ceni kot za večinski delež odkupili še preostale delnice skupine Helios. V letu 2014 je bilo tako zaključeno lastniško prestrukturiranje družbe Helios. Stoodstotni lastnik družbe je tako postala avstrijska družba Remho Beteiligungs GmbH, ki je bila lastnica poslovnega deleža in je predstavljala 100 % osnovnega kapitala družbe Helios Domžale, d. o. o. (Ring International Holding, 2014).

V začetku junija je Helios Domžale, d. d., s strani ATPV prejel odločbo z dne 30. 3. 2014, s katero je ATPV potrdila, da je bila prevzemna ponudba družbe Remho Beteiligungs GmbH uspešna (Ajpes, 2014).

RIH je v prevzemni proces skupine Helios vstopil z zaledjem dveh pomembnih financerjev. To sta bila finančna sklada Franklin Templeton in Blackstone. Z vidika obeh finančnih skladov je bil cilj torej preprodaja skupine po opravljenem prestrukturiranju in dvigu vrednosti, s čimer bodo iztržili večjo prodajno ceno. Cilj RIH pa je bil Helios obdržati malenkost dlje in ga morebiti implementirati v skupino podjetij v svoji lasti. Za RIH je namreč značilno, da prevzemajo podjetja na podlagi sinergij, ki so jih v nekem podjetju prepoznali, in potenciala, ki so ga prepoznali v ciljnem podjetju. Enako je bilo na začetku tudi v primeru prevzema Heliosa. Gerald Martens je na seminarju, ki je potekal na Ekonomski fakulteti v Ljubljani, povedal, da je prevzem nekaj povsem običajnega in ni zaskrbljujoč, saj je njihova narava dela, narava dela skupine RIH, takšna. Ukvarjajo se s prevzemi podjetij in na ta način so pod svoje okrilje prevzeli več kot 20 različnih podjetij. RIH poišče ciljno podjetje na podlagi skupnih sinergij, ki jim zagotavljajo uspešno implementacijo podjetja v skupino, nato pa poskušajo prevzeti še vso njegovo ožjo in neposredno konkurenco. Na ta način prevzamejo, kot že rečeno, podjetje, ki ima zadovoljiv tržni delež, ki je utečeno, vendar potrebuje njihovo pomoč pri racionalizaciji poslovanja in reorganizaciji. Kasneje prevzamejo še njegovo ožjo konkurenco. Kot primer je navedel njihove prevzeme, najprej prevzem Koloman Handler (Madžarska), nato pa še njegovega konkurenta, podjetja Bensons (Poljska), in še njegovega konkurenta, podjetja Krause

(Nemčija). Šlo je za njihove prve prevzeme v tej obliki. S tem si ustvarjajo močnejši položaj na trgu, kjer delujejo, posledično lahko zagotavljajo konkurenčnejšo proizvodnjo, izboljšano logistiko, naprednejše tehnološko znanje, boljšo kakovost in posledično nižjo, konkurenčnejšo končno prodajno ceno za potrošnike. Ob tem Martens doda, da so v turbulentnem času gospodarstva prevzemi podjetij zelo pomembni in da bi podobno morala početi vsa podjetja, ki imajo možnost in sposobnost oceniti ter prevzeti, kar jim prinaša dodano vrednost. Martens zagovarja agresivno delovanje in obnašanje na trgu, brez katerega si sam lahko tarča prevzema. Kot primer je izpostavil Helios, ki je bil v turbulentnih časih slabo tržno odziven, pasiven in kot tak tudi sam postal tarča prevzema (Martens, 2015).

V prevzemnem postopku, ki je po besedah Martensa trajal predolgo, so imeli sami prednost pred ostalimi ponudniki za prevzem Heliosa, saj so v preteklosti že uspešno prevzeli drugo slovensko podjetje, to je bilo Niko Železniki. V podjetju Niko so od leta 2007, to je leta prevzema, do leta 2013 močno povečali prihodke in znižali neto dolg podjetja (gledano na EBITDA podjetja – dobiček pred obrestmi, davki, deprecijacija in amortizacija) z več kot 6 mio. EUR na slab milijon EUR neto dolga. V Heliosu so dolg do leta 2015 po besedah Martensa s prvotnih 100 mio. evrov neto dolga, uspeli znižati na manj kot 80 milijonov EUR neto dolga (Martens, 2015).

V nadaljevanju je Martens povedal, da ostali ponudniki Heliosa niso pokazali zanimanja za nakup skupine kot celote, temveč le za nakup posameznih delov Heliosa, ki bi jim prišel prav. RIH pa je imel vizijo, kaj točno želijo s prevzemom doseči in kakšna je dodana vrednost, ki se bo obrestovala po prevzemu in je upravičevala nakup celotne skupine kljub slabemu stanju, v katerem se je takrat nahajala. Po besedah Martensa je prav ta vizija RIH ustvarjala še dodatno prednost pri konkuriranju z ostalimi ponudniki za prevzem (Martens, 2015).

Poleg navedenih je bila dodatna prednost za RIH tudi poznavanje političnih razmer v državi, kar je bila posledica prejšnjih prevzemnih aktivnosti pri prevzemu podjetja Niko Železniki. Poznavanje političnih razmer jim je namreč omogočalo ustrezno pripravo nanje in zato manjšo občutljivost oziroma kakovostnejše soočanje. Pove, da so bili tuji vlagatelji takrat sprejeti kot neresni in težko sprejemljivi, predvsem za javnost, kar je politika s pridom izkoriščala. Pogoste menjave vlade v tistem času so povzročale časovne izgube ter vnovično razlaganje in tlakovanje poti pri novi vladi. Poudaril je, da je prav zaradi tega v Sloveniji tako pri prodaji državne srebrnine kot tudi pri potencialnih investicijskih projektih pogosto prisoten »beg vlagateljev« že kmalu po začetku prodaje oziroma postopka iskanja vlagateljev, ki jih pogoji poslovanja, vse vladne menjave in birokratske omejitve odvrtaajo. Mnogi naj bi takrat ocenili, da končni izkupiček v Sloveniji preprosto ni vreden truda, potrebnega za doseg cilja (Martens, 2015).

Prevzemnik je imel na dan izvršitve končne transakcije po kupoprodajni pogodbi v lasti že 13.411 delnic HDOG (4,82 % vseh delnic ciljne družbe). Z izvršitvijo kupoprodajne pogodbe 3. 4. 2014 je RIH pridobil dodatnih 203.592 delnic ciljne družbe (73,12 % vseh

izdanih delnic ciljne družbe), s čimer se je število vseh delnic ciljne družbe v lasti prevzemnika povečalo na 217.003 delnic, kar je skupno predstavljalo 77,93 % vseh delnic ciljne družbe. Pri dogovarjanju o prevzemni ceni za delnice skupine Helios so uspeli priti od začetnih 600 EUR na delnico na končnih 520 EUR za delnico (Alta Invest, d. d., 2014).

Za financiranje nakupa ciljnega podjetja Helios Domžale, d. d., so članice skupine podjetij, ki jih vodi RIH, sklenile vrsto lastniških in dolžniških finančnih transakcij. Zneski za financiranje nakupa vseh delnic ciljne družbe so bili plačani na podlagi navodil relevantne članice skupine RIH neposredno na fiduciarni račun družbe KDD. Vrednost celotne transakcije, ki je vodila do oblikovanja nove premazniške skupine in je vključevala premazniško divizijo skupine RIH ter skupine Helios, je znašala 270 mio. EUR, od česar je 160 mio. EUR financiranih z lastniškim kapitalom, preostanek pa s podrejenimi dolžniškimi viri sredstev. Finančna partnerja prevzemnika v celotni transakciji sta GSO (član Blackstone Group), ki je zagotovil prednostne lastniške in podrejene dolžniške vire financiranja, in Templeton Strategic Emerging Markets Funds (član Franklin Templeton Investments Group), ki je v transakciji zagotovil lastniške vire financiranja. Od 160 mio. EUR kapitala je skupina RIH zagotovila 100 mio. EUR s strani svoje premazniške divizije, GSO je zagotovil 45 mio. EUR v obliki prednostnega kapitala, TSMF pa 15 mio. EUR navadnega kapitala. Celotno dolžniško financiranje (podrejeni dolg) v višini 110 mio. EUR je bilo zagotovljeno s strani GSO (Alta Invest, d. d., 2014).

Martens je pri tem pojasnil, da je bilo odločilnih več dejavnikov, ki so jih v postopku Due Dilligence, to je skrbnega pregleda podjetja, v katerem prevzemna družba ocenjuje stanje v ciljni družbi, prepoznali. Martens je kot razloge za zbijanje prodajne cene na delnico navedel predvsem neto denarni tok družbe Helios. S slednjim so lahko po prevzemu pokrivali tudi del dolga, ki je nastal ob prevzemu – predvsem s prenosom dobička ciljne družbe (Helios) na prevzemnika (RIH). Pri tem se ponuja neke vrste prevzem s t. i. »finančnim vzvodom«, ko se prevzemnik dodatno zadolži za prevzem, kot garancijo za kredit pa zastavi premoženje ciljne družbe, ki še ni v njegovi lasti, oziroma prevzemnik izkoristi sposobnost dodatne zadolžitve ciljne družbe, ki nato predstavlja enega izmed virov financiranja prevzemnika. Slednje je Martens v pogovoru na Ekonomski fakulteti spretno zavračal, ko je bil izzvan v tej smeri (Martens, 2015).

Tudi v prevzemni ponudbi je navedeno, da ni bilo zastavljeno nikakršno premoženje ciljne družbe, ki ni bilo v lasti prevzemnika. Prevzemnik za pridobitev finančnih virov za plačilo vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prevzemna ponudba, torej za plačilo kupnine za delnice ciljne družbe prejemnikom, ki bodo sprejeli prevzemno ponudbo, ni na kakršenkoli način, posredno ali neposredno, dal ali se zavezal dati v zastavo ali zavarovanje vrednostnih papirjev ali druge oblike premoženja ciljne družbe, ki niso v lasti prevzemnika (Alta Invest, d. d., 2014).

Kot dodaten razlog za zbijanje prodajne cene na delnico je Martens navedel tudi izplačilo dividend na delnice takratnim lastnikom tik pred nakupom Heliosa, kar je povzročilo velik

odliv kapitala iz Heliosa. Posledično družba ni bila več v stanju, v kakršnem je bila ob izvajanju skrbnega pregleda družbe s strani RIH. Nižji prodajni ceni so botrovali tudi odkupi delnic od drugih lastnikov po svetu, kar je Martens izpostavljal kot dodaten problem in razlog za nižjo prodajno ceno na delnico (Martens, 2015).

Med razlogi za zbijanje prodajne cene Martens ni navedel tistih, ki so bili kljub vsemu tako očitni pri privatizaciji slovenske državne srebrnine oziroma 15 podjetij s seznama tistih v državni lasti, ki bodo prodana. Med te razloge lahko štejemo (Polanič & Vukovič, 2013):

- časovni pritisk, ki ga je povzročala časovna omejitev s strani EU (skrajni datumi, opredeljeni za prodajo posameznega državnega podjetja, zamude se kaznujejo),
- izkoriščanje slabe situacije, v kateri sta se nahajala država in njeno gospodarstvo, predvsem zaradi finančne krize in njenih posledic,
- Helios je za povečanje prodaje in zmanjšanje zadolžitve potreboval novega lastnika,
- ostali interesenti niso želeli kupiti celotne skupine Helios,
- gre za naložbo v slabem stanju, zato so nizke ponudbe upravičene, kljub temu da je bil Helios samo s tržnega vidika in potenciala vreden ogromno,
- nerešeno vprašanje glede elitnih zemljišč družbe Duga A. D. industrija boja i lakova v Srbiji, v posredni lasti Heliosa, prek družbe Honesta in njene podrejene družbe Propria, katerih vrednosti sta se sklada, ki sta sofinancirala prevzem, tudi zavedala. Sklad Blackstone je želel nekaj teh zemljišč kupiti že prej, ko še ni bil sofinancer pri prevzemu Heliosa. Vodstvo RIH je bilo tako prek svojih sofinancerjev dobro seznanjeno, da vrednost teh zemljišč znaša okoli polovico vrednosti celotne kupnine za nakup skupine Helios.

Natančneje, Agencija za strateške študije je pri Heliosovi hčerinski družbi Belinki Belles najela skoraj 22-milijonsko posojilo in ga nato prek verižnih poslov preusmerila v beograjsko nepremičninsko družbo Propria. Prav prek Proprie je bilo pred štirimi leti od Duge (hčerinska družba Heliosa) za 17,6 mio. EUR kupljeno 10,6 hektarja veliko zemljišče na elitni lokaciji v Beogradu ob Donavi, ki pa je bil dejansko ves čas zgolj slamnati oziroma fiduciarni lastnik. To zemljišče namreč nikoli ni zapustilo Heliosa, ki je bil ves čas dejanski lastnik družbe Honesta (uradna lastnica Proprie). Belinka je Dugi, katere polovična lastnica je bila, posodila kar 19 mio. EUR, ki jih je zavarovala s temi zemljišči. Cilj je bil čim prejšnja odtujitev zemljišča Dugi, ki je bila v težavah, imela je izgubo in bila je brez potenciala (Polanič & Vukovič, 2013).

Te načrte so v Heliosu po pripojitvi Belinke nadaljevali po začrtanem scenariju. Leta 2009 so namreč nepremičnino prodali Proprii. Tej je NLB zagotovila posojilo za posel, za katerega je Helios jamčil s 7 mio. EUR depozitov. Duga je nato s prejeto kupnino Heliosu vrnila posojilo, ki ga je domžalski premaznik prevzel ob prevzemu Belinke. NLB, ki je posel financirala, se je nenadoma umaknila iz posla, namesto nje pa je v posel s svojim posojilom vstopila Belinka Belles (Polanič & Vukovič, 2013).

Odzivi nekaterih ključnih akterjev so po razkritju poslov odprli možnosti za številne špekulacije. Še najbolj so razkritje poslov izkoristili v avstrijskem RIH, ki se je potegoval za nakup Heliosa. Avstrijci so namreč tveganja, povezana s tem poslom, uporabili kot vzvod za vnovično odprtje pogajanj o že dogovorjeni višini kupnine za Helios. V RIH so bili po navedbah naših virov s tem nepremičninskim projektom, vsemi pogodbami ter posojili podrobno seznanjeni že najmanj od začetka leta 2013. S projektom je bil podrobno seznanjen tudi sklad tveganega kapitala Blackstone, ki je RIH tudi zagotovil pomemben del sredstev za prevzem Heliosa. Še preden se je Blackstone omenjal kot financer RIH, se je namreč zanimal tudi za nakup zemljišča v Beogradu. Med interesenti za nakup beograjskega zemljišča je bila v preteklosti tudi investicijska banka Merrill Lynch, ki pa se je do nakupa ohladila skoraj sočasno, kot je RIH vstopil v lastništvo Heliosa. RIH je leta 2011 prek družbe Sortoben Bürobedarf kupil slabe 4 % delnic Heliosa (Polanič & Vuković, 2013).

Avstrijski RIH je v nezavezujoči ponudbi za nakup treh četrtin Heliosa ponudil 600 EUR za delnico. Nato so Avstrijci naredili skrben pregled Heliosa in odkrili tudi omenjeni posel. Posel so ocenili za poslovno zelo tveganega in posledično zavezujočo ponudbo, ki je sledila, tudi zaradi tega posla ter slabšega denarnega toka (EBITDA) v primerjavi s konkurenti, pa tudi zaradi deželnega tveganja, znižali za okoli 15 %, kar je znašalo končnih 520 EUR na delnico. Pri tej vrednosti delnice se je takrat ustalila tudi cena na borzi. RIH AG je tako močno izkoristil položaj Heliosa sebi v prid in na podlagi nejasnosti v povezavi z zemljišči zbil prodajno ceno delnice Heliosa, kljub temu da so bila elitna zemljišča v posredni lasti Heliosa, in posledično tudi vrednost teh zemljišč (Lipnik, Bertonselj & Sovdat, 2013).

Za zemljišče naj bi se poleg Blackstona in Merril Lyncha zanimali tudi nekateri večji nepremičninski vlagatelji ter arabski sklad Mubadala, ki ima pri svojih načrtih v Srbiji tudi močno politično podporo. Prav velik interes za nakup tega zemljišča odpira tudi vprašanja o dejanski vrednosti nepremičninskega projekta, ki so ga v Heliosu vrsto let pripravljali v strogi tajnosti. V Heliosovih bilancah je bilo zemljišče ovrednoteno na okoli 22 mio. EUR. Po več letih priprav so v Heliosu projekt dejansko pripeljali do faze, ko bi se lahko že začela gradnja, saj jim je uspelo združiti zemljišča in spremeniti njihovo namembnost. Prav tako je bila v Beogradu sprejeta tudi končna odločitev o zazidljivosti zemljišča, na katerem bi poleg več stanovanjskih zgradb s skupno 125.000 kvadratnih metrov površin zrasli tudi elitni hotel s petimi zvezdicami ter večje nakupovalno središče, vrtec in šola. Na zemljišču je bila predvidena tudi gradnja več poslovnih zgradb, ki bi jih končni vlagatelj brez večjih težav lahko zamenjal z donosnejšo stanovanjsko gradnjo (Polanič & Vuković, 2013).

RIH je glavni del financiranja prevzema družbe Helios pridobil s strani Templeton Global Total Return Fund, ki deluje v Sloveniji in je finančni sklad, ki je največji lastnik obveznic v Sloveniji, spada pa pod Franklin Templeton Investments s sedežem v San Mateu v Kaliforniji. Poleg omenjenega sklada so velik del finančnih sredstev, namenjenih prevzemu, pridobili tudi od GSO Capital Partners, ki je podobna klasični banki, ki ponuja kredite, manjšinski del finančnih sredstev pa so pridobili tudi od državne banke NLB. Vzporedno z

iskanjem virov financiranja so ocenili tudi možnost prevzema s pomočjo prej omenjenega »finančnega vzvoda«, za katerega je Martens trdil, da ga niso uporabili.

Pomemben dejavnik, eden ključnih pri opredelitvi možnosti za izvedbo prevzema tudi z uporabo »finančnega vzvoda«, je bil, da je imela družba Helios vezana pretežno le kratkoročna finančna posojila, ki bi v kratkem zapadla in so jih zato z lahkoto konvertirali oziroma pretvorili v dolgoročna posojila s sposobnostjo dodatne zadolžitve podjetja. Martens je pri tem obljubljal, da je bila dodatna zadolžitev potrebna le zaradi prevzema družbe kot dodaten vir financiranja, dolgoročno pa je načrt glede finančnega stanja Heliosa glede EBITDA družbe enak kot pri že prevzetem slovenskem podjetju Niko Železniki. Dolg Heliosa glede na EBITDA družbe je treba v prihodnjih nekaj letih po opravljenem prevzemu in konsolidaciji zmanjšati na najnižjo možno raven. Martens tako znova pove, da je bilo to tudi realizirano, saj je bil neto dolg Heliosa znižan s prvotnih 100 mio. EUR neto dolga na kasnejših 80 mio. EUR neto dolga. Vse skupaj je Martens podkrepil na način, da je izpostavil priznanje »Deal of the year«, ki so ga dobili po prevzemu Heliosa od neodvisne komisije strokovnjakov s področja industrije, ki letno ocenjuje področje M & A (združitev in prevzemov) v Združenem kraljestvu in Evropi. Slednji so namreč prevzem Heliosa s strani RIH med 160 nominiranimi posli v razponu prevzemov od 100 mio. do milijarde EUR označili za »Deal of the year«, ki postavlja standarde za prevzeme na višjo raven kakovosti in je lahko za zgled vsem ostalim (Martens, 2015).

Martens je poudaril, da je slab rezultat iz poslovanja Heliosa predvsem odraz slabega managementa oziroma upravljanja družbe, ki je iskal rešitve prek širitve na nove trge (južna Afrika, Brazilija itd.), kjer nikakor ne bi povečali dobička, morda le prodajo. Končnega čistega dobička od prodaje zagotovo ne, poleg tega pa bi bili stroški, povezani z omenjenimi aktivnostmi širitve, povsem nesprejemljivi. Namesto da bi postali inovativnejši na svojih primarnih trgih v Evropi, so svojo nesposobnost želeli prikriti prek neupravičenih širitve na nove trge. Velik problem Heliosa, ki ga je Martens videl kot enega izmed ključnih za slabo stanje družbe, so bile tudi ugodnosti, ki so jih zase zahtevali v upravi družbe. Pri tem vodilni niso sledili interesom lastnikov (problem principala in agenta), kar so upravičevali s čim večjo rastjo Heliosa, ki je bila posledica diverzifikacije poslovanja. Podjetje je posledično, kot že omenjeno, prinašalo večje prihodke od prodaje in zavajalo lastnike in javnost, vendar so bili istočasno prisotni nesprejemljivi stroški, povezani s širitvijo. Končni dobiček družbe tako nikakor ni upravičeval politike družbe oziroma vodstva družbe (Martens, 2015).

Martens je povedal, da bodo RIH kot novi lastniki Heliosa družbo najprej vpeljali v svoj sistem delovanja. Integraciji Heliosa v skupino RIH pa sledita prestrukturiranje in racionalizacija poslovanja družbe. Martens je pri tem napovedal, da racionalizacija ne bo potekala prek odpuščanj, temveč prek osredotočanja na jedro Heliosa, na njihov *core business*. Osredotočili so se tudi na poslovanje Heliosa. Napovedal je opuščanje nepotrebnih programov družbe, ki niso ekonomsko smiselni (njihova dodana vrednost ne upravičuje obstoja programa), s čimer bodo znižali stroške, centralizirali kapital in pospešili družno delovanje Heliosa in RIH (Martens, 2015).



Helios je tako od začetka prodajnega postopka do danes precej znižal število zaposlenih. V letu 2014 jih je bilo za 21 % manj, večinoma pa je odpuščal zaposlene v tujini. Konec leta 2014 je imel po vsej Evropi zaposlenih nekaj več kot 1700 ljudi. Že pred tem je delo v Domžalah izgubilo 155 ljudi (Ajpes, 2014).

Če skozi neko dobo delovanja oceniš, da nek posel nima smisla oziroma nima pričakovane dodane vrednosti v smeri dobičkonosnosti, ga brez oklevanja zapreš in se na njegovi podlagi ne širiš na nove trge v upanju na boljše čase. Tako so to počeli v Heliosu. Treba se je sprijazniti in tak posel (na primer proizvodni obrat) zapreti. Kot primer Martens navede potezo RIH, ki je takrat ravno zaprl enega izmed svojih 14 proizvodnih obratov. Zaprli so proizvodni obrat, ki je bil lociran v Avstriji in ni bil več rentabilen. S tem je Martens nakazal prihodnje poteze v Heliosu, ki niso bile izjema, temveč so stalna praksa RIH v vseh podjetjih, ki si jih lastijo. Na tak način delovanja je RIH od leta 2001, ko so imeli 16,1 mio. EUR prihodkov, povečal prihodke na 521 mio. EUR do leta 2014. Gre za učinkovit način delovanja, na katerega se pri poslovanju opirajo (Martens, 2015).

David Kubala, eden izmed predstavnikov novih avstrijskih lastnikov Heliosa, prisoten tudi med prevzemom, je predstavil vizijo RIH oziroma dolgoročni načrt holdinga, ki je takrat vključeval tudi Helios (kasneje to ni bilo tako, saj je RIH Helios preprodal naprej). Vizija RIH je bila, da postanejo eden izmed petih največjih premaznikov v Evropi, ki spadajo v t. i. *coating companies* oziroma podjetja, ki se ukvarjajo s premazi. Poleg tega je izpostavil, da si želijo novih uspešnih in kakovostnih prevzemov, ki jim bodo prinesli svoj delež, kot jim ga je Helios. Pri tem se bodo bolj osredotočili na Zahod, predvsem zaradi problemov, ki jih prinašajo prevzemi na Vzhodu. Želeli so si tudi čim več nadaljnjih aktivnosti v smeri integracije prevzetih podjetij, kot je Helios (Kubala, 2015).

Pri usmerjanju slovenskih podjetij na tuje trge je Martens svetoval, naj to ostanejo trgi EU kot njihovi primarni ali pa Rusija kot večna poslovna priložnost. Odsvetoval je osredotočanje oziroma kasnejše širjenje na tuje trge, kot so Afrika, Kitajska, Brazilija in drugi, kjer podjetja ne bodo ustvarjala dobička, temveč le zmotno, zavajajočo višjo prodajo, od katere ne bodo imeli končnih koristi. V slovenskih podjetjih je Martens prepoznal tudi napačno delovanje managementa oziroma uprave, ki pogosto zaseda ključne funkcije tudi v drugih podjetjih, zaradi česar težko ohranja zbranost v svojem primarnem podjetju. Prihaja lahko do navzkrižja interesov, do odtekanja kapitala in informacij ključnega pomena, zaradi česar v Avstriji odgovarjajo pred sodiščem, v Sloveniji pa se tovrstno udejstvovanje v več družbah tolerira. Martens je opomnil tudi na plačno politiko v Sloveniji, predvsem pri plačah managerjev. Bil je mnenja, da so plače glede na dobiček in poslovanje ter rast in zadolženost podjetij previsoke v smislu, da so nagrade in stimulacija za vse in da ni ločevanja »pridnih od nepridnih«. To so opazili tudi v Heliosu in so takoj spremenili način nagrajevanja zaposlenih. Postavili so sistem nagrajevanja, v katerem je nagrajen prispevek posameznika in ne prispevek celotne skupine, kjer se ne ve, ali so vsi zaslužni za uspeh ali pa je uspeh skupine odvisen od sposobnih posameznikov, ki vlečejo celotno skupino. Zaradi spremembe so doživeli tudi določen odpor oziroma bolj nestrinjanje zaposlenih (Martens, 2015).

Prevzemnik je bil prepričan, da ima ciljna družba že zelo dober položaj na trgu; načrtoval je še nadaljnji razvoj, širitev in krepitev tega položaja. Helios kot skupina, ki jo je vodil Helios, d. d., je eden od glavnih dobaviteljev premazov v Evropi in ima edinstven položaj na trgu, še posebej v srednji in vzhodni Evropi. V zadnjih letih pred prevzemom s strani RIH je bilo podjetje sposobno razširiti svoj tržni doseg prek agresivne prevzemne strategije, in sicer s pridobitvijo številnih trgovskih družb v različnih klasifikacijah. Poleg tega je Helios v zadnjih letih na ravni skupine izvedel pomembne naložbe v različne proizvodne obrate. Vendar pa Heliosu ni uspelo izkoristiti te edinstvene pozicije zaradi pomanjkanja ustrezne integracije novih prevzetih družb kot tudi zaradi počasnega razvoja trga v zadnjih letih. Zlasti regija jugovzhodne Evrope precej trpi zaradi negativnih makroekonomskih gibanj. Takšni in drugi učinki so na splošno povzročili zmanjšanje prihodkov na ravni skupine za približno 7 % v letu 2013 v primerjavi z letom 2012. Medtem ko so splošne informacije o trgu kazale, da se za regijo jugovzhodne Evrope pričakuje počasno okrevanje v letu 2014 in naprej, se je Helios soočal z veliko izpostavljenostjo trgov Rusije in Ukrajine, kjer je Skupina v seštevku skupaj ustvarila skoraj 30 % svojih prihodkov. Glede na takratne politične razmere in negotovosti na trgu glede prihodnjega razvoja te regije je obstajala močna potreba, da bi Helios optimiziral svoje notranje strukture in bi si prizadeval za maksimiranje učinkovitosti v največji možni meri z namenom zavarovanja pred potencialnim padcem prodaje v Rusiji in Ukrajini (Alta, 2015).

Na podlagi opravljenega skrbnega pregleda je prevzemnik videl velike potenciale optimizacije v poslovanju ciljne družbe. Obstajala je velika količina sinergijskih učinkov z divizijo premazov RIH, ki naj bi – med drugim – vodili k povečanemu obsegu proizvodnje v Sloveniji, izboljšanim dejavnostim nabave in k večji osredotočenosti na dobičkonosno prodajo kot na količinski obseg prodaje. Prevzemnik je v prihodnosti organizacijsko strukturo združene skupine določil z namenom doseganja prej omenjenih ciljev. Prevzemnik ni in niti v prihodnje ni nameraval zastaviti premoženja ciljne družbe kot zavarovanje za financiranje prevzema (Alta, 2015).

Prevzemnik je zaposlene, delavce in člane osebja videl kot najbolj dragoceno sredstvo in je verjel v uspešen razvoj ciljne družbe. Zavzemali so se, da bi nadaljevali s to naraščajočo tendenco, in zato obljubljali, da ne nameravajo ničesar spremeniti. V zvezi s politiko zaposlovanja sta se prevzemnik in ciljna družba v BCA dogovorila, da bo stopnja zaposlenosti v slovenskih družbah Heliosa v bistvenem delu ostala nespremenjena ali se bo povečala. Poleg tega je bilo v kupoprodajni pogodbi dogovorjeno, da se bo raven zaposlenosti (število zaposlenih s pogodbami za nedoločen čas) ciljne družbe v RS od dneva zaključka transakcije v bistvenem delu vzdrževala ali povečala, kar pa ne velja za delovna mesta, ki jih ima uprava ciljne družbe namen racionalizirati, in v primeru resnih ekonomskih težav (Alta, 2015).

Po prevzemu družbe Helios se je število zaposlenih že nekaj zmanjšalo, čeprav to ni bilo predvideno oziroma je bilo v prevzemni ponudbi zapisano, da ne bodo odpuščali. S strani takratnega vodstva družbe so obljubili, da v nadaljnja odpuščanja ne bodo šli (Alta, 2015).

#### 2.4.4 Posledice prevzema

Posledice prevzema Heliosa s strani RIH so se odrazile predvsem v prestrukturiranju družbe in racionalizaciji poslovanja. Pri tem je pomembno, da so avstrijski lastniki res ukinili nekatere nerentabilne programe Heliosa in opustili usmerjenost širjenja na trge tretjega sveta, ki so povzročali enormne stroške. Temu je sledilo tudi odpuščanje zaposlenih, predvsem iz teh opuščenih programov. V skupini Helios so po dogovoru med vodstvom in sindikati v oktobru in novembru 2014 odpustili 70 zaposlenih. Že pred tem, decembra 2013 in januarja 2014, so odpuščali, delo je izgubilo okoli 120 zaposlenih. Helios se je namreč soočal tudi z globokim padcem prodaje – v prvih osmih mesecih leta 2014 je prodaja na ravni Skupine glede na enako obdobje v letu 2013 padla za 5,8 % in je bila 6,2 % pod načrtovano. Že avgusta 2014 so bili prodajni prihodki na letni ravni nižji za 14 % in za 17 % pod načrtovanimi. Uprava je septembra 2014 v »obvestilu o padcu prodaje« napovedala ukrepe za racionalizacijo in optimizacijo različnih poslovnih področij. So pa s strani uprave podjetja zagotovili, da naj bi se sedaj število zaposlenih ohranilo vsaj naslednja tri leta, a ob predpostavki, da ne bo nadaljnjega slabšanja poslovanja. Od prevzema pa vse od prodaje Heliosa naprej so skupno odpustili okoli 500 zaposlenih v skupini. Število zaposlenih so tako znižali na 1700 zaposlenih. Poleg tega so prek dobrega korporativnega upravljanja dosegli boljše poslovne rezultate, kar je pomenilo posledični dvig EBITDA in višjo vrednost podjetja. Negativna poteza je bila odpustitev kompetentnih zaposlenih, predvsem v marketingu, kar se je odrazilo v opaznem upadu prodaje, predvsem na vzhodnih trgih, ki so bili dominantni trgi Heliosa (Rusija, Ukrajina). V Rusiji so celo zaprli en proizvodni obrat, katerega vzdrževanje ni bilo več smiselno oziroma upravičeno, predvsem zaradi slabše prodaje v Rusiji. Višina EBITDA skupine je postala štirikratnik Heliosovega prvotnega EBITDA. Helios sam je imel po prestrukturiranju pol manj dolgov in s tem povezanih stroškov financiranja. Ob prevzemu s strani RIH leta 2014 je Helios ustvaril dober milijon EUR dobička že v letu 2015, predvsem zaradi dobrega korporacijskega upravljanja novih lastnikov, in pa dobrih 17 mio. EUR prometa. Tudi produktivnost skupine Helios se je precej izboljšala (RIH, 2015).

RIH je ameriškima financerjema prevzema prikrival, da želijo Helios obdržati dlje, kakor si to običajno želijo vlagatelji tveganega kapitala. Kasneje, ko sta financerja prevzema to težnjo Heliosa prepoznala, sta nemudoma zahtevala prodajo naložbe, saj je bil njun cilj jasen – nakup, prestrukturiranje glede na potencial Heliosa in nadaljnja čimprejšnja prodaja zaradi ustvarjene razlike v ceni na delnico, doseženo s prestrukturiranjem. Slednje se je odrazilo tudi v tem, da je moral RIH zapustiti eden njegovih ključnih mož, Martens, ki je bil ena izmed ključnih oseb pri prevzemu Heliosa. Vodil je pogovore s financerji prevzema, v katerih je bil očitno tisti, ki je prikrival, da Helios ne bo prodan v tako kratkem času, kot bi si vlagatelji tveganega kapitala želeli. Poleg tega je bil razlog za odhod Martensa tudi spor z njegovim bratom Ralphom Martensom, ki je bil predsednik nadzornega sveta RIH. Uradni in tudi ključni razlog za odhod Martensa iz Heliosa pa je bil, da Helios ni dosegal pričakovanih donosov, kar je sicer sovpadalo s takratnim upadom prodaje. Na tem področju

naj bi Helios zašel v težave prav zaradi nekaterih odločitev Geralda Martensa, ki so močno načele prodajno mrežo domžalskega premaznika. Martens je vztrajal pri zamenjavi več dolgoletnih in izkušenih kadrov, kar naj bi bila voda na mlin konkurenci. Zamenjal je namreč celoten oddelek marketinga, ki je zelo uspešno deloval na vseh za Helios ključnih trgih, kot sta bila tudi Rusija in Ukrajina. Na izpraznjena delovna mesta so nato zaposlili nove kadre in službo marketinga še povečali, vendar brez vidnejšega uspeha. Američane naj bi skrbelo, da Helios ne dosega donosov, ki jih zahtevajo njihovi vlagatelji. To so uvideli kot zmanjševanje možnosti za zaslužek pri nadaljnji preprodaji podjetja. Dodaten razlog, ki je bil zelo moteč za financerje prevzema, pa je bila organizacija pogostih javnih in odmevnih zabav s strani Martensa. Skupaj z Martensom je takrat moral oditi tudi Gert Schmidt Leuhusen, član poslovnega odbora, zadolžen za prodajo (Cirman, Rankov & Modic, 2016).

Že poleti 2015 je RIH zaradi nesoglasij z Američani začel iskati novega lastnika za slovenski Helios. Martens je tedaj zatrdil, da bo RIH ostal solastnik domžalske družbe, a hkrati priznal, da iščejo vlagatelja, ki bo vstopil v lastništvo. S tem naj bi zagotovili svež kapital za izvedbo takratne skorajšnje širitve na zahodnoevropske trge, saj so vzhodnoevropski, kjer je bil Helios tradicionalno močan, upadali (Rusija, Ukrajina itd.). Med prodajo naj bi bilo več interesentov za vlaganje, a naj bi se ti iz potencialnega posla umaknili predvsem zaradi padca prodaje, slabih napovedi in očitkov o še vedno nerešenih zapletih glede elitnih zemljišč v Srbiji, katerih vpis v zemljiško knjigo je bil onemogočen, s tem pa tudi njihova nadaljnja prodaja. Dodaten razlog za skrb tako pri zainteresiranih investitorjih kakor tudi za ameriška financerja prevzema Heliosa pa je postalo dejstvo, da se je iz Heliosa popolnoma umaknil ameriški PPG Industries, s katerim so imeli sklenjeno pogodbeno sodelovanje v obliki sodelovanja *joint-venture* (skupna vlaganja na tujih trgih). Naposled so Avstrijci zainteresiranega kupca našli v »starem« interesentu za nakup Heliosa, to je japonski Kansai Paint, ki je Helios želel kupiti že leta 2011. Tako je težko trditi, da so ga našli. Bolje rečeno je, da so znova vzbudili njegov interes (Cirman, Rankov & Modic, 2016).

Za RIH, avstrijskega prevzemnika Heliosa, se stvari niso bistveno spremenile, ko je prišlo do prevzema. Njihov portfelj podjetij se je v osnovi povečal. Govorimo lahko o nadaljnji diverzifikaciji skupine oziroma o njeni širitvi. Njihovi strateški cilji ali celo vizija se niso spremenili. Prevzem za Avstrijce ni pomenil nekega preboja, saj so bili v vlogi finančnih vlagateljev (Kubala & Pangršič, 2018).

Po prevzemu so se večje spremembe dogajale v Heliosu. Prišlo je do odpuščanj zaposlenih, predvsem tistih, ki so bili usmerjeni v zgrešeni cilj Heliosa, povezan s širitvijo na trge držav tretjega sveta. Prišlo je tudi do opuščanja programov, ki niso upravičevali svojega obstoja, ker so bili nerentabilni. Tukaj sogovornika izpostavi tudi napako managementa Heliosa po prevzemu, ki je ukinil proizvodni obrat v Rusiji in želel korenito spremeniti poslovanje v Rusiji (Rusija je spadala med ključne trge Heliosa). V to jih je prepričala predvsem rusko-ukrajinska kriza, zaradi katere bi Helios na podlagi svoje odvisnosti od tega trga v vsakem primeru utrpel izgube. Kljub temu je bila njihova odločitev o zniževanju odvisnosti od

ruskega trga in odpustitvi ključnega Heliosovega kadra v prodaji na tem trgu velika napaka. Napaka se je odrazila v upadu prihodkov od prodaje in slabši prisotnosti na ruskem trgu ter tudi v upadu kakovosti zaposlenih, zadolženih za to tržišče. Ruskemu trgu so kasneje znova namenili več pozornosti ter prisotnost in prodajne učinke dvignili še nad prejšnjo raven uspeha (Kubala & Pangršič, 2018).

Temu je sledilo osredotočanje predvsem na jedro poslovanja Heliosa, na njegove primarne dejavnosti. Skozi čas je Helios nato postal ne le proizvajalec barv in premazov, temveč kompleksno podjetje, ki temu primerno nudi celostne rešitve za svoje poslovne partnerje (»Helios became a solution company, with purpose, to provide services and solutions, not just products«). To pomeni, da so sedaj usmerjeni predvsem v reševanje problemov/zapletov svojih kupcev, ki se pojavljajo skozi iskanja načinov za zadovoljitev njihovih potreb. Tako ponujajo rešitve financiranja, proizvodjanja, nabave, prodaje, implementacije in ostalih storitev. Helios tako že dolgo ni več podjetje, ki proizvaja le barve in lake. Izkoristili so trend gospodarstva, ki zahteva reševanje kompleksnih problemov prek enega samega izvajalca. To izvajalcu na koncu dodaja vrednost in prepoznavnost na trgu (Kubala & Pangršič, 2018).

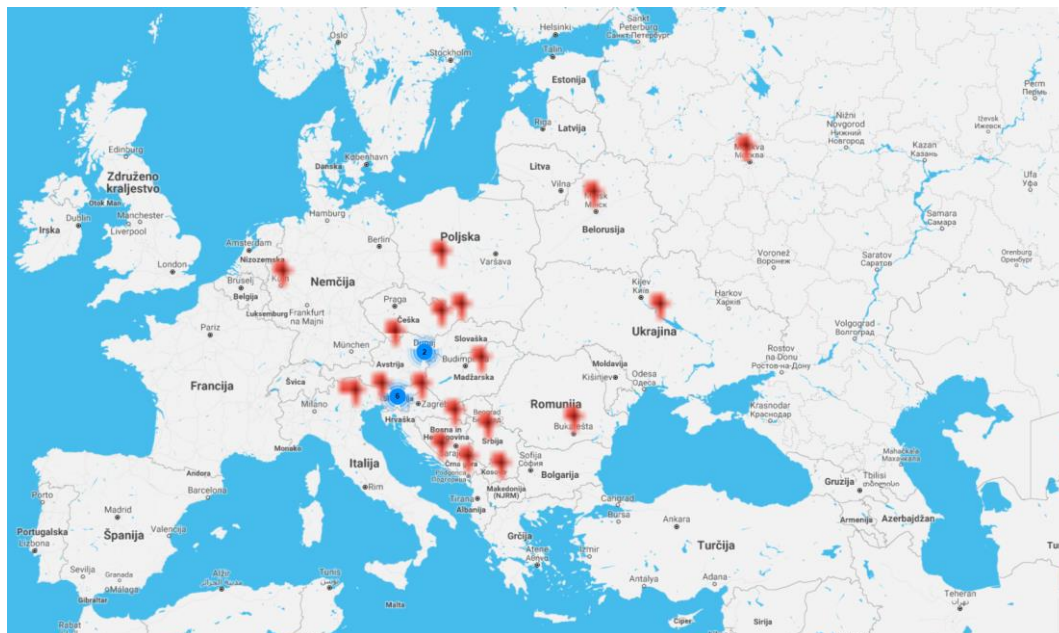
Naša sogovornika sta tukaj izpostavila podjetje Volkswagen, od katerega je od izvirnega podjetja ostala le še znamka, ime, uveljavljeno na trgu, kar prepriča kupce. Vse ostalo je v zunanjem izvajanju. Helios se zgleduje po tem sistemu, le da so čisto nasprotje, saj stranki nudijo paleto kompleksnih rešitev, celostno podobo, kar jim zmanjša komplikacije z več poslovnimi partnerji, ki bi se morali medsebojno usklajevati. V Heliosu ponujajo rešitve za vse izzive v panogi premaznikov (Kubala & Pangršič, 2018).

## **2.5 Postopek prevzema s strani Kansai Painta**

Po procesu konstruktivnih pogajanj med lastniki Skupine Helios – RIH, Franklin Templeton in GSO – in podjetjem Kansai Paint Co Ltd, ki je eden od desetih največjih proizvajalcev premazov na svetu, sta se v letu 2016 obe strani dogovorili glede pogojev pogodbe o nakupu deleža. Pogodba o nakupu deleža je bila tako podpisana 6. decembra 2016 na Dunaju. V skladu s podpisano pogodbo je podjetje Kansai Paint Co Ltd kupilo 100 % delež premazniške Skupine Helios. Prenos deleža je bil zaključen v prvi tretjini leta 2017 po odobritvi s strani organov za varstvo konkurence. Podpisana pogodba o nakupu je tako postavila nov mejnik za razvoj Skupine Helios, saj je s prevzemom postala evropsko središče podjetja Kansai Paint. Za nakup se je Kansai Paint odločil, ker je želel svojo prisotnost po vsej Evropi, hkrati pa je želel utrditi svoj položaj tudi z blagovno znamko Skupine Helios pod svojim okriljem. Podjetje Kansai Paint, ki je prvotno zraslo na Japonskem, je na globalnem trgu močno prisotno tudi v Aziji, Afriki in na Bližnjem vzhodu. Skupina Helios je s prevzemom tako postala evropsko središče za inovacije, R & R, proizvodnjo in distribucijo. Kansai Paint za Skupino Helios predstavlja pomemben korak, ki vodi k številnim novim priložnostim v smislu novih trgov in razvoja proizvodov (Ajpes, 2016).

Helios je danes zelo uspešna mednarodna skupina, ki se ukvarja s proizvodnjo in prodajo barv, premazov in umetnih smol. Skupino sestavlja prek 40 podjetij iz petnajstih držav, ki skupaj ustvarijo 380 mio. EUR letne prodaje (slika 10).

*Slika 10: Helios po svetu*



*Vir: Helios (2018).*

Skupina Helios in lastnik Kansai Paint sta maja 2018 praznovala več obletnic: 100 let podjetja Kansai Paint, 110 let od pričetka proizvodnje Heliosovih smol in 70 let podjetja Belinka. Za prihodnost podjetja so bistvenega pomena razumevanje trendov, nove naložbe in razvoj najsodobnejših premazov. Ena izmed pomembnejših Heliosovih zadnjih naložb je novi reaktor za proizvodnjo najbolj dovršenih smol na vodni osnovi, ki bo nadomestil stari reaktor za smole na osnovi organskih topil. Vrednost naložbe je znašala več kot 3 mio. EUR. Z modernim objektom, ki omogoča večjo kapaciteto, se bo skupna letna kapaciteta smol v Skupini Helios povečala s 60.000 ton na kar 64.000 ton (Helios, 2018). Hubert Culik (generalni direktor Skupine Helios) pravi, da je uspeh Skupine Helios rezultat znanja na področju premazov, ki se je nabiralo desetletja, ter njihovega pogleda na aktualni razvoj dogodkov in najnovejše trende na globalni ravni. Sto let podjetja Kansai Paint, 110 let tradicije Heliosovih smol in 70 let podjetja Belinka so obletnice, ki sporočajo *know-how*, kakovost in tradicijo v industriji premazov, obenem pa tudi nove prednosti, sinergije in višjo mero usmerjenosti v kupce. Vsa ta podjetja so ustanovili vizionarji. Ustanovitelj podjetja Kansai Paint je Katsujiro Iwai. Sledil je edinstveni poslovni filozofiji, ki je še danes globoko zakoreninjena v podjetju Kansai. Po drugi strani se je Helios razvil iz podjetja Ljudevita Marxa, ki je tovarno barv ustanovil skupaj z le peščico ljudi, danes pa je podjetje eno od vodilnih proizvajalcev barv in premazov na svetu. Hubert Culik je mnenja, da so sedaj na mestu, ko prevzemajo odgovornost in morajo biti vizionarji za prihodnost.

Zgodovina Heliosovih smol se je pričela pred 110 leti na lokaciji tovarne Color v Medvodah. V tistem času se je olje iz semen stiskalo in nato dodatno obdelovalo, kar velja za postopek, ki je bil predhodnik današnje proizvodnje alkidnih smol. Z ustanovitvijo podjetja Ljudevit Marx leta 1924 se je proizvodnja smol pričela tudi na Količevem. Dvajset odstotkov Heliosovih smol se nadaljnje uporabi v lastni proizvodnji, saj so premazi sestavljeni iz 30 do 40 % smol. Preostali delež smol se večinoma proda v zahodni Evropi. Poleg tega, da so smole pomembna surovina za premaze, se uporabljajo tudi za sestavljene proizvode v številnih industrijah, kot so navtična, gradbena, avtomobilska in druge (Helios, 2018).

Vse linije reaktorja v Heliosu so računalniško vodene, kar jim omogoča popoln nadzor nad procesi. S to metodo so omogočili ponovljivost, kakovost proizvodov, maksimalno optimizacijo in najvišjo mero varnosti procesov. Kot v drugih segmentih se visoki okoljski standardi izvajajo tudi v tovarni smol. Vse proizvodne enote so povezane s sodobno centralno napravo za čiščenje zraka. S pomočjo najsodobnejših tehničnih rešitev so proizvodni proces v celoti zaprli, tako da ne povzroča nikakršnih izpustov v okolje (Helios, 2018).

Helios in Kansai sta s skupnimi močmi prišla do globalne prepoznavnosti. S prevzemom Heliosa s strani podjetja Kansai Paint, do katerega je prišlo 1. aprila 2017, sta dve podjetji z dolgo zgodovino združili moči na evropskem trgu. Dejstvo, da ima Helios strateškega lastnika, kot je Kansai Paint, prinaša priložnosti v številni pogledih. Kubala (generalni direktor Skupine Helios) pravi, da je izmenjava znanja in sodelovanja med podjetjema že prinesla rezultate na specifičnih področjih. Omrežje in storitve Skupine Helios ter znanje podjetja Kansai Altan iz Turčije so združili na področju segmenta Tier 1 v avtomobilski industriji. Njihov cilj je oskrba proizvajalcev komercialnega transporta s skupnimi proizvodi. S podjetjema Kansai Altan in Kansai Paint Japan prav tako sodelujejo pri nadaljnjem razvoju segmenta kataforeznih premazov E-coat (KTL). V prihodnosti bodo naredili tudi korak naprej v drugih obstoječih segmentih. Kot eno vodilnih podjetij na trgu premazov železniške industrije v Evropi bo Helios še naprej širil svoje strokovno znanje na tem področju s poudarkom na okolju prijaznih izdelkih na vodni osnovi. Lansko leto so okrepili zmogljivosti na področju praškastih premazov, z novim reaktorjem za smole pa bodo povečali tudi proizvodne kapacitete smol na vodni osnovi. Segment dekorativnih premazov bodo dodatno razvili predvsem na področju projektnih poslov v gradbeništvu. S segmentom avtoreparatur Helios Refinish bodo svojim kupcem ponudili edinstveno uporabniško izkušnjo v kombinaciji s prilagodljivostjo in raznoliko paleto proizvodov. Poudarja, da nenehno nadgrajujejo tudi vse lokacije in redno vlagajo v tehnologije. To pa je tudi potrebno, da bi jih kupci prepoznali kot družbo, ki zagotavlja rešitve in najboljšo kakovost celotnega spleta: **znanja, tehnologije, značilnosti in uporabe izdelkov ter storitev za kupce.**

### 2.5.1 Analiza prevzema

Kansai Paint, japonski premaznik, ki spada med večje premaznike na svetu, je v boj za Helios vstopil že leta 2011, ko so Japonci izrazili jasen interes za nakup skupine Helios. Takrat dlje kod do ogledovanja ni prišlo.

Kansai Paint je nato znova obudil svoje zanimanje leta 2016, ko so takratni lastniki, Avstrijci in sklada tveganega kapitala, vodili pogovore s potencialnimi interesenti, ki so bili poleg RIH prisotni že leta 2013. Takratni lastniki so se odločali glede tega, ali bi ostali v Heliosu in zmanjševali dolg še naprej ter tako poviševali vrednost naložbe ali pa še kaj prevzeli. Ogledovali so si nekaj primernih ciljnih podjetij, predvsem po zahodni Evropi. Vse to bi bili nekaj stomilijonski prevzemi. Za realizacijo bi potrebovali dodatne financerje, kar bi podaljšalo časovno obdobje njihovega izstopa iz naložbe. Treba se je zavedati, da je prav naloga zasebnih naložbenih (angl. *private equity*) skladov, kot sta bila v našem primeru financerja Templeton in Blackstone, da očistijo podjetje in ga prodajo naprej strateškim kupcem. Ti želijo naložbe *plug and play* take, da jih lahko takoj uporabijo. Gre za strateške kupce, ki nimajo ne časa ne volje ukvarjati se s prestrukturiranjem ciljnega podjetja (Schroll, 2016).

Kansai je tako izmed vseh interesentov ponudil največ. Helios je kupil po približno štirikrat večji vrednosti v primerjavi z vrednostjo nakupa RIH. Razlika v ceni je predvsem plod večjega EBITDA skupine, ki je postala štirikratnik Heliosovega prvotnega EBITDA. Helios sam ima sedaj pol manj dolgov in s tem povezanih stroškov financiranja. Ob prevzemu leta 2014 s strani RIH je ustvaril dober milijon EUR dobička, že v letu 2015, predvsem zaradi dobrega korporacijskega upravljanja novih lastnikov, pa dobrih 17 milijonov. Tudi produktivnost se je precej izboljšala (Schroll, 2016).

Japonski premaznik je v javni objavi in priloženem dokumentu »Notice Concerning Acquisition of Shares of European Coatings Maker Helios Group« objavil, da je bil strateški prevzem skladen s srednjeročno strategijo vodstva. Prevzem so Japonci izvedli z namenom utrditve položaja in širitve na obstoječih trgih na podlagi globalizacije, kar je pomenilo prodor na nove trge in nova poslovna področja. Prevzem so izvedli tudi zato, ker so ocenili, da evropski trg obeta rast, poleg tega pa bo pripomogel k soustvarjanju sinergij in povečevanju konkurenčnosti celotne skupine Kansai Paint. Poleg tega je Helios pokrival velik del srednje, zahodne in vzhodne Evrope kakor tudi Rusije. S tem jim je bil omogočen prodor na omenjena tržišča, kjer pred prevzemom niso bili prisotni. Enako pa je tudi Heliosu omogočena širitev na tržišča, na katerih prej ni bil prisoten. Omogočen mu je izvoz na azijski in afriški trg ter tudi poslovanje z japonskimi kupci po Evropi (Kansai Paint, 2016).

Nakup delnic Heliosa je za Kansai Paint tako pomenil prvi korak do uspešnega vstopa na evropski trg. Nova evropska podružnica bo tako za japonskega premaznika predstavljala nekakšno osnovo, bazo za vse nadaljnje širitve znotraj Evrope v prihodnosti. Predstavljala



bo tudi prispevek pri nadaljnjih izboljšavah finančnih rezultatov prek implementacije naslednjih meril (Kansai Paint, 2016):

- vključiti podjetja, ki delujejo v številnih državah po Evropi in v Rusiji, z uporabo odličnega obstoječega upravljanja podjetij, ki je do sedaj ustvarilo donosno poslovno strukturo Kansai Painta,
- izkoristiti prevzem za nadaljnjo širitev prek visokokakovostnega področja raziskav in razvoja, proizvodnih baz in produkcijskih baz tako v Rusiji kakor tudi na evropskih trgih ter tudi na novih trgih in področjih,
- globalno izkoristiti visokokonkurenčne tehnologije in kategorije izdelkov, kot so izdelki za preverjanje pristnosti in premazi za motorje, za katere se pričakuje, da bo povpraševanje v prihodnosti naraslo,
- ustvariti sinergije prek dopolnjevanja in izmenjave izdelkov, tehnologije in znanja obeh skupin oziroma skupine Kansai Paint in njene evropske podružnice Helios.

Predvsem na podlagi zgoraj navedenih razlogov skupina Kansai Paint in njeni lastniki verjamejo, da bo nakup pripomogel k srednje- do dolgoročni širitvi poslovanja skupine. Verjamejo tudi, da bo prispeval k večji vrednosti za delničarje, torej lastnike skupine Kansai Paint (Kansai Paint, 2016).

Glavni ukrepi za doseg višjega EBITDA so bili predvsem opuščanje nepotrebnih programov, ki so podjetje izčrpavali in mu niso dodajali vrednosti. Sledila so tudi odpuščanja, predvsem tistih, ki so na podlagi opuščanja programov postali tehnološki višek. Tudi osredotočanje na jedro poslovanja Heliosa je bil pomemben korak k vnovičnemu dvigu EBITDA, saj so znova dvignili raven prihodkov, predvsem pa raven dobička. Prav tako obvladovanje stroškov oziroma stroškovna učinkovitost je bila pomemben del dviga EBITDA. Ustvarili so tudi večjo razliko med proizvodno in prodajno ceno proizvodov (RVC), kar je omogočila/dovoljevala tudi boljša gospodarska situacija nasploh (Kubala & Pangršič, 2018).

Oba sogovornika sta zanikala višjo prodajno ceno Heliosa v drugem prevzemu s strani Kansai Paint. Višja prodajna cena je bila predvsem seštevek višje vrednosti Heliosa, ki je bila ustvarjena s strani RIH. Helios pa ni dosegel višje vrednosti, ker bi bil sam po sebi vreden več. V osnovi je bilo podjetje vredno enako kot pri prvem prevzemu. Višja vrednost Heliosa je bila predvsem plod znižanega neto dolga višje stopnje čistega dobička na letni ravni, povečanih prihodkov od prodaje, dviga produktivnosti, modernizacije itd. Dvig čistega dobička je bil povezan s tremi glavnimi področji: **prodajo**, povezano z dobro maržo, rastjo cen in dobičkonosnim poslovnim področjem v kombinaciji z učinkovito **nabavo in dobro stroškovno učinkovitostjo podjetja** (»sales – connected with margin price, price increases, profitable business area – combined with **purchase** and **good cost efficiency**«). Gre predvsem za ročno delo managementa in ne strategijo. Sogovornika to delo v podjetju primerjata z delom tesarja, ki oblikuje končni izdelek po meri. V tem primeru ni šlo za posebno strategijo ali metode, s katerimi so dosegli višji dobiček. Pri dolgovih je bila

pomembna tudi ročnost, pri kateri so večino dolgov spremenili v dolgoročne finančne obveznosti. Helios je bil pred tem večinsko kratkoročno zadolžen. Poleg tega se je Helios prodajal skupaj v paketu še s podjetjem Rembrandtin, ki je s seboj nosilo večjo zalogo dolgov, ki so jo Japonci kot prevzemniki tudi prevzeli. Šlo je za okoli 160 mio. EUR dolgov. Skupaj s Heliosom torej kar za nekaj čez 200 mio. EUR dolga. Tudi dolgovi so bili pomemben del prodajne cene pri nakupu s strani Kansai Painta (Kubala & Pangršič, 2018).

### 2.5.2 Motivi za prevzem

Motivi za prevzem ciljne družbe s strani japonskega Kansai Paint so bili strateške narave. Prevzemnik je imel v tem primeru dolgoročne namene, predvsem na podlagi sinergijskih učinkov. Kansai Paint je v Heliosu videl vstopno točko na evropsko tržišče prek uveljavljenega podjetja, kot je bilo Helios, ki je že imelo močno blagovno znamko. Kansai Paint je glavni motiv videl v pokritju evropskega tržišča, kjer pred prevzemom ni bil vidno prisoten. Poleg tega jim je nakup ciljne družbe omogočil boljše pogoje na področju raziskav in razvoja prek izkušenj in znanja zaposlenih v ciljni družbi. Kot dodana vrednost se je izkazala tudi prodaja Heliosovih izdelkov na tržišča, kjer je bil Kansai Paint že uveljavljen. Gre predvsem za tržišča Azije in Afrike ter tudi Japonske. Kansai Paint je v ciljni družbi prepoznal velik neizkoriščen potencial družbe, ki je sovpadal z njihovo ideologijo globalizacije prek širitve poslovanja. Japonski Kansai Paint je tako nastopil kot izrazito strateški kupec. Prevzem ciljne družbe – Heliosa je bil za Kansai Paint pomemben tudi z vidika njihove težnje, da bi v roku treh do desetih let po prevzemu postali vsaj četrti največji premaznik na svetu. Za uresničitev zadanih ciljev so nujno potrebovali tudi konkreten prodor in osvojitve evropskega tržišča. Slednje se jim je samo po sebi ponujalo prek prevzema skupine Helios (Kansai Paint, 2016).

Glavni motiv prevzema za Kansai Paint je bil nedvomno preboj na evropski trg, ki so ga Japonci nujno potrebovali, ker želijo postati eno večjih premazniških podjetij na svetu. V Evropi pred nakupom Heliosa niso bili prisotni. Prek nakupa Heliosa so opravili konkreten preboj na evropsko tržišče s pomočjo uveljavljenega podjetja, ki je poslovalo v vseh gospodarsko močnejših državah v Evropi kakor tudi v nekaterih tistih, ki so pomembne zaradi prepoznavnosti. Prek nakupa podjetja Helios so Japonci opravili korak, skladen z njihovo vizijo. Pridobili so tako na času, ki bi bil sicer potreben za učenje poslovanja znotraj Evrope, kot različnem načinu delovanja konkurence idr. Dolgoročno so kljub konkretno visoki naložbi za evropske razmere prihranili tudi stroškovno. S prevzemom Heliosa so se znebili tudi vseh tveganj, ki jih podjetja prevzemajo pri prodorih na nove tuje trge. Poleg tega so kupili sanirano in agilnejše podjetje, kot je bil Helios pred prevzemom RIH. O podrobnejših motivih japonskega premaznika Kansai Paint sogovornika nista želela govoriti, saj nista imela odobritve lastnikov (Kubala & Pangršič, 2018).

### 2.5.3 Prezemna ponudba

Helios je bil prava izbira za japonskega strateškega interesenta, ki je obudil staro težnjo po širitvi znotraj Evrope. Šestega decembra 2016 je Kansai Paint na svoji spletni strani tudi javno objavil, da so zaključili nakup skupine Helios, ki je bila preoblikovana v podružnico Kansai Paint prek prevzema delnic družbe Annagab SA s sedežem v Luksemburgu. Skrajni rok za prenos delnic na Kansai Paint je bil 31. 3. 2017. Pred to transakcijo Kansai Paint ni imel v lasti nobenih delnic Heliosa. Nakupna cena je bila 572 mio. EUR, s čimer je Kansai Paint pridobil 100 % delež ciljnega podjetja (Kansai Paint, 2016).

### 2.5.4 Posledice prevzema

Kansai Paint, japonski kupec Heliosa, je bil za nakup zainteresiran že leta 2011. Že takrat se je pojavil kot strateški kupec. Tudi sedaj, ko je leta 2016 Kansai Paint dokončno prevzel Helios, se njihov motiv ni kaj dosti spremenil. Potrebovali so uveljavljeno podjetje v Evropi, da bi lahko naredili konkreten preboj na evropsko tržišče. Posledice se tako odražajo predvsem prek pozitivnih učinkov skupnih sinergij in dopolnjevanja. Helios ima potencial in možnosti vstopiti na tržišča, na katerih je Kansai Paint že uveljavljen, in posledično tržiti svoje izdelke. Helios v primeru, če jih Kansai Paint ne bi prevzel, nikoli ne bi prodril na določena tržišča, kot je na primer Japonska. Helios je pridobil močno tržišče prek novih lastnikov in s tem tako časovno kot stroškovno prihranil pri preboju na tuji trg. Vzpostavljeno bo tudi poslovanje z japonskimi poslovnimi partnerji v Evropi. Po drugi strani pa je tudi Kansai Paint storil velik korak k osvojitvi evropskega trga, na katerega vstop oziroma prodor so se Japonci pripravljali že vrsto let. Slednje kaže na pomembnost vstopa na evropski trg za japonskega giganta. Helios bo imel zaradi prevzema s strani strateškega kupca zagotovljen nadaljnji obstoj in razvoj, podprt bo tudi finančno. Sami so postali glavno središče za raziskave in razvoj v Evropi za celotno skupino Kansai Paint. Helios je s tem pridobil pomembno vlogo v skupini in pomembno prispeval k lastni dolgoročni ohranitvi družbe. Kansai Paint bo poleg prvenca na evropskih tržiščih pridobil veliko znanja (angl. *know-how*), ki se nalaga v zaposlenih Heliosa. Obe družbi bosta tako ob sinergijah in njihovi popolni implementaciji ter kasnejši izmenjavi vrednot pridobili tako časovno kot tudi stroškovno. Konkurenčnost japonske skupine vključno s Heliosom se bo posledično okrepila in stopnjevala. Soočanje s konkurenčnimi podjetji oziroma skupinami bo tako kakovostnejše in bolj odzivno.

Helios je postal pomemben steber skupine Kansai Paint na evropskem trgu. Zaupana mu je bila vloga središča za R & D ter razvoj inovacij za celotno skupino Kansai Paint na evropskem trgu. Postal naj bi tudi pomembnejši v verigi dobaviteljev. Poleg tega bo Helios lahko prodiral na trge v državah Azije in Afrike, kar je pred tem zaradi težav ukinil (pri prodoru na brazilski trg). To mu bo sedaj omogočeno prek lastnika Kansai Paint, ki ima v Aziji in Afriki močen in stabilen položaj. Poleg tega je Helios pridobil kakovostnega

strateškega lastnika, ki bo skrbel za dolgoročni razvoj podjetja Helios (Kubala & Pangršič, 2018).

Kansai Paint je storil velik korak naprej, skladen s svojo strategijo prodora na evropski trg. Japonci so tako kakovostno razširili svoj portfelj naložb prek nakupa kakovostnega podjetja na evropskem tržišču. V skupino so pridobili veliko novega znanja (angl. *know-how*) ter ustvarili veliko novih sinergij prek proizvodov in dopolnjevanja na različnih trgih. Skupina Kansai Paint bo tako lažje nadaljevala pot proti cilju – postati eden izmed treh največjih podjetij na svetu, ki se ukvarjajo s premazi (Kubala & Pangršič, 2018).

### **3 PRIMERJAVA OBEH PREVZEMOV S PREDLOGI ZA UPRAVLJANJE PODJETIJ**

Iz obeh prevzemov Heliosa, ki sta bila različna, a na nek način povezana, saj sta oba ustvarila pot do položaja Heliosa, v katerem je danes, je moč potegniti končne zaključke.

Avstrijski RIH je v prevzem Heliosa vstopil leta 2014. Istega leta ga je tudi v celoti prevzel. Prevzem je potekal prek nakupa delnic, sprva v višini okvirnih treh četrtin Heliosa in zatem še preostalega deleža. Prevzem avstrijskega RIH sta v ozadju podprla ameriška investicijska sklada tveganega kapitala, kar pomeni, da je šlo za finančni prevzem z namenom preprodaje podjetja po opravljeni sanaciji podjetja in dvigu njegove vrednosti.

Japonski Kansai Paint je v prevzem vstopil brez vlagateljev tveganega kapitala, pripravljen plačati polno ceno za premaznika iz Domžal. Prevzem ni potekal prek odkupa delnic družbe, saj so Avstrijci družbo v vmesnem obdobju preoblikovali iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo. Prevzem je bil tako izveden prek plačila dogovorjene kupnine in prepisa družbe na japonskega premaznika.

RIH je z nakupom pričel v času, ko je bila RS pod pritiskom odprodaje državnega premoženja, in sicer predvsem zaradi negativnih posledic finančne in gospodarske krize v preteklih letih, ki je poleg slabega državnega upravljanja podjetij v državni lasti RS zavezala, da jih bo prodala. Bilo je tudi prvo izmed vseh s seznama za privatizacijo, ki je bilo prodano.

Japonski Kansai Paint pa je v prevzem vnovič vstopil leta 2016 (prvič so interes izrazili že leta 2011), ko je bil Helios v veliko boljšem, saniranem stanju kot pred prevzemom Avstrijcev. To nakazuje na dolgoročne namene Japoncev, saj je bil Helios leta 2011 vreden veliko manj, pa so se kljub višji prodajni ceni Avstrijcev znova odzvali in družbo odkupili. Tudi plačilo višje prodajne cene Avstrijcem nakazuje veliko dodano vrednost pridobitve Heliosa za japonsko premazno skupino Kansai Paint. Japonci pri nakupu tako niso izkoriščali okoliščin prisilne odprodaje državnega premoženja in niso imeli možnosti pritisniti na kupca prek zbijanja prodajne cene, pogojev nakupa, poprodajnih aktivnosti v zvezi z zaposlenimi in drugo.

Po prevzemu Heliosa s strani avstrijskega RIH so se morali Avstrijci osredotočiti na sanacijo družbe prek opuščanja programov in posledičnega odpuščanja zaposlenih, prek dobrega korporativnega upravljanja tudi do znižanja neto dolga in dviga EBITDA. Vse z namenom uresničitve končne preprodaje podjetja strateškemu kupcu in ustvarjanja razlike v nakupni in prodajni ceni Heliosa. Stremeli so k čim večjemu dobičku ob prodaji.

Japonski Kansai Paint pa je kupil že sanirano družbo in teh skrbi ni imel. Japonci so se lahko takoj osredotočili na implementacijo domžalskega podjetja v lastno skupino. Osredotočili so se lahko predvsem na skupne sinergije, zaradi katerih so prvotno tudi izvedli nakup. Takoj so pričeli z realizacijo načrtov na skupni poti, kar je pripeljalo do obojestranske koristi. Kansai Paint se je po nakupu Heliosa obnašal skrbno, kot se obnašajo le pravi strateški lastniki, ki imajo dolgoročne namene in vizijo.

Prevzema se razlikujeta že pri osnovnih motivih obeh prevzemnikov. Avstrijski RIH med svojimi motivi za prevzem poseduje predvsem tiste, ki so zasledovali kratkoročno vizijo in sklenitev dobrega posla z namenom zaslužka pri preprodaji strategu Heliosa. Ti motivi so bili izključno finančne narave. Temu pritrujeta tudi ameriška financerja v ozadju prevzemnika, katerih narava kliče k ustvarjanju dobička od posla. Nič drugače ni bilo v primeru nakupa Heliosa s strani RIH v sodelovanju z ameriškima skladoma Franklin Templeton in Blackstone.

Motivi zadnjega prevzemnika Heliosa pa so povsem drugačne narave. Japonski Kansai Paint pa je k prevzemu vodila predvsem njihova srednje- do dolgoročna strategija, usmerjena tudi v kakovosten prodor na tržišča Evrope, kjer prej niso bili prisotni. Njihovi motivi so bili tako usmerjeni v iskanje pravega evropskega podjetja, ki ga bodo prevzeli izključno na podlagi skupnih sinergij in njihove ustreznosti, kar bo omogočilo prodor japonskega giganta v Evropo. Podjetje Helios je tem kriterijem Japoncev zadoščalo, zato so izvedli prevzem. Njihovi motivi so tako povezani s strateškimi načrti in vizijo, kar podjetju Helios zagotavlja krepitev in širjenje znotraj skupine Kansai Paint (Kansai Paint, 2016).

Prevzema se močno razlikujeta tudi v posledicah. Pri prevzemu Heliosa s strani avstrijskega RIH, ko je šlo za finančni prevzem, so se posledice odrazile predvsem prek prestrukturiranja družbe in racionalizacije poslovanja. Sledile so posledice, ki sovpadajo z naravo finančnih prevzemov. To pomeni, da so avstrijski lastniki v sodelovanju z ameriškimi skladi pričeli opuščati določene nerentabilne programe in zaposlene v teh programih družbe. Prišlo je tudi do občutnega znižanja števila zaposlenih. Negativnim posledicam tega finančnega prevzema pa so sledile tudi tiste pozitivne, predvsem za prevzeto družbo Helios. Lastniki so namreč prek odgovornega korporacijskega upravljanja dosegli znižanje neto dolga Heliosa na 80 mio. EUR, kar je znašalo okoli 20 % celotnega neto dolga družbe. Slednje se je odrazilo v boljšem stanju in agilnejšem obnašanju družbe. Znižali so tudi stroške financiranja dolgov družbe, kar je bila posledica predhodnega znižanja dolga Heliosa. EBITDA Heliosa so dvignili precej višje prek dobrega upravljanja družbe. EBITDA je postal štirikratnik prvotnega pred prevzemom. Tudi čisti dobiček podjetja so s skromnega milijona evrov

dvignili na dobrih 17 milijonov evrov v letu 2015, predvsem z dvigom storilnosti podjetja. Negativna posledica upraviteljev družbe pa je bilo poseganje v izkušeni kader komercialne in marketinga, predvsem za trgu Rusije. To se je odrazilo v negativnem upadu prodaje na enem izmed ključnih trgov domžalskega premaznika. Sledilo je tudi zaprtje enega izmed obratov v Rusiji, ki zaradi napake vodstva ni bil več rentabilen (Ajpes, 2015).

Pri drugem prevzemu s strani japonskega prevzemnika Kansai Paint, ko je šlo za strateški prevzem Heliosa, pa so se posledice odrazile predvsem prek strateških sprememb in izboljšav. Te so plod uresničevanja skupnih sinergij med Heliosom in japonsko skupino. Japonski skupini je tako uspel dolgo želeni kakovostni preboj na tržišče Evrope. S prevzemom so pridobili ogromno znanja, ki ga posedujejo zaposleni v Heliosu. Japonci so si prek Heliosa zagotovili evropsko središče za raziskave in razvoj. S tem so zopet ustvarili pomembne prihranke časa in denarja v primerjavi s konkurenco. Pridobili so nove izdelke in nove trge. Helios je pridobil strateškega kupca in s tem dolgoročnega in kompetentnega lastnika. Posledično je Helios deležen kakovostne obravnave lastnikov, ki so ga postavili kot eno izmed osrednjih figur skupine, predvsem pri poslovanju na evropskih tržiščih. Helios ima tako zagotovljena tudi potrebna finančna sredstva za nadaljnji obstoj in razvoj, skladno z dolgoročno vizijo japonskega premaznika. Tudi Helios se je otesel določenega bremena, saj se je tako rekoč čez noč pojavil na mnogih trgih, kjer prej ni bil prisoten in kjer bi bil tudi sicer prodor mnogo težji. Japonci so prispevali svoje izkušnje in znanje s poslovanja na teh tržiščih. Oboji se bodo tako lahko enostavneje in pospešeno učili o poslovanju na za njih novih trgih. Helios je z novimi lastniki pridobil dolgoročno garancijo, saj ima Kansai Paint vizijo postati eden izmed večjih tovrstnih premazniških skupin na svetu in Helios bo del tega. Oba deležnika uživata predvsem pozitivne posledice prevzema, saj je prevzem temeljil na skupnih sinergijah, ki na splošno, ob kakovostni priključitvi prevzetega podjetja h prevzemniku, krepijo dolgoročne pozitivne učinke.

Če bi Slovenija kot lastnica sama poskrbela za dobro korporacijsko upravljanje in sanacijo že pred prodajo podjetja, vmesni, finančni kupec ne bi bil potreben. Država bi tako tudi več iztržila pri prodaji. Ker država ni bila sposobna kakovostnega upravljanja takrat še Skupine Helios in zaradi časovnega pritiska ter ostalih škodljivih dejavnikov pri prodaji Heliosa, je bil vmesni finančni vlagatelj oziroma lastnik neizogiben.

Slaba prodajna situacija državnega lastnika je sama po sebi klicala špekulativne kupce in strategom pošiljala signale, naj počakajo. Po izvedenem finančnem prevzemu so novi lastniki pričeli z izvajanjem prepotrebnih ukrepov v zvezi s saniranjem in prestrukturiranjem skupine Helios. Pokazali so tudi način kakovostnega korporacijskega upravljanja skupine in pozitivne učinke tega, kar se je odrazilo v nižjem dolgu podjetja, višji stopnji storilnosti, višjem EBITDA in večjem končnem čistem dobičku.

Posledično so finančni vlagatelji dosegli svoj namen in močno dvignili vrednost podjetja Helios. Z dvigom njegove vrednosti se je sorazmerno dvignila tudi prodajna cena Heliosa

nadaljnemu strateškemu kupcu. Ostalim finančnim vlagateljem se nato niti ni splačalo več vpletati, saj je prvi opravil odlično delo. Interes strategov tako ni vprašljiv.

Pri nadaljnji prodaji Heliosa, ki je bila le vprašanje časa, se je pojavil strateški kupec, ki se je na nek način že ponujal glede na predhodni interes Japoncev v letu 2011. Japonci so ob prevzemu za Helios plačali toliko, kot je ta postal vreden zaradi kakovostne sanacije in dobrega korporacijskega upravljanja Avstrijcev po njej. Enako vrednost bi lahko pri prodaji iztržila tudi RS, če bi bila sposobna in pri volji sama opraviti nujni del sanacije škode, ki sta jo povzročila kriza in predhodno slabo korporacijsko upravljanje družbe.

Japonci so nato po prevzemu kot dolgoročni strateški kupec pokazali prav takšne namere in pričeli z učinkovito in kakovostno implementacijo podjetja Helios v svojo skupino. Skupne sinergije so bile povod za prevzem in tudi glavni razlog Japoncev. Prav te pa so Helios postavile v položaj znotraj skupine, ki mu daje eno od ključnih vlog v skupini, predvsem pri poslovanju v Evropi.

Helios je tako z zadnjim prevzemom veliko pridobil. Veliko je pridobil skozi oba prevzema, ki sta bila nujno potrebna, da ima podjetje zagotovljeno dolgoročno prihodnost. Tako še naprej ostaja eden od ključnih igralcev v evropskem prostoru med podjetji, ki se ukvarjajo s premazi.

Predlogi z implikacijami za upravljanje podjetij (država kot lastnik):

- država bi morala že ob uvrstitvi 15 podjetij na seznam za privatizacijo pričeti s sanacijo škode v teh podjetjih, ki sta jo pustila kriza in slabo korporacijsko upravljanje,
- na ta način bi država preprečila interes špekulantov pri prodaji, saj bi njihov del nalog opravila sama,
- država bi s tem poskrbela, da bi se v prodajni postopek vmešali predvsem strateški interesi, ki bi si zdravo konkurirali pri nakupu,
- na ta način bi država sprejela ekonomsko upravičene odločitve in poskrbela za dolgoročno dobrobit podjetij, ki se privatizirajo,
- država bi tako tudi poskrbela za državni proračun, saj drugače razliko v ceni med obema prevzemoma poberejo finančni vlagatelji, ki podjetja sanirajo in prestrukturirajo,
- podjetja bi tako dobila končne strateške lastnike, ki bi podjetja kupili in kasneje v svoj sistem vključevali predvsem zaradi skupnih sinergij,
- država kot lastnik bi morala skrbeti tudi za možnost pojava problema principala in agenta, predvsem v smislu nadzora nad apetiti slednjih, ki ne upravičujejo poslovnih rezultatov podjetij,
- v primeru slabega korporativnega upravljanja in neskrbnega ravnanja agentov bi morala država kot zgled državljanom sanirati škodo in poskrbeti za prevzemanje odgovornosti tistih, ki so imeli vajeti podjetja v rokah,
- predvsem pa se v podjetjih ne bi smelo vztrajati predolgo in se izogibati odgovornosti za nastalo situacijo. Sprejeti je treba tiste ukrepe, ki bodo takšne situacije reševali.

V prvem primeru prevzema Heliosa s strani avstrijskega RIH je šlo večinsko za elemente finančnega prevzema podjetja. Temu pritrjujeta tudi finančna podpornika prevzema, ameriška sklada tveganega kapitala Franklin Templeton in Blackstone. Slednja sta v ozadju podprla prevzem Avstrijcev. Po prevzemu so sledile tipične poteze novega vodstva podjetja Helios, ki se je usmerilo v dvig vrednosti podjetja prek izboljšanja glavnih nosilcev vrednosti podjetja. Med te spadajo nižja zadolženost podjetja, stroškovna učinkovitost, višji prihodki od prodaje, večja razlika v ceni (RVC) itd. ter seveda višja raven čistega dobička (Kubala & Pangršič, 2018).

Po izvedenih poprevzemnih postopkih je bil Helios pripravljen na drugi prevzem. Zaradi boljše kondicije podjetja je nadaljnja prodaja Heliosa takoj pritegnila strateške vlagatelje, na koncu najbolj japonskega Kansai Painta, ki je Helios odkupil v celoti. Pri prevzemu Japoncev v ozadju ni bilo prisotnih vlagateljev tveganega kapitala, temveč je šlo za strateško naložbo japonske skupine Kansai Paint, ki je s tem realizirala dolgo želeni preboj na evropsko tržišče (Kubala & Pangršič, 2018).

Razlika med prevzemnikoma je bila tako več kot očitna. Če pri prvem finančnem prevzemu govorimo izključno o kratkoročnih ciljih prevzemnika, vezanih na sanacijo ciljne družbe, preprodajo naložbe in končnega čim večjega čistega dobička od posla, pri drugem prevzemu govorimo o dolgoročnih ciljih prevzemnika, o strateških potezah in prevzemu, ki je bil izveden na podlagi prepoznanih skupnih sinergij med ciljno družbo in prevzemnikom (Kubala & Pangršič, 2018).

Če Helios sprva ne bi bil prevzet s strani finančnega prevzemnika in posledično ne bi bili izvedeni vsi postopki, ki so naložbo pripeljali do stopnje, zanimive za strateške vlagatelje, strateški kupci vsekakor ne bi pokazali tolikšne stopnje zanimanja za naložbo v Helios. Poleg tega bi bila prodajna cena tudi v primeru takojšnjega nakupa s strani strateškega kupca mnogo nižja, saj je bil Helios kot naložba predvsem tvegana naložba. Po obravnavi Heliosa s strani RIH pa je Helios postal varnejša naložba za strateške vlagatelje. Strategom je ponujal dober položaj na evropskem tržišču in močno, prepoznavno blagovno znamko. Poleg tega je ponujal časovne in stroškovne prihranke za stratega, ki bi sicer pri lastnem uveljavljanju porabil precej časa in finančnih sredstev, da bi dosegel Heliosov nivo. Še pomembnejše za stratega pa je bilo obvladovanje tveganja pri preboju na nova tržišča v Evropi, kar je še posebej ustrezalo japonskemu premazniku Kansai Paint, ki si je tak preboj želel že dlje časa. Pomembno je bilo tudi, da je RIH dosegel tudi preboj v dojemanju javnosti glede privatizacije državnih podjetij s strani tujih lastnikov. Sprejem japonskega lastnika v Helios je bil tako mnogo milejši kot sprejem avstrijskega kupca pred njim (Kubala & Pangršič, 2018).

Zelo pomemben pokazatelj je bil prvi poskus japonske skupine leta 2011, ko so prvič želeli lastniško vstopiti v takrat še delniško družbo Helios. Na koncu je bila njihova odločitev, da se od nakupa umaknejo. Razlogi so bili povezani z zgoraj navedenimi ovirami, ki jih je kasneje odpravil in omilil RIH na svojih plečih. Tudi stanje, v katerem je bil Helios takrat,



je bilo manj zanimivo kot v drugem poskusu Japoncev, ko je bil Helios privlačnejša in varnejša naložba. Izničen je bil tudi vpliv države oziroma Vlade RS, ki je bil pri prvem poskusu Japoncev še močno prisoten. Sogovornika povesta, da so bili vsi zainteresirani strateški kupci v strahu glede vstopa v podjetje, ki je pripadalo državi nekdanje Jugoslavije in je bilo močno politično vezano. Prav to je bilo za velike multinacionalke, kot je Kansai, nepriljavno. Velike multinacionalke imajo namreč rade čisto, urejeno strukturo (Kubala & Pangršič, 2018).

Zaključek je, da je proces sanacije in prestrukturiranja Heliosa s strani prvega prevzemnika naložbo spremenil v privlačnejšo za velike multinacionalke, kot je bil zadnji prevzemnik, japonski Kansai Paint. V primeru, da RIH ne bi opravil svojega dela, je ocena sogovornikov, da bi se Helios kljub temu nekomu prodal, saj je bila država kot lastnik k temu zavezana. Vsekakor pa rezultati za državo ne bi bili nič boljši, saj sama ni bila sposobna podjetja spraviti v boljši položaj in narediti naložbo privlačnejšo, kar bi upravičevalo težnjo po višji prodajni ceni Heliosa (Kubala & Pangršič, 2018).

Kljub temu bo kupec ne glede na to, ali gre za finančni ali strateški prevzem, gledal paket, ki ga pridobi z nakupom oziroma prevzemom. V tem paketu sta upoštevana tako podjetje, ki je ciljna družba za prevzemnika (stanje podjetja, morebitna tveganja itd.), kot tudi management podjetja, ki je njegova dodana vrednost in se prav tako obravnava v postopku prevzema. Oba morata biti privlačna, da je paket kot tak privlačen za potencialnega vlagatelja. Tudi če je podjetje samo po sebi privlačno, management podjetja pa je problematičen, mora strateg odpustiti management in priskrbeti novega, kar pa vedno pomeni velike težave in izzive za novega lastnika. Japonskemu Kansai Paintu tega ni bilo treba storiti, saj je avstrijski RIH že pred njim poskrbel, da je bil celotni paket za Japonce dovolj privlačen (Kubala & Pangršič, 2018).

Pri glavnem raziskovalnem vprašanju – kako je mogoče z dobrim korporacijskim upravljanjem dvigniti vrednost podjetja in s tem prodajno ceno ciljne družbe v zelo kratkem času – sta naju sogovornika Kubala in Pangršič popravila, da je pojem korporacijsko upravljanje v tem primeru zastavljen presplošno. Bolje bi bilo govoriti o tem, kako lahko k višji vrednosti podjetja prispevajo odlično delo in hitri odzivi managementa podjetja (»decision making process, that is separated from corporate governance«, the main thing was fast-acting or to be fast and act). Predvsem management podjetja je po prevzemu s strani avstrijskega RIH poskrbel, da so bili izvedeni vsi potrebni ukrepi za sanacijo podjetja, in to kljub vsem zunanjim oviram (politiki, medijem, sindikatom, zaposlenim), ki so se sproti pojavljale. Nekaj časa so se borili in želeli javnosti pojasniti, zakaj so ukrepi, povezani z odpuščanji in drugimi rezi, nujni, saj je bilo podjetje v slabem stanju. Po neuspešnih poskusih, predvsem zaradi stalnega nasprotovanja omenjenih zunanjih dejavnikov, so prenehali z borbo proti »mlinom na veter« in se raje osredotočili na zastavljeni cilj. To je bil vseskozi od nakupa Avstrijcev sanirati podjetje Helios in ga spraviti v boljšo kondicijo, napraviti podjetje agilnejše in odzivnejše na izzive na trgu. Slednje jim je uspelo, kar se je

odrazilo s prihodom strateškega lastnika, japonske premazniške skupine Kansai Paint (Kubala & Pangršič, 2018).

## SKLEP

Združitve in prevzemi predstavljajo prizadevanje podjetja za izboljšanje lastnega ekonomskega položaja. Prevzem in združitev sta zelo zahtevna in kompleksna procesa, ki zahtevata veliko znanja in tudi veliko časa za izvedbo. Prevzem določene gospodarske družbe je kompleksen postopek, v katerega so vključene različne osebe, in sicer prodajalci delnic (lastniki ciljnega podjetja – tarče), ciljno podjetje (tarča prevzema), novo podjetje in management podjetja, vlagatelji ter banke, zavarovalnice oziroma druge finančne institucije.

Temeljni cilj magistrskega dela je s pomočjo teoretične podlage določiti prednosti in slabosti prevzemov za udeležence podjetja ter ugotoviti, kako je korporacijsko upravljanje vplivalo na poslovanje podjetja pred prevzemi in po njih. Za dosego cilja sva dobro proučila obstoječo domačo in tujo literaturo. Teorije zagovarjajo stališče, da prevzem ali združitev predstavlja kompleksen proces, ki zahteva veliko znanja in časa. Notranja rast za podjetje včasih ni sprejemljiva, ker je dolgotrajna in počasna, zato se podjetja odločajo za prevzeme drugih podjetij, ker jim to zagotavlja hitrejšo rast. Če bi podjetja povečevala svoj obseg poslovanja samo s pomočjo notranje rasti, bi jih konkurenca, ki bi se širila prek prevzemov, prehitela in poslabšala njihov konkurenčni položaj. Ključno vprašanje, ki si ga zastavljajo delničarji, zaposleni, managerji, politiki, ekonomisti in širša javnost, je, ali so koristi od prevzemov večje od njihovih stroškov in ali je mogoče doseči enake učinke na kak drug način, ki bi prinesel še boljše rezultate. Različne raziskave prevzemov in njihovi učinki tako kažejo, da s prevzemom največjo korist pridobijo lastniki prevzetih podjetij na račun visokih prevzemnih premij. Učinki prevzema pa se dotaknejo tudi zaposlenih v podjetju. V podjetju obstaja možnost, da pride do prerazdelitvenega učinka, pri čemer pridobijo delničarji na škodo zaposlenih. Zaposlenim v podjetju lahko znižajo plače, s tem pa se znižajo stroški podjetja, kar se odraža v boljšem poslovanju podjetja, poslovnem rezultatu in višji ceni delnic. Razlika v učinkovitosti je najbolj splošna hipoteza in izvira iz predpostavke, da podjetja niso enako učinkovita. Izhaja iz načela, ki pravi, da če se manj učinkovito podjetje priključi k učinkovitejšemu, bo postalo učinkovitejše. Združitve in prevzemi, ki povečujejo učinkovitost pri združenih ali prevzetih podjetjih, vodijo v povečanje prodaje in zvišanje dobička novonastalega podjetja, medtem ko združitve ali prevzemi, ki povečajo tržno moč podjetja, vodijo v povišanje dobička, a hkrati zmanjšujejo samo prodajo podjetja.

Uporabila sva deduktivni pristop, saj sva na podlagi izhodiščne literature kasneje vse podatke in informacije predstavila še prek analize na dejanskem primeru Heliosa. Opravila sva intervju z Binetom Pangršičem in Davidom Kubalo, ki sta bila neposredno vpletena v prevzema. Z intervjujem sva želela odgovoriti na temeljno raziskovalno vprašanje, kakšni so razlogi za visoko razliko v prevzemni ceni med obema prevzemoma, najprej s strani RIH

in kasneje s strani Kansai Painta. Zanimalo naju je torej, katere ukrepe so izvedli pri prestrukturiranju Heliosa, ki so bili glavni razlogi za doseganje višje EBITDA.

Glavni ukrepi za doseg višjega EBITDA so bili predvsem opuščanje nepotrebnih programov, ki so podjetje izčrpavali in mu niso dodajali vrednosti. Sledila so tudi odpuščanja, predvsem tistih, ki so na podlagi opuščanja programov postali tehnološki višek. Tudi osredotočanje na jedro poslovanja Heliosa je bil pomemben korak k vnovičnemu dvigu EBITDA, saj so znova dvignili raven prihodkov, predvsem pa raven dobička. Stremeli so k čim večjemu dobičku ob prodaji. Prav tako obvladovanje stroškov oziroma stroškovna učinkovitost je bila pomemben del dviga EBITDA. Ustvarili so tudi večjo razliko med proizvodno in prodajno ceno proizvodov (RVC), kar je omogočila/dovoljevala tudi boljša gospodarska situacija nasploh. Pri dolgovih pa je bila pomembna tudi ročnost, pri kateri so večino dolgov spremenili v dolgoročne finančne obveznosti. Helios je bil pred tem večinsko kratkoročno zadolžen. Poleg tega se je Helios prodajal skupaj v paketu še s podjetjem Rembrandtin.

Višja prodajna cena je bila predvsem seštevek višje vrednosti Heliosa, ki je bila ustvarjena s strani RIH. Helios pa ni dosegel višje vrednosti, ker bi bil sam po sebi vreden več. V osnovi je bilo podjetje vredno enako kot pri prvem prevzemu. Višja vrednost Heliosa je bila predvsem plod znižanega neto dolga višje stopnje čistega dobička na letni ravni, povečanih prihodkov od prodaje, dviga produktivnosti, modernizacije itd. Dvig čistega dobička je bil povezan s tremi glavnimi področji: prodajo, povezano z dobro maržo, rastjo cen in dobičkonosnim poslovnim področjem v kombinaciji z učinkovito nabavo in dobro stroškovno učinkovitostjo podjetja.

Kubala je poudaril, da bo kupec gledal paket, ki ga pridobi z nakupom oziroma prevzemom. V tem paketu sta upoštevana podjetje, ki je ciljna družba za prevzemnika (stanje podjetja, morebitna tveganja itd.), in management podjetja, ki je njegova dodana vrednost in se prav tako obravnava v postopku prevzema. Oba morata biti privlačna, da je paket kot tak privlačen za potencialnega vlagatelja. Tudi če je podjetje samo po sebi privlačno, management podjetja pa je problematičen, mora strateg odpustiti management in priskrbeti novega, kar pa vedno pomeni velike težave in izzive za novega lastnika. Japonskemu Kansai Paintu tega ni bilo treba storiti, saj je avstrijski RIH že pred njim poskrbel, da je bil celotni paket za Japonce dovolj privlačen.

Pri glavnem raziskovalnem vprašanju – kako je mogoče z dobrim korporacijskim upravljanjem v zelo kratkem času dvigniti vrednost podjetja in s tem prodajno ceno ciljne družbe – sta naju sogovornika Kubala in Pangršič popravila, da je pojem korporacijsko upravljanje v tem primeru presplošno zastavljen. Bolje bi bilo govoriti o tem, kako lahko k višji vrednosti podjetja prispevajo odlično delo in hitri odzivi managementa podjetja.

## LITERATURA IN VIRI

1. Ajpes. (2014, 28. julij). *Letno poročilo Helios 2013*. Pridobljeno 20. aprila 2018 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5043158000>
2. Ajpes. (2015, 31. avgust). *Letno poročilo Helios 2014*. Pridobljeno 20. aprila 2018 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5043158000>
3. Ajpes. (2016, 5. september). *Letno poročilo Helios 2015*. Pridobljeno 20. aprila 2018 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5043158000>
4. Ajpes. (2017, 4. september). *Letno poročilo Helios 2016*. Pridobljeno 20. aprila 2018 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5043158000>
5. Bertoncelj, A. (2005). *Čas prevzemov: prevzeti ali biti prevzet: vodnik za uspešne prevzeme*. Ljubljana: GV Založba.
6. Bertoncelj, A. (2006). *Uspešni prevzemi in združitve. Model mislečega podjetja in uravnoteženega upravljanja mehkih in trdih dejavnikov uspeha*. Ljubljana: IPRK.
7. Bertoncelj, A. (2008). *Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. Koper: Univerza na Primorskem, Fakulteta za management.
8. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5. izd.). Hoboken: John Wiley & Sons.
9. Bešter, J. (1995). *Teoretična analiza prevzemov podjetij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
11. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in učinkovitost trga kapitala*. Ljubljana: Bančni vestnik.
12. Bešter, J. (2000). *Prevzemi podjetij in njihovi motivi – empirična analiza na primeru Slovenije* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. Bettis, R. A. & Hall, K. W. (1982). Diversification Strategy, Accounting Determined Risk and Accounting Determined Return. *Academy of Management Journal*, 25, 254–264.
14. Brown, M. (1999). *Internatoinal Mergers and Acquisitions*. The Hague, London, Boston: Kluwer Law International.
15. Cirman, P., Rankov, S. & Modic, T. (2016). *Prevzem Heliosa s strani Ring International*. Pridobljeno 1. maja 2018 iz <https://siol.net/posel-danes/novice/avstrijskega-lastnika-geralda-martensa-so-nagnali-iz-heliosa-408036>
16. Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 7, 119–139.
17. Childs, R. L. (2007). Successful Acquisition Strategies Require Due Diligence. *Bank Accounting & Finance*, 20, 32–57.
18. Collis, D. J. & Montgomery, A. C. (1998). Creating Corporate Advantage. *Harvard Business Review*, 76, 71–83.
19. Čater, T., Lahovnik, M., Pučko, D. & Rejc Buhovac, A. (2011). *Strateški management* 2. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

20. Čerin, A. (2000). *Praktične izkušnje pri združitvah, prevzemih in kapitalskih povezavah*. Zbornik Združitve in prevzemi gospodarskih družb. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
21. Dimovski, V., Penger, S. & Žnidaršič, J. (2003). *Sodobni management*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. Drucker, P. (2001). *Peter Drucker o inoviranju in spremembah : kako delovati v svetu stalnih sprememb*. Ljubljana: Podjetnik: Prvi medij podjetništva.
23. Finkelstein, S. & Cooper, C. (2014). *Advances in Mergers and Acquisitions*. Bingley: Emerald Group.
24. Gaughan, A. P. (1999). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: J. Wiley, cop. 1999.
25. Gugler, K. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *Vienna: Department of Economics*, 21, 625–653.
26. Habeck, M., Kröger, F. & Träm, M. (2000). *Čas združitev: Sedem strategij za uspešno integracijo po združitvi podjetja*. Ljubljana: Narodna in univerzitetna knjižnica.
27. Helios. (2013). *Prodaja delnic Helios*. Pridobljeno 4. novembra 2017 iz <http://www.nlb.si/sporocilo-za-javnost-17-10-2013#>
28. Helios. (2016). *Prodaja Heliosa*. Pridobljeno 6. decembra 2017 iz <http://www.investslovenia.org/news-media/business-news/helios-sold-to-japanese-kansai-paint-4281/>
29. Helios. (2018). *Zgodovina Heliosa*. Pridobljeno 6. maja 2018 iz <http://www.helios-group.eu/company-history/>
30. Herd, T. J. & Perry, J. S. (2004). Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership. Emerald Group Publishing Limited*, 32, 12–19.
31. Juhart, M. (2000). *Postopek prevzema ciljne družbe (nekatera izbrana materialna in postopkovna vprašanja)*. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
32. Jurše, M. (2014). *Mednarodne strateške povezave in kapitalske povezave*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
33. Kansai Paint. (2016). *Letne obljube Kansai Paint*. Pridobljeno 2. novembra 2017 iz <https://www.finance.si/8852083/Japonci-v-Domzalah-Helios-pod-krili-premaznega-velikana>
34. Kansai Paint. (2016). *With the acquisition of Helios, Kansai Paint decisively enters European coating industry*. Pridobljeno 12. novembra 2017 iz <http://www.helios-group.eu/acquisition-helios-kansai-paint/>
35. Kansai Paint. (2016). *Notice Concerning Acquisition of Shares of European Coatings Maker Helios Group (and turning the Group into a subsidiary)*. Pridobljeno 20. novembra iz <http://www.kansai.com/wp-content/uploads/2016/12/Notice-Concerning-Acquisition-of-Shares-of-European-Coatings-Maker-Helios-Group-Group-into-a-subsiadiary.pdf>
36. Kansai Paint. (2016). *Kansai Paint Completes its Acquisition of Helios Group*. Pridobljeno 6. decembra 2017 iz <https://coatings.specialchem.com/news/industry-news/kansai-paint-acquisition-helios-group-000186616>
37. Kansai Paint. (2016). *Notice Concerning Acquisition of Shares of European Coatings Maker Helios Group*. Pridobljeno 1. maja 2018 iz <http://www.kansai.com/notice->

concerning-acquisition-of-shares-of-european-coatings-maker-helios-group-and-turning-the-group-into-a-subsiidiary-3/

38. Kansai Paint. (2018). *O podjetju in zgodovini*. Pridobljeno 2. maja 2018 iz <http://www.kansai.com/about-us/>
39. Kocbek, M. (1997). *Zakon o prevzemih (Zpre) s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
40. Kocbek, M. (1999). *Prevzemi podjetij in mehanizmi za obrambo pred njimi*. Maribor: Pravna fakulteta.
41. Kovač, B. (2000). Protislovja poslovnih prevzemov in združevanja in primer združitve v slovenski trgovini. V *Zbornik Združitve in prevzemi gospodarskih družb*, 71–94. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
42. Kovačič, M. (2003). *Združitve in prevzemi: učinkovita realizacija poslov*. Ljubljana: Naše gospodarstvo: revija za aktualna gospodarska vprašanja.
43. Lahovnik, M. (2003). *Strategic Fractors underlying Performance of Acquisitions in Slovenia. Working Papers*. Ljubljana: Faculty of Economics.
44. Lahovnik, M. (2003). *Slovenska zakonodaja je prijazna do managerskih odkupov*. Pridobljeno 20. junija 2018 iz <https://www.finance.si/45282?cctest&&cookietime=1529580643&cookietime=1529604504>
45. Lahovnik, M. (2005). Post-communist economies. *London: Routledge, Taylor & Francis Group*, 17, 503–521.
46. Lahovnik, M. & Malenković, V. (2011). Corporate acquisition strategies and economic performance – A case of Slovenia. V *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, 29, 33–50.
47. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Lecraw, D. J. (1984). Diversification Strategy and Performance. *Journal of Industrial Economics*, 33, 179–198.
49. Lipnik, K. & Bertoneclj, M. & Sovdat, P. (2013). *Prevzem Heliosa s strani Ring International*. Pridobljeno 1. maja iz <https://www.finance.si/8347738>
50. Little, R. (1984). Conglomerates are doing better than you think. *Fortune*, 109, 34–40.
51. Novak, B. (1997). *Tabletke, padala, dragulji in vitezi*. Ljubljana: Bančni vestnik.
52. Pangršič, B., Martens, G. & Kubala, D. (2015). *Predavanje: "The Acquisition of Helios: Motives and Outcomes"*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
53. Pangršič, B. & Kubala, D. (2018). *Intervju. Domžale Helios*.
54. Perrault, E. (2013). *Mergers and Acquisitions: Practices, Performance and Perspectives*. New York: Nova Science.
55. Pučko, D. (2003). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
56. Pučko, D., Čater, T. & Rejc Buhovac, A. (2009). *Strateški management 2*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
57. Ring International Holding. (2016). *Prevzemna ponudba Ring International*. Pridobljeno 20. novembra 2017 iz <http://www.ringholding.com/old/Newsletter/RIH-Helios-Takeover-Prospectus-Slovene.pdf>

58. Ring International Holding. (2016). *O prevzemu Heliosa*. Pridobljeno 6. maja 2018 iz <http://www.ringholding.com/old/Newsletter/RIH-Helios-Takeover-Prospectus-Slovene.pdf>
59. Ring International Holding. (2018). *Zgodovina Ring International Holdinga*. Pridobljeno 7. maja 2018 iz <http://www.ringholding.com/EN/?p=clanky/history>
60. Ross, A., Westerfield, W. & Jaffe, F. (1993). *Corporate Finance* (International student ed.). Boston: Irwin.
61. Schröder, H. (2015). *Integrated Sales and Marketing Management: Successful Integration of Marketing and Sales After Mergers & Acquisitions*. Hamburg: Anchor.
62. Schroll, M. (2016). *Prevzem Heliosa s strani Ring International*. Pridobljeno 1. maja 2018 iz <https://www.finance.si/8852143?cctest&&cookietime=1517485119>
63. Simmonds, P. G. (1990). The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms. *Strategic Management Journal*, 11, 399–410.
64. Singh, H. & Montgomery, C. (1987). Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance«. *Strategic Management Journal*, 8, 377–386.
65. Sundarsanam, S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. London: Prentice Hall.
66. Tajnikar, M. (2000). *Pripojitve, spojitve in prevzemi*. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
67. Tekavc, J. & Pučnik, J. (2002). *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Tržič: Učila International.
68. Uljin, J., Djsters, G. & Meijer, E. (2010). *Strategic Alliances, Mergers and Acquisitions, The influence of Culture on Successful Cooperation*. Cheltenham: Edward Elgar.
69. Walters, J. (1993). *Enterprise, Government, and The Public*. New York: McGraw-Hill.
70. Weston, J., Siu, A. & Johnson, A. (2001). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. Prentice Hall: New Jersey.
71. Zupančič, A. (2001). *Kultura podjetja pri prevzemih in združitvah* (diplomska naloga). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.





## **PRILOGE**



## **Priloga 1: Vprašalnik Helios**

### **QUESTIONNAIRE**

- What were the main reasons/motives for RIH to acquire Helios Group (financial ones)?
- What were the consequences for both parties in the first takeover of Helios Group? What has changed (strategic plans, vision ...)?
- Which steps did you take while restructuring Helios that were the main reasons for achieving higher EBITDA (cancelling programs, facilities, etc.)?
- Which were the main reasons, beside higher EBITDA, that enabled much higher selling price in the second acquisition made from Kansai Paint?
- Can we talk about financial buyout (nakup s finančnim vzvodom) at the first acquisition made from RiH. Did the buyer pledge some properties of Helios because of the takeover of the group?
- What were the main reasons/motives for Kansai Paint to acquire Helios Company (strategic ones)?
- What were the consequences for both parties in the second takeover of the Helios Group? What has changed (strategic plans, vision ...)?
- Comparison of both Helios takeovers, similarities and differences (financial and strategic takeover, necessity of both because of the links between the two? Would have strategic buyer made the same move and bought Helios if the financial buyer wouldn't do his part of job before him (restoration, restructuring, stabilization, etc., everything that makes financial and especially time savings for strategist)? Would an investment be, nevertheless, equal attractive for the strategic buyer?

## VPRAŠALNIK

- Kateri so bili glavni razlogi/motivi RIH pri nakupu skupine Helios (finančni)?
- Kakšne so bile posledice za obe strani pri prvem prevzemu skupine Helios? Kaj se je spremenilo (strateški načrti, vizija itd.)?
- Katere ukrepe ste izvedli pri prestrukturiranju Heliosa, ki so bili glavni razlogi za doseganje višje EBITDA (ukinitve programov, zmogljivosti itd.)?
- Kateri so bili ključni razlogi, ki so bili poleg višjega EBITDA glavni dejavniki, ki so omogočili veliko višjo prodajno ceno pri drugem prevzemu družbe s strani Kansai Painta?
- Ali lahko govorimo o finančnem odkupu (nakup s finančnim vzvodom) pri prvi pridobitvi, ki jo je opravil RIH? Ali je kupec zastavil nekatere lastnosti Heliosa zaradi prevzema skupine?
- Kateri so bili glavni razlogi/motivi za Kansai Paint, ki je pridobil skupino Helios (strateški)?
- Kakšne so bile posledice za obe strani pri drugem prevzemu podjetja Helios? Kaj se je spremenilo (strateški načrti, vizija itd.)?
- Primerjava obeh prevzemov Heliosa, podobnosti in razlike (finančni in strateški prevzem, nujnost obeh zaradi povezav med njima)? Ali bi strateški kupec storil enako potezo in kupil Helios, če finančni kupec ne bi opravljal svojega dela pred njim (sanacija, prestrukturiranje, stabilizacija itd., vse, kar za stratega ustvarja finančne in časovne prihranke)? Ali bi bila naložba za strateškega kupca vseeno enako privlačna?