

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PREVZEMI PODJETIJ IN NJIHOVA ODVISNOST OD IZBRANIH
MAKROEKONOMSKIH KATEGORIJ**

Ljubljana, november 2004

MIHA MOHORIČ

IZJAVA

Študent Miha Mohorič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom Benjamina Jošarja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne: _____

Podpis: _____

<u>UVOD</u>	1
<u>1. ZGODOVINA PREVZEMOV</u>	2
<u>2. OBLIKE PREVZEMOV</u>	4
<u>2.1. PREVZEM Z ODKUPOM DELNIC (<i>takeover bid</i>)</u>	5
<u>2.1.1. Konkurenčna ponudba za odkup</u>	6
<u>2.2. ZDRUŽITEV PODJETIJ</u>	7
<u>2.3. PREVZEM Z ODKUPOM PREMOŽENJA</u>	8
<u>2.4. BOJ ZA POOBLASTILA ZA GLASOVANJE NA SKUPŠČINI DELNIČARJEV</u>	8
<u>3. FINANCIRANJE PREVZEMA</u>	9
<u>3.1. FINANCIRANJE Z DENARJEM</u>	9
<u>3.1.1. Odkup podjetja z zadolžitvijo</u>	9
<u>3.2. FINANCIRANJE Z NADOMESTNIMI VREDNOSTNIMI PAPIRJI</u>	10
<u>3.3. NAČINI PLAČILA SKOZI ČAS</u>	11
<u>4. TEORIJE PREVZEMOV</u>	12
<u>5. OSTALI POMEMBNI POJMI PRI PREVZEMIH</u>	14
<u>5.1 KONTROLNI DELEŽ</u>	14
<u>5.2. KONCENTRACIJA</u>	15
<u>5.3. PREMIJA</u>	15
<u>5.4. GROŽNJE PRI PREVZEMIH</u>	17
<u>6. MAKROEKONOMSKA GIBANJA IN PREVZEMI</u>	18
<u>6.1. SREDNJA EVROPA</u>	20
<u>6.2. ZAHODNA EVROPA</u>	22
<u>6.3. ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE</u>	26
<u>6.4. SVET</u>	29
<u>6.5. MEDNARODNI PREVZEMI</u>	33
<u>6.5.1. Mednarodni prevzemi 2000-2004</u>	34
<u>6.5.2. Mednarodni prevzemi v Sloveniji</u>	37
<u>6.6. SLOVENIJA</u>	39

<u>6.6.1. Prevzemi v Sloveniji v obdobju 1990 - 1999</u>	39
<u>6.6.2. Prevzemi v Sloveniji v obdobju 1999 - 2004</u>	40
<u>SKLEP</u>	44
<u>LITERATURA</u>	46
<u>VIRI</u>	47

UVOD

Zadnja leta se veliko govori o prevzemih. Skorajda ni tedna, da v časopisih ne bi zasledili kakšnega članka na to temo. Nekateri prevzeme zagovarjajo, drugi govorijo o nacionalnem interesu in so do njih skeptični, veliko se govori tudi o sovražnih prevzemih. Nekateri govorijo o strateškem povezovanju, drugi o potrebi po izboljšanju učinkovitosti, tretji skorajda zagovarjajo protekcionizem, vsi pa mislijo, da oni sami najbolj vedo, kaj in kako je potrebno narediti. Je pa s prevzemi tako kot z vsako drugo stvarjo. Vsaka medalja ima dve plati – dobro in slabo, yin in yang, črno in belo, prevzemnika in ciljno podjetje, zagovornike in nasprotnike. Kakorkoli že pogledamo, nikoli ne more biti neka stvar vseč vsem.

Cilj diplomskega dela ni ugotoviti, ali so prevzemi dobri ali slabi, ampak me zanima predvsem, kakšno je stanje danes. Ali so prevzemi svoja kategorija, popolnoma neodvisni od sveta okoli sebe, ali pa so le z nečim pogojeni? Osebnostno mislim, da prevzemi niso neodvisna spremenljivka in to bom skozi diplomsko delo tudi pokazal, in sicer tako, da bom preveril njihovo odvisnost od gibanja makroekonomskih kazalcev: rasti industrijske proizvodnje, borznih indeksov in obrestnih mer.

Na začetku je potrebnih nekaj terminoloških pojasnil. V angloameriški literaturi se pri obravnavi prevzemov podjetij srečujemo s tremi izrazi, in sicer *mergers*, *takeovers* in *acquisitions*. Za izraz *mergers* je najprimernejši prevod združitve, ki vključuje še izraza spojitve in pripojitve. Ostala dva izraza se navadno prevajata enako, in sicer kot prevzem. V svojem diplomskem delu bom največkrat uporabljal besedo prevzem, s tem pojmom pa bom mislil tako na prevzeme kot tudi na združitve podjetij.

Pri prevzemih obstaja več interesnih skupin, od katerih ima vsaka svoje cilje. Prevzemnikov cilj je prevzeti podjetje in ga racionalizirati tako, da bo prinašalo čim večji dobiček. Najlažje se to stori z odpuščanjem odvečnih delavcev. Na drugi strani delničarji ciljnega podjetja hočejo s prodajo svojega deleža v podjetju iztržiti čim več. Delnice hočejo prodati po ceni, višji od tržne. Eden proda, drugi kupi in upravlja podjetje na čim bolj rentabilen način. Potem so tu še delavci, ki s prevzemom večinoma izgubijo, saj jih po prevzemu veliko ostane brez dela ali z nižjimi dohodki; njihov cilj je obdržati delovno mesto. Vmeša se še država s svojimi zakoni, ki naj bi bili namenjeni temu, da je postopek prevzema čim bolj pregleden, poleg tega pa dajejo dosedanjim delničarjem možnost, da zaradi krepitve položaja enega izmed njih izstopijo iz družbe s prodajo svojega deleža letemu (varovanje manjšinskih delničarjev).

V prvem delu bodo prevzemi predstavljeno teoretično. V prvem poglavju bo prikazana kratka zgodovina prevzemov in v njem bomo videli, da se prevzemi pojavljajo v ciklih, nekako tako kot gospodarski cikli; imajo dno, ekspanzijo, vrh in padec. Drugo poglavje bo

posvečeno predstavitvi različnih oblik prevzemov in njihovih značilnosti, nekaj pa bom napisal tudi o prednostih in slabostih določenih oblik prevzemov. V tretjem poglavju bodo predstavljene različne možnosti financiranja prevzema. Četrto poglavje bo namenjeno teorijam prevzemov oziroma zakaj do prevzemov sploh prihaja. Kdo s prevzemom pridobi in kdo izgubi? V petem poglavju bom predstavil še ostale pomembne pojme, ki se jim ni mogoče izogniti, ko je govora o prevzemih.

V drugem, empiričnem delu, bom poskušal umestiti Slovenijo v svetovne tokove prevzemov in združitev. Tega se bom lotil tako, da bom na podlagi podatkov, ki sem jih zbral za srednjo Evropo, EU, ZDA, svet kot celoto in Slovenijo, naredil izračune, ki bi morali pokazati na to, da se Slovenija glede motivacije prevzemov še ne more primerjati z razvitim svetom, ki ga v mojih izračunih predstavljajo ZDA in zahodna Evropa, ampak se lahko primerjamo s srednjo Evropo, kamor tudi sodimo, kljub temu, da smo že nekaj mesecev "polnopravni" člani EU. Za kontrolo bom naredil še nekaj izračunov za svet kot celoto in pa za t.i. mednarodne (*cross – border*) prevzeme, ki so se začeli pojavljati šele v osemdesetih letih 20. stoletja in so torej še precej nova stvar. Največ pozornosti bom posvetil Sloveniji, in sicer najprej prevzemom v devetdesetih letih, za katere so bile že opravljene neke raziskave, nekaj pa bo napisanega tudi o tem, kaj naša država naredi za pritegovanje tujih neposrednih investicij, ki so med drugim lahko tudi prevzemi slovenskih podjetij s strani tujcev in torej spadajo v kategorijo mednarodnih prevzemov.

Zadnje poglavje bo podalo povzetek v obliki sklepa ter poudarilo glavne ugotovitve.

1. ZGODOVINA PREVZEMOV

Različni avtorji govorijo o zgodovini prevzemov različno. Skoraj vsi so si enotni, da je bilo doslej pet različnih valov (obdobij) prevzemov, vsak pa ima svojo časovno lestvico, kdaj je kateri od teh valov trajal. Razlika je tudi med valovi v Evropi in ZDA. Kontinentalna Evropa, kar se tiče prevzemov, zaostaja za ZDA, lahko pa se z njimi primerja Velika Britanija, ki je po prevzemih v Evropi¹ na prvem mestu.

¹ V letu 2001 so bila glede prevzemov v EU najbolj aktivna britanska podjetja, ki so opravila kar 31,4% vseh v EU opravljenih prevzemov, ob tem da je bil delež britanskega bruto domačega proizvoda (BDP) le 13,2% BDP EU. Na drugem mestu je Nemčija s 16,3% prevzemov, ob tem da njen BDP predstavlja 28,2% BDP EU, tretja pa je Francija s 13,5% prevzemov in 18,1% BDP (McCahery, 2003, str. 38).

Prvi val prevzemov v Evropi se je začel okoli leta 1880 in je trajal vse do leta 1904² (McCahery, 2003, str. 35), vzrok zanj pa je odkritje parnega stroja in začetek industrializacije. Največja spodbuda za te večinoma horizontalne prevzeme in združitve je bilo ustvarjanje monopolov. Sprejetje protimonopolnih zakonov je imelo velik vpliv na drugi val prevzemov, ki se je začel leta 1919 in je trajal skozi dvajseta leta prejšnjega stoletja. Stari monopoli so bili razbiti in začel se je val vertikalnih prevzemov in združitev. Tretji val prevzemov se je začel v petdesetih letih in je svoj vrhunec dosegel sredi šestdesetih let prejšnjega stoletja. Zanj je značilno, da je prihajalo do diverzifikacije proizvodnje in velikih konglomeratnih združitev in prevzemov, ki so imeli za cilj obvladovanje globalnega trga. Razvoj novih finančnih instrumentov in trgov je olajšal financiranje prevzemov in pripeljal do četrtega vala združitev in prevzemov, ki je trajal v letih 1983 do 1989. V tem obdobju je bilo največ prevzemov in združitev v biotehnični in elektronski industriji. Peti val združitev in prevzemov je trajal v letih 1993 do 2000 in je sovpadal z ekonomskim razcvetom, razvojem interneta in telekomunikacij. Leta 2001 je zaradi zmanjšanja zaupanja potrošnikov v te industrije, prav tako pa tudi zaradi prezasičenosti s starimi industrijami, prišlo do nenadnega velikega zmanjšanja števila prevzemov in združitev.

V ZDA je prvi val trajal od leta 1897 do 1904 (The History of Mergers and Acquisitions, 2004), razlogi zanj pa so tehnološki napredek, razcvet ekonomije in ohlapna zakonodaja. V tem valu so prevladovale horizontalne združitve, ki so prinesle veliko monopolov. Končal se je zaradi recesije leta 1903 in borznega zloma 1904, večina prevzemov pa se je izkazala za neučinkovite. Drugi val se je začel leta 1916 in je trajal do začetka velike depresije leta 1929, ko je 29. oktobra prišlo do zloma borze. Do tega vala je prišlo po prvi svetovni vojni, med katero je država podjetja spodbujala k sodelovanju, le-ta pa so to politiko ohranila tudi po koncu vojne. V tem času so se gradili oligopoli skozi vertikalne povezave, za prevzeme pa se je v veliki meri začelo uporabljati zadolževanje. Tako kot tudi v prvem valu so osrednjo vlogo pri financiranju prevzemov igrale banke. Tretji val prevzemov je nastopil v letih od 1965 do 1969. To je bilo obdobje cvetoče ekonomije, v katerem so cene delnic rasle. V tem obdobju so nastajali veliki konglomerati. Pojavili so se tudi takšni prevzemi, kjer je bilo podjetje – prevzemnik manjše od ciljnega podjetja. Prevzemi so bili v večini financirani z lastnim premoženjem; banke niso več igrale osrednje vloge. Ta val se je

² Gaughan (2004, str. 4) navaja kot čas prvega vala združitev v ZDA obdobje 1897 do 1904, drugega 1916 do 1929, tretjega 1965 do 1969, četrty val je trajal od 1984 do 1989, peti pa se je začel leta 1993 in je trajal skozi devetdeseta leta. Ta peti val naj bi se sredi devetdesetih preselil še v Evropo.

Bešter (1996) navaja kot čas prvega vala združitev v ZDA obdobje 1895 do 1903, drugega 1922 do 1929, tretji se je odvijal skozi petdeseta leta, četrty pa v osemdesetih letih. Petega vala prevzemov še ne omenja, saj je njegova knjiga izšla sredi devetdesetih let, torej na sredini le-tega. V Veliki Britaniji oziroma v Evropi pa naj bi si valovi sledili takole: prvi v dvajsetih letih, drugi v šestdesetih, tretji pa v osemdesetih letih 20. stoletja. Ta tretji val se je kasneje preselil še v kontinentalno Evropo.

Tretji avtor (www.sml.hw.ac.uk, 2004) navaja za Veliko Britanijo vrhove prevzemnih valov leta 1968, 1972, 1989 in pozna devetdeseta leta, medtem ko za kontinentalno Evropo pravi, da do prevzemov do devetdesetih let 20. stoletja sploh ni prihajalo.

končal, ko je državni tožilec leta 1968 napovedal vojno konglomeratom. Četrty val je trajal od leta 1981 do 1989 in je bil spet posledica cvetoče ekonomije in tehnološkega napredka, pa tudi finančnih inovacij, ki so olajšale prevzeme. Za ta val so značilni veliki prevzemi, v katerih so bila prevzeta mnoga znana podjetja, veliko pa je bilo tudi sovražnih prevzemov. Največ se je prevzemalo v industriji nafte in plina ter v farmacevtski industriji. Začeli so se tudi mednarodni prevzemi. Med razlogi za konec tega vala je sprejetje novih reform in zakonodaje, ki ureja prevzeme, na zmanjšanje prevzemniške aktivnosti pa je vplivala tudi Zalivska vojna. Petemu valu, ki je trajal od leta 1992 do 2000, so spet botrovali cvetoča ekonomija in rastoče cene delnic, pa tudi tehnološki napredek in globalizacija. Največ se je prevzemalo v tehnoloških panogah, telekomunikacijah in bančništvu. Kot razlog za konec tega vala se navaja začetek recesije, nekateri pa pravijo tudi, da je na borznem trgu počil mehurček. Iz napisanega je očitno, da sta za obdobja povečane intenzivnosti prevzemov zelo pomembna optimizem v gospodarstvu in tehnološki napredek, saj se največkrat kot razlog za povečano aktivnost prevzemov navajata prav ta dva dejavnika.

2. OBLIKE PREVZEMOV

Prevzeme je možno sistematizirati na več načinov. Eden izmed načinov je delitev glede na panogo, iz katere izhajata prevzemnik in ciljno podjetje. Ta deli prevzeme na horizontalne, vertikalne in konglomeratne.

Prevzemi so lahko horizontalni, kar pomeni, da se povezujejo podjetja z enako proizvodnjo (povezovanje v avtomobilski industriji; Daimler – Chrysler). V tem primeru podjetja hitro povečujejo svojo velikost in pričakujejo, da bodo na ta način pridobila večjo učinkovitost s tako imenovanimi ekonomijami obsega. Horizontalni način pripojitev in spojitev ustvarja velike proizvajalce, ki pogosto lahko nastopajo na trgu tudi monopolno ali pa bistveno povečajo svojo tržno moč glede na druge konkurente. Ekonomije obsega znotraj podjetja in monopolna moč zunaj podjetja so glavni razlog za horizontalne oblike povezovanja podjetij.

Pri vertikalni povezavi gre za povezovanje podjetij, ki predstavljajo različne faze reprodukcijske verige. Torej lahko proizvajalci v avtomobilski industriji najdejo partnerje v industriji sestavnih delov. Prednost takšnih povezav je v zmanjšanju transakcijskih stroškov in tveganja poslovanja.

Tako horizontalne kot vertikalne povezave so lahko tudi geografske, torej z medsebojnim povezovanjem skušajo nastati velika podjetja, ki obvladujejo vse večje trge, ne samo lokalnih.

Konglomeratne povezave predstavljajo združevanje podjetij, ki nimajo tako rekoč nič skupnega, torej deluje vsako v svoji dejavnosti (npr. proizvajalec športne opreme prevzame izdelovalca sladkarij).

Po drugem načinu delitve pa se med osnovnimi oblikami prevzemov navadno navajajo prevzem z odkupom delnic, združitve (dveh ali več) podjetij (v sklopu združitve govorimo še o spojitvah in pripojitvah) in prevzem z odkupom premoženja.

Glede na odnose med ponudnikom in upravo ciljnega podjetja lahko prevzeme nadalje razdelimo še na:

- prijateljske prevzeme – to so tisti, pri katerih se uprava ciljne družbe s prevzemnikom dogovori o prevzemu oziroma mu ne nasprotuje, saj v njem vidi neke koristi;
- sovražne prevzeme – pri tem se pridevnik "sovražen" nanaša le na management oziroma upravo ciljne družbe, ne pa tudi na delničarje. Uprava se pred sovražnim prevzemom lahko brani na različne načine (zlata padala, strupene opcije, strupene tabletko, ...³), pri čemer ni nujno, da s temi obrambnimi ukrepi prevzem prepreči, lahko pa ga precej podraži.

2.1. PREVZEM Z ODKUPOM DELNIC (*takeover bid*)

Prevzem z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega števila ali celo vseh delnic z glasovalno pravico nekega podjetja, in sicer neposredno od njegovih delničarjev. Cilj prevzemnika je pridobitev zadostnega števila glasov za prevzem nadzora nad podjetjem. Po prevzemu ciljno podjetje ne preneha obstajati, pač pa ima novega lastnika (lastnike). V postopku prevzema mora v določenem trenutku priti do ponudbe za odkup delnic (to velja predvsem za podjetja, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu). Tu ločimo dve vrsti ponudb:

- prostovoljna ponudba za prevzem (*voluntary bid*) je ponudba, ki jo da ponudnik, ne da bi imel za to kakršnokoli obveznost v predpisih;
- obvezna ponudba za prevzem (*mandatory bid*) je vezana na doseg določenega praga upravljaljskih pravic v podjetju.

³ To so le nekatere izmed možnih obrambnih aktivnosti ciljnega podjetja oziroma njegovega vodstva pred prevzemom. Več o tem glej: Bešter, 1996, str. 101 - 138.

V Sloveniji je meja med prostovoljno in obvezno ponudbo pri 25 odstotkih glasovalnih pravic, kar pomeni, da mora kupec pri doseženih 25 odstotkih glasovalnih pravic po zakonu dati ponudbo za prevzem. Slovenska zakonodaja⁴ za pridobivanje delnic ne zahteva obveznega plačila v denarju; v zameno je dopuščeno ponuditi druge vrednostne papirje.

V primerjavi z združitvijo se tu pojavijo nekatere razlike. Pri prevzemu z nakupom delnic ni potrebno sklicati skupščine delničarjev, niti ni potrebno na kakšen drug način pridobiti njihovega soglasja. Če delničarji nočejo prodati svojih delnic, jih pač ne prodajo. Cilj prevzemnika tako ali tako ni pridobitev 100-odstotnega deleža, pač pa zadostnega deleža za nadzor nad podjetjem. Pravzaprav je prava redkost, da prevzemnik odkupi vseh 100 odstotkov delnic.

Prevzemi z odkupom delnic so za vodstvo ciljnega podjetja pogosto nezaželeni, saj se novi lastnik v mnogih primerih odloči za zamenjavo vodstva. Managerji ciljnega podjetja poskuse prevzema zato obravnavajo kot sovražnost proti njim (oziroma kot poskus sovražnega prevzema) in zato poskušajo na vse mogoče načine preprečiti ali pa vsaj ovirati in podražiti prevzem.

Prednosti prevzema z odkupom delnic so enostavnost, saj so potrebna le ustrezna dokazila o razpolaganju z delnicami ciljnega podjetja; podjetje se ne spremeni, torej s pravnega vidika ni problemov z nadaljnjo veljavnostjo sklenjenih pogodb; ni potrebno pripravljati gradiva za sklicevanje skupščine delničarjev in ni potrebno pridobiti soglasja nadzornega sveta niti managementa ciljnega podjetja.

Slabosti takšnega prevzema pa so v tem, da prevzemnik posredno prevzame vse znane in neznane obveznosti ciljnega podjetja, poleg tega pa mora biti postopek opravljen v skladu z zakoni in predpisi organov za nadzor nad trgov vrednostnih papirjev.

2.1.1. Konkurenčna ponudba za odkup

Konkurenčna ponudba je ponudba za odkup, dana med trajanjem roka za sprejem prejšnje ponudbe za odkup. Konkurenčna ponudba za odkup je javna ponudba, ki jo objavi tretja oseba in se nanaša na iste vrednostne papirje kot prvotna ponudba. Ponudba za odkup istih vrednostnih papirjev kot v prvotni ponudbi je neveljavna, če je objavljena manj kot 10 dni pred iztekom roka za prvotno ponudbo.

ZPre dopušča konkurenčno ponudbo za odkup, ki jo da tretja oseba med trajanjem prvotne ponudbe za odkup. Za konkurenčno ponudbo veljajo ista ZPre pravila kot za prvo ponudbo. Razlog za konkurenčno ponudbo je največkrat dogovor med ciljnim podjetjem in tretjo osebo (potencialnim prevzemnikom – konkurenčnim ponudnikom), ki naj bi imela

⁴ V Sloveniji področje prevzemov obravnava Zakon o prevzemih (ZPre).

bolj ustrezne načrte s ciljnim podjetjem po prevzemu kot prvotni prevzemnik. S tem se lahko začne dražba, saj si lahko dva potencialna ponudnika konkurirata in višata ceno, po kateri odkupujeta delnice ciljne družbe, s tem pa pridobijo tudi delničarji ciljne družbe, saj lahko svoje papirje prodajo po ceni, ki je višja od prvotno ponujene.

Zaradi preprečevanja zlorab v zvezi s prevzemi konkurenčne ponudbe ne sme dati oseba, ki je kapitalsko ali poslovno povezana s prvotnim ponudnikom, saj bi bilo mogoče s tem zavlačevati oziroma podaljševati prvotno ponudbo za prevzem.

Konkurenčni ponudnik mora obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev (ATVP), upravo ciljne družbe in Urad RS za varstvo konkurence o nameri za konkurenčno ponudbo ter v 30 dneh od obvestila objaviti prospekt za konkurenčno ponudbo in dati ponudbo za odkup, pred tem pa pridobiti dovoljenje agencije za ponudbo za odkup. Ker rok za sprejem prvotne ponudbe že teče, je smiselno, da konkurenčni ponudnik ne objavi prospekta in ponudbe 30 dni po sporočitvi namere za konkurenčno ponudbo, temveč to stori v bistveno krajšem roku (ZPre s komentarjem, 1997, str. 156).

3. odstavek 52. člena ZPre določa, da so osebe, ki so že sprejele prvotno ponudbo, upravičene odstopiti od sklenjene pogodbe in sprejeti konkurenčno ponudbo za odkup.

2.2. ZDRUŽITEV PODJETIJ

O združitvi podjetij govorimo takrat, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. Za združitev podjetij se pripravi pogodba, ki jo podpišejo predstavniki podjetij, potrdijo nadzorni sveti in nato z večino glasov odobrijo ali zavrnejo delničarji vpletenih podjetij. V mnogih primerih pride najprej do prevzema z odkupom delnic, ki mu kasneje sledi združitev. Po združitvi nastane novo podjetje in dotedanji delničarji dobijo delnice novonastale družbe ali denar. Ponavadi dobijo delnice, denar pa kot doplačilo zaradi menjalnega razmerja.

Znotraj kategorije združitev ločimo pripojitve in spojitve. Razlika je v tem, da pri pripojitvi preživi le eno podjetje, ostala podjetja nanj prenesejo svoje premoženje in obveznosti, pri spojitvi pa vsa "stara" podjetja prenehajo obstajati in nastane povsem novo podjetje, na katero vsa podjetja v postopku prenesejo svoje premoženje in obveznosti. Spojitve imajo v primerjavi s pripojitvami v nekaterih primerih določene prednosti. Kadar se združujeta različno veliki podjetji, se v večini primerov manjše podjetje pripoji večjemu. Če pa sta podjetji približno enako veliki, je pogosto težko doseči soglasje kateregakoli izmed nadzornih svetov podjetij, s katerim bi prenehalo obstajati ravno njihovo podjetje. V tem primeru se oblikovanje novega podjetja izkaže za najbolj elegantno rešitev.

Z ekonomskega pogleda je razvidno, da se pripojitev in prevzem bolj ali manj prekrivata, saj oba predstavljata odnos med ekonomsko močnejšim in šibkejšim subjektom, pri čemer si močnejši člen pripoji šibkega, močnejše podjetje absorbira šibkejše. Tudi v primeru združitve enakovrednih podjetij lahko zasledimo enak trend, kjer eno podjetje prevzame pobudo, s tem pa ponavadi tudi boljši pogajalski položaj. Za večino združitve, sploh pa pripojitev, bi lahko s stališča ekonomskih dejavnikov rekli, da gre za prevzeme (Tekavec, 2002, str. 37).

Prednosti združitve so enostaven prenos lastništva in možnost povratne združitve, ko se zaradi problematičnosti prenosa dela premoženja, pravic ali pogodb prevzemnik odloči, da bo po združitvi preživel ciljno podjetje (Trančar, 1999, str. 9).

Pomanjkljivosti pa sta predvsem dve, in sicer prevzem obveznosti ciljnega podjetja ter dodatni stroški in zamude v zvezi s pripravo ustreznih gradiv, ki jih potrebuje skupščina delničarjev (potrebno jo je sklicati za pridobitev večinskih glasov).

2.3. PREVZEM Z ODKUPOM PREMOŽENJA

Nadzor nad podjetjem je mogoče dobiti tudi z odkupom dela ali celote njegovega premoženja. Ciljno podjetje po prodaji premoženja prevzemniku lahko ostane nespremenjeno, vendar po končanem prenosu lastništva običajno preneha obstajati kot pravna oseba. Pri tej vrsti prevzema prevzemnik nase prevzame le pogodbeno dogovorjene in izrecno navedene obveznosti. S pravilno oblikovano pogodbo se prevzemnik praviloma lahko izogne odgovornosti za v času prenosa premoženja neznane obveznosti.

Prednosti prevzema z odkupom premoženja so v tem, da je za izvedbo prevzema dovolj le zasedanje delničarjev ciljnega podjetja; odgovornosti in obveznosti prevzemnika, ki izhajajo iz preteklega poslovanja, so točno opredeljene v pogodbi o odkupu premoženja; prevzemnik pa ima tudi veliko stopnjo prostosti pri razporejanju skupnega zneska za odkup med posamezne postavke premoženja, kar lahko zmanjša sedanjo vrednost njegovih prihodnjih davčnih obveznosti.

Slabosti oziroma pomanjkljivosti takšnega načina prevzema so v postopku, ki je zelo zapleten, saj zahteva pripravo številnih dokumentov za prenos lastništva na novega lastnika, potrebna so številna soglasja (pogajanja za podaljšano veljavnost različnih pogodb,...), sodišča lahko kasneje ugotovijo, da gre dejansko za združitve, to pa pomeni, da je prevzemnik v celoti odgovoren za vse obveznosti ciljnega podjetja, prevzemniku pa so naložene še dodatne obveznosti v zvezi z registracijo vrednostnih papirjev, uporabljenih v transakciji, s prenosom obveznosti do programov za upokojevanje zaposlenih in obveznosti, ki izhajajo iz izdelkov, zaposlovanja, ekologije,...

2.4. BOJ ZA POOBLASTILA ZA GLASOVANJE NA SKUPŠČINI DELNIČARJEV

Tudi to je eden izmed načinov, kako pridobiti nadzor nad podjetjem. "Proxy" je ustrezno overjeno in časovno omejeno pooblastilo, ki pooblaščenim osebam daje pravico, da v imenu podpisnika pooblastila (delničarja) glasuje na skupščini delničarjev. Za ta pooblastila med seboj tekmujejo člani uprave (ki tako v bistvu izvedejo prevzem brez odkupa delnic ali premoženja, saj tako "nadzorujejo" sami sebe) in zunanji delničarji, ki s pooblastili hočejo doseči imenovanje lastnega člana nadzornega sveta, s tem pa tudi večji vpliv na poslovanje podjetja.

3. FINANCIRANJE PREVZEMA

Prevzem podjetja se lahko opravi z denarjem ali z vrednostnimi papirji. Medtem ko je pri obvezni ponudbi, torej v primeru, ko je prevzemnik v nasprotju z ZPre že pridobil več kot 25% delnic ciljnega podjetja, obvezno plačilo v denarju, lahko pri prostovoljni ponudbi ponudi za nakup podjetja tudi nadomestne vrednostne papirje.

3.1. FINANCIRANJE Z DENARJEM

Za prevzem podjetja z denarjem obstajata dve možnosti. Prva je ta, da prevzemnik že ima zadostno količino denarja in kupi podjetje. Druga, bolj verjetna možnost pa je, da podjetje zbere potrebna sredstva bodisi z izdajo lastniških vrednostnih papirjev ali pa z zadolževanjem (obveznice, bančna posojila).

3.1.1. Odkup podjetja z zadolžitvijo

Odkup podjetja z zadolžitvijo (*leveraged buyout* - LBO)⁵ je finančna operacija, pri kateri določeno podjetje odkupi delnice drugega (ciljnega) podjetja s predhodno zadolžitvijo. Bistveno pri tem je, da financiranje navedene operacije temelji na pričakovani sposobnosti

⁵ To je klasični LBO, iz katerega so se razvile še druge različice:

- managerski odkup (*management buy-out* – MBO, *management buy-in* - MBI); o MBO govorimo takrat, ko manager ali skupina managerjev odkupi podjetje v katerem je zaposlena, MBI pa predstavlja odkup ciljnega podjetja s strani managerjev nekega drugega podjetja;
- če je pobudnik za nakup skupina zaposlenih znotraj ciljnega podjetja, govorimo o *employee buy-outu*;
- o *family buy-outu* govorimo takrat, ko delnice ciljnega podjetja odkupi določena družina z namenom nadzora in upravljanja podjetja;
- o *institutional buy-outu* govorimo, ko delnice ciljnega podjetja odkupujejo državni organi in/ali institucije.

ciljnega podjetja, da ustvarja denarne tokove, ki bodo služili poplačilu dolga. Predmet odkupa so delnice ciljnega podjetja ali premoženje le-tega.

Značilnost LBO je v tem, da prevzemno podjetje ustanovi novo družbo⁶ (npr. Prevzem d.o.o., *newco*), ki je v 100-odstotni lasti matičnega podjetja, pridobi kapital s strani banke ali druge finančne organizacije, ki bo dobila povrnjeno posojilo na podlagi pričakovanih prihodnjih denarnih tokov ciljnega podjetja, ta nova družba pa je ustanovljena samo z enim namenom, in sicer se zadolži za prevzem ciljnega podjetja.

Druga zanimivost te operacije je, da kupec potrebuje malo kapitala za nakup ciljnega podjetja, saj od le-tega pričakuje denarne tokove, s katerimi bo plačal stroške financiranja. Bistvo vseh različic LBO je v tem, da bo dolg prevzemnika, ki ga le-ta najame za prevzem, plačan s pričakovanimi denarnimi tokovi ciljnega podjetja, torej po združitvi finančne obveznosti iz najetih virov financiranja bremenijo ciljno podjetje (Varanelli, 2001, str. 357).

3.2. FINANCIRANJE Z NADOMESTNIMI VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Če prevzemnik (v Sloveniji) še ni pridobil 25% deleža v ciljnem podjetju, lahko kot plačilo ponudi nadomestne vrednostne papirje, in sicer v naslednjih oblikah:

- nadomestna ponudba je ponudba za odkup, pri kateri prevzemnik za vrednostne papirje, ki so predmet odkupa, ponudi nadomestne vrednostne papirje, in sicer lahko ponudi že izdane delnice, lahko pa tudi delnice, ki jih bo šele na novo izdal zaradi prevzema. V Sloveniji o izdaji delnic zaradi prevzema mora odločati skupščina delniške družbe, torej skupščina ponudnika (prevzemnika) (Kocbek, 1999, str. 206). Pri nadomestni ponudbi mora ponudnik pri klirinško depotni družbi deponirati celotno količino nadomestnih vrednostnih papirjev, ki je potrebna za izpolnitev obveznosti vsem imetnikom vrednostnih papirjev, ki so predmet odkupa (ZPre s komentarjem, 1997, str. 121);
- kombinirana ponudba je ponudba, pri kateri prevzemnik ponudi del plačila v denarju, drugi del pa v nadomestnih vrednostnih papirjih. V Sloveniji mora ponudnik pri kombinirani ponudbi pri klirinško depotni družbi deponirati celotno količino nadomestnih vrednostnih papirjev, ki je potrebna za izpolnitev obveznosti vsem imetnikom vrednostnih papirjev, ki so predmet odkupa, ter hkrati celotno količino denarja, ki je ponujena kot izplačilo tistega dela cene v ponudbi, ki naj se izplača v denarju (ZPre s komentarjem, 1997, str. 121);

⁶ Tako je samo v teoriji. V praksi ni potrebno ustanavljati novega podjetja, da bi se le-to zadolžilo za prevzem.

- alternativna ponudba pa je takšna, da prevzemnik imetnikom delnic da na razpolago, da se sami odločijo, ali želijo za svoje delnice izplačilo v denarju ali z nadomestnimi vrednostnimi papirji. V Sloveniji mora ponudnik pri alternativni ponudbi pri klirinško depotni družbi deponirati celotno količino nadomestnih vrednostnih papirjev, ki je potrebna za izpolnitev obveznosti vsem imetnikom, hkrati pa mora deponirati tudi celotno količino denarja, ki je potrebna za plačilo celotne cene v ponudbi za odkup (ZPre s komentarjem, 1997, str. 121);
- alternativno ponudbo lahko ponudnik oblikuje tudi v kombinaciji s kombinirano ponudbo, in sicer tako, da se pravica izbire nanaša bodisi na del cene, ki se izplača v denarju, bodisi na tisti del, ki se nanaša na vrednostne papirje. Pri takšni ponudbi mora ponudnik v Sloveniji pri klirinško depotni družbi deponirati celoten znesek nadomestnih vrednostnih papirjev in celoten znesek denarja, ki sta potrebna za izpolnitev obveznosti vsem imetnikom.

Kot nadomestne vrednostne papirje lahko prevzemnik ponudi lastniške ali dolžniške vrednostne papirje. Ti nadomestni papirji so lahko že izdani, lahko pa ponudnik prav z namenom za prevzem izda nove papirje.

3.3. NAČINI PLAČILA SKOZI ČAS

Kot sem že omenil, se prevzem lahko opravi z denarjem ali vrednostnimi papirji oziroma s kombinacijo denarja in vrednostnih papirjev. Skozi čas se spreminja intenzivnost, prav tako pa tudi delež različno financiranih prevzemov.

Januarja 2000 je bilo na globalni ravni 1.918 prevzemov v skupni vrednosti 420 milijard dolarjev, od tega je bilo 37% prevzemov opravljenih z denarjem, 38% z zamenjavo delnic, 1% z dolžniškimi vrednostnimi papirji in 24% s kombinacijo teh možnosti. Štiri leta kasneje, januarja 2004 je bilo 1.630 prevzemov v skupni vrednosti 190 milijard dolarjev, od tega jih je bilo 63% opravljenih z denarjem, 21% z zamenjavo delnic, 0,2% z dolžniškimi vrednostnimi papirji in 16% s kombinacijo teh možnosti (Bloomberg, 2004).

Če si ogledamo še podatke za mednarodne prevzeme, lahko opazimo, da se pri le-teh kot način plačila veliko več uporablja denar. Januarja 2000 je bilo 615 mednarodnih prevzemov v skupni vrednosti 59 milijard dolarjev, od tega jih je bilo 53% opravljenih z denarjem, 23% z zamenjavo delnic, 1% dolžniškimi vrednostnimi papirji in 23% s kombinacijo le-teh. Januarja 2004 pa je bilo od 525 mednarodnih prevzemov v skupni vrednosti 25 milijard dolarjev 73% opravljenih z denarjem, 20% z zamenjavo delnic in 7% s kombinacijo denarja in nadomestnih vrednostnih papirjev (Bloomberg, 2004).

Iz napisanega lahko izluščimo nekaj ugotovitev:

- število prevzemov se je v zadnjih letih zmanjšalo, tako na globalni, kot na mednarodni ravni (*cross border*);
- prav tako kot število se je zmanjšala tudi skupna vrednost prevzemov;
- več prevzemov se opravi z denarjem, manjša pa se število prevzemov z nadomestnimi vrednostnimi papirji;
- z dolžniškimi vrednostnimi papirji se opravljajo predvsem prevzemi na domačih tleh, ne pa toliko mednarodni prevzemi⁷.

Med letoma 1997 in 2004 je znašala vrednost največjih 155 prevzemov skupno nekaj manj kot 4.000 milijard dolarjev, od tega skoraj 25% (980 milijard dolarjev) predstavlja največjih 10 prevzemov, ki so bili vsi financirani z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Tudi sicer je bilo 89 izmed teh 155 prevzemov financiranih z nadomestnimi vrednostnimi papirji, 15 z denarjem, 51 pa z eno izmed možnih kombinacij denarja, nadomestnih vrednostnih delnic in dolžniških papirjev. Povprečna vrednost prevzema je znašala dobrih 25 milijard dolarjev, povprečna premija pri teh prevzemih pa je znašala nekaj manj kot 25%.

4. TEORIJE PREVZEMOV

Prevzeme je moč uvrstiti v dve skupini, strateške in finančne prevzeme.

Vzrok za strateško motivirane prevzeme leži v sinergijah, ki jih lahko prevzemnik doseže z nakupom prevzetega podjetja. Strateški prevzemi se največkrat opisujejo s formulami:

$$1 + 1 = 3 \text{ ali}$$

$$V(A) + V(B) < V(AB) \text{ ali}$$

$$V(AB) = V(A) + V(B) + \text{sinergija} - \text{premija}.$$

Pri tem $V(A)$ pomeni vrednost podjetja A, $V(B)$ vrednost podjetja B in $V(AB)$ vrednost združenih podjetij A in B. Gre za popularen zapis pričakovanja, da sta prevzemno in prevzeto podjetje skupaj vredni več kot posamezno podjetje, s čimer pride do povečanja vrednosti premoženja delničarjev, kar bi moralo biti tudi v nacionalnem interesu.

Trančar (1999, str. 9) pravi, da "teorija sinergije temelji na predpostavki, da v gospodarstvu obstajajo ekonomije obsega, ki jih nekatera podjetja pred povezovanjem ne dosegajo. Ekonomije obsega obstajajo zaradi nedeljivosti nekaterih proizvodnih dejavnikov, katerih stroški na enoto proizvoda ali storitve se zmanjšujejo z naraščanjem proizvedene količine."

⁷ Gre za zelo kratko obdobje, tako da teh ugotovitev ne moremo obravnavati kot napoved trenda.

Finančni prevzemi v nasprotju s strateškimi ne temeljijo na izkoriščanju sinergij, ampak na sposobnosti prevzemnika zagotoviti boljše vodenje prevzete družbe, kot to počenja njen trenutni management. Finančni prevzemi so torej sredstvo za povečanje discipline managementa in prav tako povečujejo vrednost premoženja delničarjev.

Ostali motivi za prevzem so lahko še internalizacija transakcij (pri vertikalnih prevzemih), prodor na nove trge, podcenjenost delnic ciljnega podjetja, davčne prednosti, razpršitev poslovne dejavnosti in delitev tveganja.

Gaughan (2004, str. 5) kot glavni motiv za prevzeme navaja rast podjetja. Podjetje lahko raste po "naravni" poti, torej večja svojo proizvodnjo skladno z večanjem povpraševanja po svojih proizvodih in storitvah, čemur se reče notranja ali interna rast. Ta proces pa je lahko počasen in pogosto tudi neučinkovit. Zato se kot alternativa notranji rasti navajajo prevzemi, ki so kljub premijam, ki jih prevzemnik plača delničarjem ciljnega podjetja, v mnogih primerih cenejša in hitrejša alternativa notranji rasti.

Med teorijami prevzemov zasledimo še teorijo nemira (*Disturbance theory*), ki aktivnost prevzemniške aktivnosti pogojuje z makroekonomskimi dejavniki; procesno teorijo (*Process theory*), ki pravi, da so dejavniki, ki pripeljejo do sprememb v podjetju, omejena zmožnost človeka, da bi shranjeval informacije, želja po spremembah oziroma zmanjšanju obsega rutinskih nalog in svojeglavo delovanje posameznikov. Ti faktorji na koncu pripeljejo do prevzema ali združitve. Naslednja je teorija gradnje cesarstva (*Empire building theory*). To je mikroekonomska teorija, ki temelji na željah vodstva, da bi si zagotovilo čim večjo moč in ugled, to pa dosežejo na tak način, da prevzemajo podjetja. Obstaja tudi teorija plenilcev (*Raider theory*), ki iščejo priložnosti za hiter zaslužek, do katerega je možno priti tudi s prevzemom. Teorija vrednotenja (*Valuation theory*) pa govori o tem, da na podlagi internih informacij prevzemnik ve, da je podjetje podcenjeno, zato ga prevzame (Aubert, 2001, str.10).

Nasprotniki prevzemov najbolj nasprotujejo prevzemom s strani t.i. podjetniških plenilcev (*corporate raiders*). To so specialisti za prevzeme, ki najprej prevzamejo podjetje, potem pa odpustijo presežno število delavcev, podjetje prestrukturirajo ali razbijejo na samostojne enote, nato pa ga prodajo. S tem seveda veliko zaslužijo. Nasprotniki pravijo, da takšni prevzemi ne bi smeli biti dovoljeni, saj je v podjetjih veliko zaposlenih, ki so v podjetju že celo življenje, tako da po odpustitvi ne dobijo nove službe, ker niso usposobljeni za nobeno drugo delo. Prav tako nasprotniki trdijo, da prevzemi uničujejo moralo in produktivnost v podjetjih, prevzemniki pa na ta način, brez da bi karkoli na novo ustvarili oziroma proizvedli, postajajo vedno bogatejši.

5. OSTALI POMEMBNI POJMI PRI PREVZEMIH

V tem poglavju so opisani pojmi, s katerimi se srečujemo in ki jih je potrebno poznati, ko govorimo o prevzemih.

5.1. KONTROLNI DELEŽ

Cilj prevzema, ki ga zasleduje ponudnik, je pridobitev kontrolnega deleža v ciljnim podjetju. Kontrolni delež predstavlja lastništvo takšne količine glasovalnih pravic, da imetniku zagotavlja močan ali celo absoluten vpliv na delovanje podjetja.

Če govorimo o odstotnih deležih je potrebno izpostaviti štiri številke (velja za Slovenijo):

- s pridobitvijo 25-odstotnega deleža v nekem podjetju je po zakonu obvezno dati javno ponudbo za odkup vseh delnic, pri čemer morajo biti pogoji za vse obstoječe delničarje enaki. Tu je mišljeno, da se med večjimi in manjšimi delničarji ne sme delati razlik, ampak je potrebno vsem ponuditi enako ceno za njihove delnice. To je pomembno predvsem zaradi varovanja interesov malih delničarjev;
- pri 50-odstotnem deležu in enem glasu prevzemnik postane večinski lastnik in lahko na skupščini delničarjev o skoraj vsem, razen o predlogih, ki za sprejetje potrebujejo kvalificirano večino vseh glasov, odloča sam. Pravimo, da ima večinski lastnik kontrolo nad družbo;
- pri 75-odstotnem deležu in enem glasu pa ima prevzemnik že dovolj glasov, da lahko podjetje kontrolira v popolnosti, saj ima dovolj glasov, da sprejme katerikoli predlog, tudi če le-ta potrebuje za sprejem kvalificirano večino. Pravimo, da ima absoluten vpliv na delovanje družbe oziroma absolutno kontrolo nad družbo;
- za umik delnic z organiziranega trga, torej za preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto, je v Sloveniji potrebnih 90% vseh glasov na skupščini delničarjev (ne samo prisotnih).

V praksi ni potrebno pridobiti 50 oziroma 75 odstotkov glasov, saj se skupščin ne udeležujejo vsi delničarji, tako da tudi delničar, ki ima v lasti sicer dokaj nizek delež glasov, pa se udeležuje skupščin, lahko sprejema odločitve, ki so bistvene za upravljanje družbe. Drug primer je ta, da so delnice razpršene med veliko majhnih delničarjev, tako da ima največji med njimi kar precej možnosti za upravljanje družbe.

5.2. KONCENTRACIJA

Pri prevzemu je eno izmed temeljnih vprašanj, ki se pojavljajo, vprašanje koncentracije. Koncentracije in prevzemi lahko izboljšajo poslovanje s povečanjem učinkovitosti, po drugi strani pa omogočijo nastanek oziroma povečanje tržne moči in s tem zmanjšajo učinkovitost konkurence. Pri večini prevzemov ni razlogov za intervencijo, pri nekaterih primerih pa vseeno pride do nevarnosti, da bi prevzem in koncentracija negativno vplivala na konkurenco. Taki primeri morajo biti predmet podrobne presoje s strani konkurenčnih oblasti. Primarni cilj te presoje je zagotavljanje pogojev za učinkovito konkurenco, s čimer se zagotovi večja učinkovitost podjetij, tehnološki razvoj, nižje cene ter večji izbor izdelkov.

Konkurenčne oblasti poskušajo na eni strani preprečiti tiste prevzeme in koncentracije, ki vodijo v zmanjšanje ekonomske blaginje v družbi, na drugi strani pa dovolijo uresničitev tistih prevzemov, ki le-to povečujejo.

V Sloveniji vprašanje koncentracij ureja Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (1999). Le-ta prepoveduje koncentracije, ki povečujejo moč enega ali več podjetij in s tem zmanjšujejo ali celo onemogočajo konkurenco na trgu. Zakon opredeljuje pogoje, pri katerih je koncentracijo potrebno prijaviti pristojnemu organu, ki je v tem primeru Urad za varstvo konkurence – prijavitev je potrebna, če je skupni letni promet udeležencev koncentracije presegal 8 milijard SIT pred obdavčitvijo, če so udeleženci ustvarili skupaj več kot 40% poslov na znatnem delu slovenskega trga ali če neka pravna oseba pridobi nadzor v drugem podjetju. Nadalje zakon zahteva, da se prijavijo vse ponudbe za prevzem, ne glede na to, ali izpolnjujejo zahtevane pogoje ali ne. Urad nato izda odločbo, s katero izda soglasje za prevzem, pogojno soglasje, ali pa prevzem prepove. Pomembno je, da prevzemnik do izdaje odločbe ne sme izvajati pravic, ki jih je pridobil s koncentracijo.

5.3. PREMIJA

Edini udeleženci prevzemov s popolnoma jasnimi in nesporno dokazanimi koristmi so delničarji ciljnih družb, ki prodajo svoje delnice in s tem dobijo določeno premijo. Premija je razlika med tržno ceno delnic določen čas pred prevzemom in dejansko ceno delnic, po kateri prevzemnik v postopku prevzema odkupi delnice.

V šestdesetih letih so tako znašale premije, ki so jih prejeli delničarji prevzetih podjetij, v povprečju 19 odstotkov, v sedemdesetih letih 35 odstotkov in v prvi polovici osemdesetih let prejšnjega stoletja okoli 30 odstotkov (Bešter, 1996, str. 79).

McCahery navaja naslednje podatke: povprečna premija, ki jo prejmejo delničarji ciljnih podjetij, naj bi bila v povprečju med 15 in 30 odstotkov. Višina premije se skozi obdobja

spreminja: tako je bila povprečna premija v ZDA med letoma 1963 in 1986 29 odstotkov, med 1972 in 1987 24 odstotkov, med 1971 in 1982 27 odstotkov, v devetdesetih letih prejšnjega stoletja pa nekje na ravni 21 odstotkov (McCahery, 2003, str. 41).

Po podatkih Bloomberg-a so bile povprečne premije v obdobju od januarja 2000 do aprila 2004 v ZDA 44 odstotkov, v EU 23,5 odstotka, v srednji Evropi 13 odstotkov, v svetu 27 odstotkov in pri mednarodnih prevzemih 32 odstotkov.

Ocene premij naj bi bile prenizke, saj večina raziskav izhaja iz spremembe cene delnic po dani javni ponudbi za prevzem, kljub temu da pogosto prihaja do neobičajnih sprememb cen že pred javno ponudbo. Primer za to so ZDA, kjer obstaja zakonska zahteva za vložitev obrazca 13D pri SEC (*Securities and Exchange Commission* – podobno kot Agencija za trg vrednostnih papirjev v Sloveniji) takoj, ko kupec pridobi 5 odstotkov delnic odprte delniške družbe. Ta obrazec vključuje tudi podatke o investitorju in namenu nakupa delnic. Vloga obrazca običajno povzroči dvig cene delnic podjetja, ki je potencialni cilj prevzema. Dvigi cen so najvišji (+7,74 odstotka), ko vlagatelj obrazca najavi, da obstaja možnost za prevzem, če pa vlagatelj kupi delnice z namenom razpršitve premoženja, je dvig cene manjši (+3,24 odstotka) (Bešter, 1996, str. 80).

Prav tako je pomemben dejavnik tudi identiteta vlagatelja (potencialnega prevzemnika), saj navadni investitorji povzročijo pol manjši dvig cene delnice kot specialisti za prevzeme. Razlike v premijah, ki jih v prevzemih prejmejo delničarji ciljnih družb, so odvisne od tega, ali se vodstvo ciljnega podjetja odloči za obrambo pred prevzemom ali pa se pusti prevzeti brez boja. Če se odločijo za obrambo, so premije praviloma višje, in sicer znašajo v povprečju 30,9 odstotka. V nasprotnem primeru, ko se ne odločijo braniti, pa premije znašajo v povprečju 26 odstotkov.

Pomemben dejavnik je tudi število potencialnih prevzemnikov, ki si konkurirajo pri prevzemu nekega podjetja. Če je ponudnikov več, so tudi premije višje. Shapiro navaja (Bešter, 1996, str. 81), da je ta razlika pri uspešnih prevzemih, pri katerih se management ne brani, 27,6 odstotnih točk, in pri prevzemih, pri katerih se management upre prevzemu, 8,9 odstotne točke. Razlika je manjša pri prevzemih, pri katerih se management brani, saj se cena delnic podraži že zaradi obrambnih aktivnosti in so premije že zaradi tega višje kot pri prijaznih prevzemih. Samo tekmovanje med potencialnimi prevzemniki ne more več bistveno prispevati k zvišanju premije, saj imajo tudi potencialni prevzemniki zamišljeno neko maksimalno ceno, po kateri so še pripravljeni plačati ciljno podjetje.

Premije delničarjev ciljnih podjetij se povečajo v primeru sovražnih prevzemov predvsem zato, ker je večina sovražnih prevzemov izvedena z denarjem, posledično pa nastane takojšnja davčna obveznost na ustvarjen kapitalski dobiček za delničarje ciljne družbe, ki so se odločili za prodajo svojih deležev.

Delničarji podjetja prevzemnika s prevzemom ne zaslužijo oziroma lahko celo nekaj izgubijo, kar pomeni, da je trg skeptičen do sinergij, do katerih naj bi s prevzemi prišlo. Cena delnic prevzemnika se v primerjavi s ceno delnic ciljnega podjetja spremeni zelo malo, to pa se pripisuje temu, da je v veliki večini prevzemnik večji od ciljnega podjetja. Med 21 študijami, ki so jih opravili razni raziskovalci, jih je 10 prišlo do zaključka, da se cene delnic prevzemnika po prevzemu povečajo za 1 do 5%; nekaj manj, 6, jih je ugotovilo, da se po prevzemu cene delnic prevzemnika znižajo za 1 do 6%, ostali pa so ugotovili, da se cene delnic prevzemnika ne spremenijo (McCahery, 2003, str. 43).

5.4. GROŽNJE PRI PREVZEMIH

Lahko se zgodi, da prevzemnik kupi neko podjetje samo z enim namenom, in sicer da bi po prevzemu to podjetje enostavno zaprl. Delničarji ciljnega podjetja bodo v tem primeru verjetno dobili visoke premije za prodajo svojih delnic, vendar pa bodo njihove koristi zagotovo manjše, kot bo škoda, ki jo bo utrpelo narodno gospodarstvo, v katerem je ciljno podjetje imelo svoj sedež. Z zaprtjem podjetja bo mnogo ljudi izgubilo zaposlitev, torej se bo povečala brezposelnost, država bo dobila manj plačanega davka, imela bo več izdatkov, saj bo morala te nove brezposelne vzdrževati, zmanjšal se bo bruto domači proizvod, negativne so lahko tudi posledice za plačilno bilanco države (manj izvoza, več uvoza), lahko pa se zmanjša tudi delež države v svetovnih gospodarskih tokovih.

Lahovnik (2002, str. 8) pravi, da lahko podjetja v domači lasti več vlagajo v lokalno okolje v obliki sponzorstev, donacij ali v razvoj infrastrukture. Socialna občutljivost lokalnih podjetij v domači lasti je za probleme lokalnega okolja večja. Tuji lastniki nemalokrat prenesejo dobičke, sicer ustvarjene v Sloveniji, v druge države prek transfernih cen.

Mencinger (2002, str. 9) se problema prevzemanja dobro stoječih podjetij tujcem loti na drugačen način, in sicer se sprašuje, zakaj bi bilo samoumevno dobro, da kmet proda njivo in postane dninar. Celo če pri tem misli, da je postal strateški partner, bo prej ali slej odločal le še o prodaji svoje delovne sile. Nadalje ugotovi, da pri prevzemih podjetij ne gre za nič drugega, čeprav jih spremljajo obljube o svežem kapitalu, znanju in tehnologiji. Nadalje ugotovi, da je veliko tujih investicij pri nas koristnih, kar pa še ne pomeni, da je prodaja podjetja samoumevno koristno dejanje.

Kaj vse so grožnje pri prevzemu, je najlepše razvidno na primeru Tobačna Ljubljana d.d., ki se je strateško povezala s tujim partnerjem kmalu po osamosvojitvi. Po nekaj več kot desetih letih je tuji lastnik, kljub temu da je bilo poslovanje uspešno, ukinil proizvodnjo v Sloveniji, 260 zaposlenih v proizvodnji je končalo na cesti, vse to pa zaradi želje po še večjem dobičku, ki je mogoč s selitvijo proizvodnje na Poljsko ali v Turčijo, torej državo s cenejšo delovno silo.

6. MAKROEKONOMSKA GIBANJA IN PREVZEMI

Intenzivnost prevzemov, merjena s številom in vrednostjo prevzemov, se skozi obdobja spreminja. Že na začetku smo videli, da je bilo v zgodovini pet valov prevzemov, vsi pa so sovpadali z obdobjem gospodarskega razcveta in so se končali z nekim šokom, naenkrat, brez predhodnih najav.

Vzročna odvisnost je bila za določena obdobja dokazana med intenzivnostjo prevzemov in

- (a) splošnimi gospodarskimi cikli (merjeno z rastjo industrijske proizvodnje, rIP),
- (b) gibanjem cen vrednostnih papirjev in obsegom teh transakcij,
- (c) spreminjanjem števila registriranih podjetij in
- (d) ravnijo obrestnih mer (Bešter, 1996, str. 95).

Intenzivnost prevzemov se giblje v podobnih ciklih kot industrijska proizvodnja, le da vrhovi prevzemov praviloma prehitevajo vrhove krivulj industrijske proizvodnje. Na splošno ni mogoče trditi, da je intenziviranje prevzemov predhodnica ali napoved gospodarske ekspanzije.

Cikličnost trga kapitala se v veliki meri ujema s cikli prevzemov. Rasti ali padanju cen delnic sledi krivulja obsega prevzemov. Intenzivnost prevzemov je pozitivno odvisna od gibanja cen delnic; višje kot so cene delnic, več je prevzemov. To je pojasnjeno s tem, da se v obdobjih, ko so delniški tečaji na visokih ravneh, več prevzemov opravi z nadomestnimi vrednostnimi papirji, torej z delnicami prevzemnika.

Zvišanja obrestnih mer napovedujejo zmanjševanje obsega prevzemov, vendar je dokazana odvisnost med intenzivnostjo prevzemov in gibanjem tečajev delnic višja kot korelacija z gibanjem obrestnih mer.

Mnogi ekonomisti so poskušali razložiti prevzemno aktivnost z makroekonomskimi dejavniki. Poleg že naštetih se omenjajo še splošno ekonomsko okolje, pričakovana gospodarska rast, konkurenca in donosnost obveznic (Vonortas, 2004, str.9).

Na osnovi raziskav so bile formulirane različne hipoteze, vendar nobena ni prerasla v splošno veljavno teorijo (Bešter, 1996, str. 96):

- prevzemi so najhitrejša oblika širitve zmogljivosti za učinkovito odzivanje na potrebe hitro rastočih trgov;
- prevzemi so kot oblika rasti v primerjavi z notranjo rastjo podjetja manj tvegana alternativa;

- razlike v ocenah vrednosti podjetja se med delničarji in drugimi potencialnimi investitorji v obdobjih rasti cen delnic povečujejo, zunanji investitorji imajo pogostejše občutek, da so podjetja podcenjena;
- optimizem managerjev se v obdobjih gospodarske rasti odraža v njihovem povečanem zanimanju za prevzeme;
- glede na to, da se prevzemniki v mnogih primerih dodatno zadolžijo, je vpliv obrestne mere na rast prevzemov negativen (višja kot je obrestna mera, manj naj bi bilo prevzemov).

V posameznih obdobjih je mogoče dokazati veljavnost vsaj ene ali celo več hipotez hkrati, vendar nima nobena od njih splošne pojasnjevalne moči. Na splošno je mogoče dokazati le to, da ciklično gibanje števila prevzemov nima narave slučajnih števil.

Odločil sem se preveriti hipoteze o odvisnosti⁸ med intenzivnostjo prevzemov in splošnimi gospodarskimi cikli, gibanjem cen vrednostnih papirjev ter obrestnimi merami, in sicer posebej za Slovenijo, srednjo Evropo, zahodno Evropo, Združene države Amerike in svet kot celoto ter mednarodne (cross-border) prevzeme in združitve.

Podatke sem pridobil na informacijskem sistemu Bloomberg, na internetu (IMF, SURS), v Biltenih Banke Slovenije in na Agenciji za trg vrednostnih papirjev (ATVP).

Pri zbiranju podatkov sem naletel na nekaj problemov, saj se nekateri podatki izračunavajo, drugi pač ne. Tako, na primer, ni mogoče dobiti podatka o rasti svetovne industrijske proizvodnje in še nekaterih drugih podatkov, tako da sem se moral pri nekaterih izračunih omejiti na tiste podatke, ki so mi bili dosegljivi. Obdobje, na katerega se nanašajo izračuni, traja od januarja 2000 do aprila 2004, razen za Slovenijo, kjer so izračuni narejeni za obdobje od januarja 1999 do junija 2004.

Potrebno je poudariti, da je proučevano obdobje zelo specifično, saj je bil na začetku tega obdobja vrh gospodarskega cikla oziroma ravno začetek upadanja gospodarske aktivnosti. Vmes se je zgodil še 11. september, ameriška centralna banka je izvajala ekspanzivno monetarno politiko z zniževanjem obrestnih mer⁹ na minimum, vse v upanju oživitve gospodarstva. Tudi borze niso več delovale tako kot prejšnja leta, tečaji so začeli strmo padati in vsi poskusi, kako trend spet obrniti navzgor, so propadli.

⁸ Odvisnost med dvema pojavoma meri korelacijski koeficient. Ta odvisnost je lahko šibka (korelacijski koeficient med 0 in 0,2), zaznavna (0,2 do 0,5), pomembna (0,5 do 0,7), visoka (0,7 do 0,9) ali zelo visoka (0,9 do 1). Po drugi strani je odvisnost lahko pozitivna ali pa negativna, to pa določa predznak korelacijskega koeficienta. Če je odvisnost med pojavoma pozitivna, to pomeni, da se z večanjem vrednosti neodvisne (pojasnjevalne) spremenljivke povečuje vrednost tudi odvisni (proučevani) spremenljivki.

⁹ Po aprilu 2004 se je obrestna mera v ZDA že trikrat zvišala.

V nadaljevanju so prikazane analize posameznih geografskih območij.

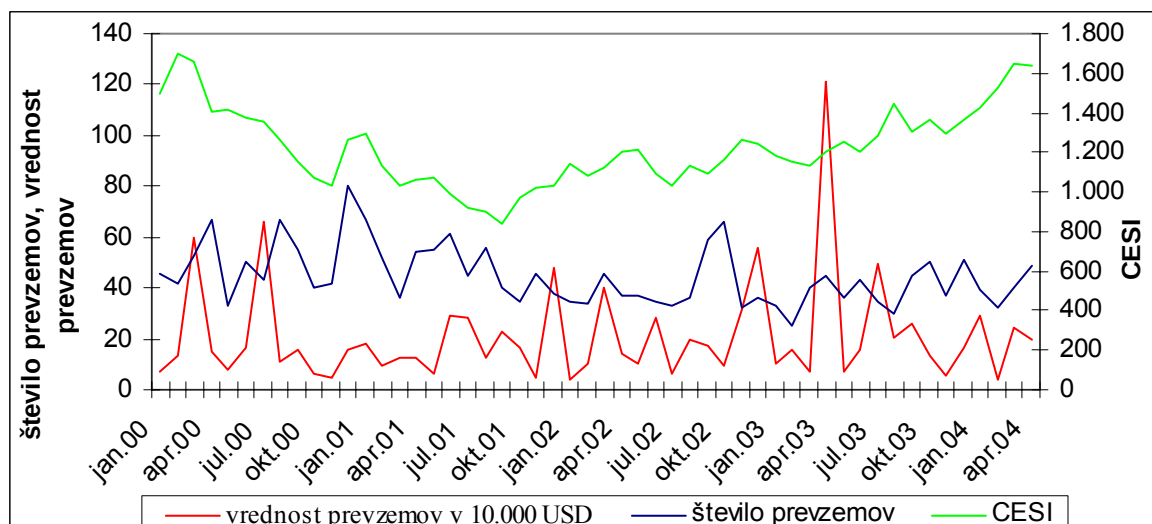
6.1. SREDNJA EVROPA

V srednji Evropi se je v proučevanem obdobju zgodilo okoli 2.300 prevzemov v skupni vrednosti 110 milijard dolarjev, torej je bila povprečna vrednost prevzema 47 milijonov dolarjev, povprečna premija pa je bila nekaj nad 13%.

Pričakujem, da za srednjo Evropo trditve o odvisnosti intenzivnosti prevzemov od proučevanih dejavnikov ne veljajo, saj gre za bivše socialistične države, kjer kapitalski trgi v preteklosti sploh niso obstajali (in tudi danes še niso primerljivi z razvitimi trgi kapitala – ZDA, zahodna Evropa). Na teh trgih sta po mojem mnenju število in vrednost prevzemov odvisna le od imena podjetja. Z drugimi besedami, prevzemala so se podjetja, ki so bila nekaj vredna, kar pomeni, da so imela uveljavljeno ime ter ugled na domačih in nekaterih tujih trgih, t.i. *blue chipi*, torej vodilna podjetja teh gospodarstev.

Na Sliki 1 je prikazano gibanje intenzivnosti prevzemov v odvisnosti od borznega indeksa CESI, lepo pa je razvidno, da se krivulje ne gibljejo v medsebojni odvisnosti, ampak se vsaka giba po svoje.

Slika 1: Število in vrednost prevzemov v srednji Evropi in gibanje borznega indeksa CESI v obdobju januar 2000 do april 2004



Vir: Bloomberg, 2004.

Ker nihče ne računa rasti industrijske proizvodnje za srednjo Evropo kot regijo, sem se moral odpovedati izračunu odvisnosti med intenzivnostjo prevzemov in gospodarskimi cikli, saj izračuni s približki ne bi imeli nobene vrednosti.

Za proučevanje odvisnosti prevzemne aktivnosti od gibanja cen na delniškem trgu je za vzhodno Evropo relevanten srednjeevropski borzni indeks CESI (Central European Stock Index), ki odseva gibanje cen delnic na petih borzah srednje Evrope, utež pri izračunih pa je kapitalizacija posameznega vrednostnega papirja. Najvišjo vrednost je v proučevanem obdobju dosegel februarja 2000, in sicer 1.696,95 točke, najnižjo pa septembra 2001, in sicer 837,47 točke¹⁰.

Za preverjanje povezanosti intenzivnosti prevzemov in gibanja cen vrednostnih papirjev sem izračunal korelacijski koeficient med številom prevzemov v srednji Evropi in vrednostjo indeksa CESI, ki znaša 0,11, kar bi sicer pomenilo, da obstaja pozitiven vpliv borznega indeksa na število prevzemov, vendar je ta vpliv skromen. Ker pa je P^{11} enaka 0,43, ne moremo trditi, da povezanost med spremenljivkama res obstaja. Koeficient ni statistično značilen in ga ni smiselno interpretirati.

Korelacijski koeficient med vrednostjo prevzemov in CESI znaša 0,10, ker pa je P enaka 0,48, koeficient statistično ni značilen in ga torej ni smiselno interpretirati.

Podobno kot z rastjo industrijske proizvodnje je tudi z obrestnimi merami, saj ne obstaja neka obrestna mera, ki bi odražala stanje na srednjeevropskem območju, tako da sem se tudi tukaj izračuni niso smiselni.

V Tabeli 1 so prikazani korelacijski koeficienti in njihove stopnje značilnosti za srednjo Evropo.

¹⁰ V dobrem letu in pol je vrednost CESI padla za več kot 50%. Ta trend je opazen tudi na večini drugih borz – maksimum v začetku leta 2000, potem pa je opazen padec vrednosti borznih indeksov. Vrednosti so se začele zviševati spet v drugi polovici leta 2002 oziroma v prvi polovici leta 2003. To je posledica že prej omenjene gospodarske specifičnosti proučevanega obdobja.

¹¹ Koeficient P predstavlja tisto najmanjšo stopnjo značilnosti, pri kateri je možno zavrniti ničelno domnevo, ki jo preverjamo. V statistiki velja pravilo, da je mejna vrednost $P = 0,05$, kar pomeni:

- če je P manjši ali enak 0,05, potem ničelno domnevo lahko zavrnemo;
- če je P večji od 0,05, ničelne domneve ne moremo zavrniti.

Tabela 1: Korelacijski koeficienti in pripadajoče P za srednjo Evropo

	Korelacijski koeficient	P
Vrednost prevzemov – CESI	0,10	0,48
Število prevzemov – CESI	0,11	0,43
Vrednost prevzemov – rIP	n.p.	-
Število prevzemov – rIP	n.p.	-
Vrednost prevzemov – 12-mesečna o.m.	n.p.	-
Število prevzemov – 12-mesečna o.m.	n.p.	-
Vrednost prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-
Število prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-

n.p. – ni podatkov

rIP – rast industrijske proizvodnje

Vir: Lastni izračuni, 2004.

6.2. ZAHODNA EVROPA

V proučevanem obdobju se je v zahodni Evropi zgodilo nekaj več kot 32.000 prevzemov v skupni vrednosti 3.300 milijard ameriških dolarjev, torej je bila povprečna cena prevzema nekaj več kot 100 milijonov dolarjev, povprečna premija pa je v proučevanem obdobju znašala dobrih 23%.

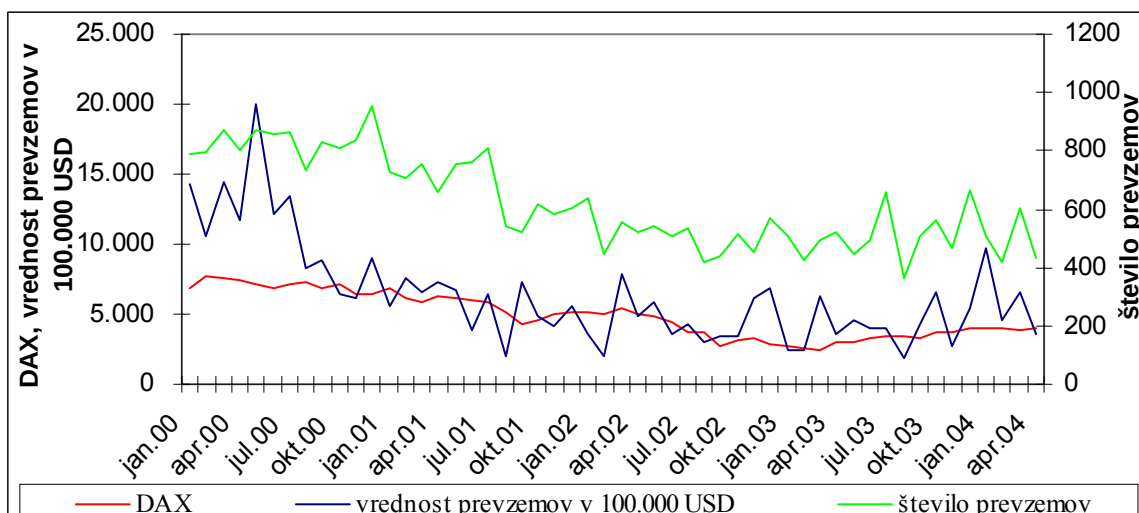
Pričakujem, da bi na zahodnoevropskem trgu morali praktični izračuni potrjevati teorije o odvisnosti intenzivnosti prevzemov od naštetih faktorjev, saj je zahodnoevropski finančni trg zelo dobro razvit, ker že zelo dolgo deluje po načelih tržnega gospodarstva.

Za preverjanje povezanosti intenzivnosti prevzemov in gibanja cen vrednostnih papirjev v zahodni Evropi sem kot nadomestek za gibanje vrednostnih papirjev vzel gibanje nemškega borznega indeksa DAX, ki je izračunan na podlagi delniških tečajev tridesetih nemških *blue chipov*, s katerimi se trguje na Frankfurtski borzi. Najvišjo vrednost je DAX v proučevanem obdobju dosegel februarja 2000, in sicer 7.644,55 točke, najnižjo pa marca 2003, in sicer 2.423,87 točke¹². Teorija napoveduje pozitivno odvisnost med proučevanimi spremenljivkami.

¹² Pri DAX-u je padec še bolj opazen kot pri CESI-ju, saj je v dobrih treh letih izgubil več kot dve tretjini vrednosti.

Slika 2 prikazuje gibanje intenzivnosti prevzemov v odvisnosti od borznega indeksa DAX, iz nje pa je razvidno, da se število in vrednost prevzemov gibljeta tako kot DAX, vrh je na začetku proučevanega obdobja, temu pa sledi upadanje prevzemniške aktivnosti, prav tako se je začela zniževati tudi vrednost DAX-a. Trend se je obrnil navzgor v prvi polovici leta 2003.

Slika 2: Gibanje borznega indeksa DAX, vrednosti in števila prevzemov v zahodni Evropi v obdobju januar 2000 do april 2004



Vir: Bloomberg, 2004.

Korelacijski koeficient med številom prevzemov v zahodni Evropi in borznim indeksom DAX znaša 0,85, kar pomeni, da med številom prevzemov v zahodni Evropi in borznim indeksom DAX obstaja močna pozitivna korelacija. V tem primeru je stopnja značilnosti zanemarljiva ($P = 0,00$), kar pomeni, da je koeficient statistično značilen, torej povezanost med spremenljivkama resnično obstaja. To pomeni, da se z višanjem vrednosti borznega indeksa zvišuje tudi število prevzemov in obratno.

Korelacijski koeficient med vrednostjo prevzemov in vrednostjo DAX-a pa znaša 0,67, kar tudi kaže na to, da ima borzni indeks oziroma višina delniških tečajev pozitiven vpliv na vrednost prevzemov in da je ta vpliv pomemben. Tudi tukaj je stopnja značilnosti zanemarljiva, kar pomeni, da je koeficient statistično značilen in je torej povezanost med spremenljivkama dokazana.

Povezanost med intenzivnostjo prevzemov in gospodarskimi cikli sem preveril tako, da sem izračunal korelacijski koeficient med indeksom industrijske proizvodnje za Evropsko Unijo in vrednostjo prevzemov oziroma številom prevzemov v zahodni Evropi. Vrednosti korelacijskih koeficientov znašata 0,12 pri $P = 0,41$ oziroma 0,15 pri $P = 0,31$. Koeficienta nista statistično značilna, tako da ne moremo trditi, da povezanost med spremenljivkama obstaja, oziroma interpretacija rezultatov ni smiselna. Tu je problem tudi v prekratnem

časovnem obdobju, saj se moji izračuni nanašajo le na dobra štiri leta, kar je zelo kratek čas glede na to, da nekateri ekonomisti govorijo tudi o večdesetletnih gospodarskih ciklih.

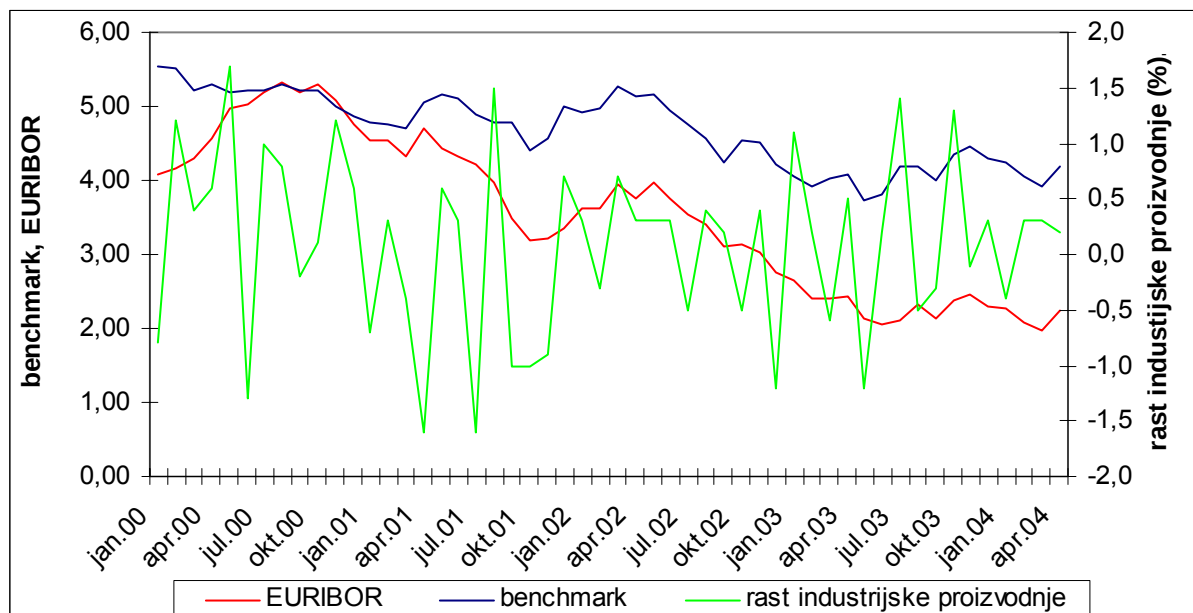
Ocena vpliva obrestnih mer na število in vrednost prevzemov pa je dokaj problematična, saj obstaja veliko število različnih obrestnih mer, od kratkoročnih do dolgoročnih. Svoje izračune sem tako opravil z dvema vrstama obrestne mere, in sicer z 12-mesečno referenčno obrestno mero denarnega trga – EURIBOR¹³ in donosnostjo 10-letne nemške državne "benchmark" obveznice¹⁴. EURIBOR je najvišjo vrednost v proučevanem obdobju dosegel avgusta 2000, in sicer 5,313%, najnižjo pa marca 2004, ko je bila na 1,983%. Donosnost 10-letne obveznice pa je bila v proučevanem obdobju na najvišji ravni prav na začetku proučevanega obdobja, in sicer je njena vrednost znašala 5,543%, najnižjo raven pa je dosegla maja leta 2003, in sicer 3,723%. Teorija napoveduje negativno povezanost intenzivnosti prevzemov od obrestne mere.

Na Sliki 3 pa je ponazorjeno gibanje 12-mesečnega EURIBOR-ja, donosnosti 10-letne benchmark obveznice in rast industrijske proizvodnje. Medtem ko obrestni meri v proučevanem obdobju padata, se industrijska proizvodnje giblje brez nekega pravila, iz česar lahko sklepamo, da se za proučevano obdobje ne bo potrdila odvisnost intenzivnosti prevzemov od gibanja slednjega.

¹³ EURIBOR (Euro Interbank Offer(ed) Rate) je obrestna mera, po kateri si sredstva, denominirana v EUR, med sabo posojajo prvovrstne banke in služi kot referenčna obrestna mera za 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11 in 12-mesečne depozite oziroma kredite, denominirane v EUR. Izračunava se v Bruslju vsak delovni dan ob 11h na podlagi tržnih obrestnih mer, ki jih prispeva 57 izbranih svetovnih bank (Deutsche Bank, 1998, str. 38). EURIBOR se je pojavil ob nastanku EMU kot konkurenca londonskemu fiksingu obrestnih mer (LIBOR), saj se je evropskim denarnim oblastnikom zdelo primerno, da ima Evropa oziroma EMU svojo referenčno obrestno mero in si je ni treba "sposojati" v Veliki Britaniji, ki sploh ni članica EMU. Na evrokreditnem trgu je nekaj časa potekala bitka med obema obrestnima merama, tehtnica pa se je na koncu nagnila na stran EURIBOR-ja.

¹⁴ Benchmark obveznice so navadno največje in najlikvidnejše obveznice posameznih dospelosti, ki so podlaga za izdelavo krivulje donosnosti. Poleg državnih benchmark izdaj obstajajo tudi druge; tako je na primer mogoče sestaviti krivuljo donosnosti za agencijske in podjetniške obveznice, naddržavne izdajatelje, evroobveznice in druge. Poseben pomen državnih benchmark izdaj je v tem, da njihova donosnost velja za netvegano obrestno mero in so osnova za določanje cene vsem drugim vrstam obveznic tako na primarnem kot tudi na sekundarnem kapitalskem trgu.

Slika 3: Gibanje EURIBOR-ja in donosnosti 10-letne benchmark obveznice ter rast industrijske proizvodnje za zahodno Evropo v obdobju januar 2000 do april 2004



Vir: Bloomberg, 2004.

Korelacijski koeficient med številom prevzemov in EURIBOR-jem znaša 0,78 pri zanemarljivi stopnji značilnosti, kar nam pove, da je odvisnost števila prevzemov od obrestne mere pozitivna in visoka, koeficient pa je statistično značilen. Podobno je tudi z 10-letno obrestno mero, saj znaša korelacijski koeficient med njo in številom prevzemov 0,67, kar je sicer nekoliko manj, pa vendarle kaže na pozitivno in visoko povezanost. Tudi tukaj je stopnja značilnosti zanemarljiva, kar pomeni, da je koeficient statistično značilen, torej povezava med spremenljivkama resnično obstaja. To pa je popolnoma v nasprotju s teorijo, saj le-ta predvideva negativno odvisnost med tema dvema spremenljivkama.

Nekoliko nižji vrednosti imata korelacijska koeficienta med vrednostjo prevzemov in obrestnima merama, saj znašata 0,53 (EURIBOR), oziroma 0,55 (10-letna obrestna mera), obakrat pri zanemarljivi stopnji značilnosti, vendar kljub temu kažeta na pomembno pozitivno odvisnost med obrestnimi merami in vrednostjo prevzemov in združitvev na tem območju. Oba koeficienta sta statistično značilna, kar pomeni, da povezanost med spremenljivkama resnično obstaja, vendar pa je tudi to v popolnem nasprotju s teorijo, ki predvideva negativno odvisnost med tema dvema spremenljivkama.

Tabela 2 prikazuje vrednosti korelacijskih koeficientov in njihove stopnje značilnosti za zahodno Evropo.

Tabela 2: Korelacijski koeficienti in pripadajoče P za zahodno Evropo

	Korelacijski koeficient	P
Vrednost prevzemov – DAX	0,67	0,00
Število prevzemov – DAX	0,85	0,00
Vrednost prevzemov – rIP	0,12	0,41
Število prevzemov – rIP	0,15	0,31
Vrednost prevzemov – 12-mesečna o.m.	0,53	0,00
Število prevzemov – 12-mesečna o.m.	0,78	0,00
Vrednost prevzemov – 10-letna o.m.	0,55	0,00
Število prevzemov – 10-letna o.m.	0,67	0,00

rIP – rast industrijske proizvodnje

Vir: Lastni izračuni, 2004.

6.3. ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE

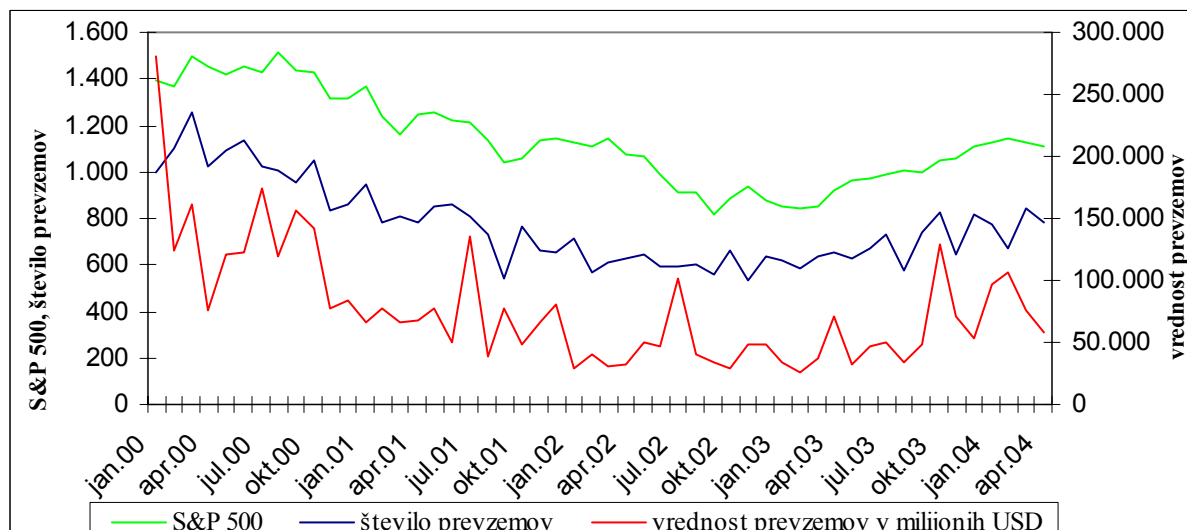
V ZDA je bilo v proučevanem obdobju izvedenih približno 40.000 prevzemov v skupni vrednosti 4.000 milijard dolarjev, kar nanese v povprečju 100 milijonov dolarjev na prevzem.

Pričakovanja glede rezultatov analize za ZDA so podobna kot na zahodnoevropskem trgu, torej da obstaja pomembna povezanost med številom prevzemov oziroma vrednostjo prevzemov in delniškimi tečaji. Hipoteze, ki jih napoveduje teorija, bi se morale z izračuni potrditi, saj ameriški finančni trg velja za najboljše razviti svetovni finančni trg.

Kot pokazatelj za gibanje delniških tečajev v ZDA sem vzel gibanje borznega indeksa Standard&Poor's 500, ki je izračunan na podlagi delniških tečajev 500 podjetij in vključuje podjetja iz vseh industrijskih panog. Najvišjo vrednost je v proučevanem obdobju dosegel avgusta 2000, in sicer 1.517,68 točk, najnižjo pa septembra 2002, in sicer 815,28 točke.

Slika 4 kaže, kako se je intenzivnost prevzemov, merjena s številom in vrednostjo le-teh, gibala v odvisnosti od borznega indeksa S&P 500. Vidimo, da krivulje potekajo skoraj vzporedno in iz tega lahko sklepamo, da je odvisnost med spremenljivkami zelo visoka.

Slika 4: Gibanje borznega indeksa S&P 500 ter števila in vrednosti prevzemov v ZDA v obdobju januar 2000 do april 2004



Vir: Bloomberg, 2004.

Korelacijski koeficient med številom prevzemov v ZDA in indeksom S&P 500 znaša 0,88 pri zanemarljivi stopnji značilnosti, kar pomeni, da med številom prevzemov v ZDA in borznim indeksom S&P 500 obstaja močna pozitivna odvisnost, koeficient pa je tudi statistično značilen, torej lahko mirno trdimo, da se z višanjem števila borznega indeksa zvišuje tudi število prevzemov in obratno.

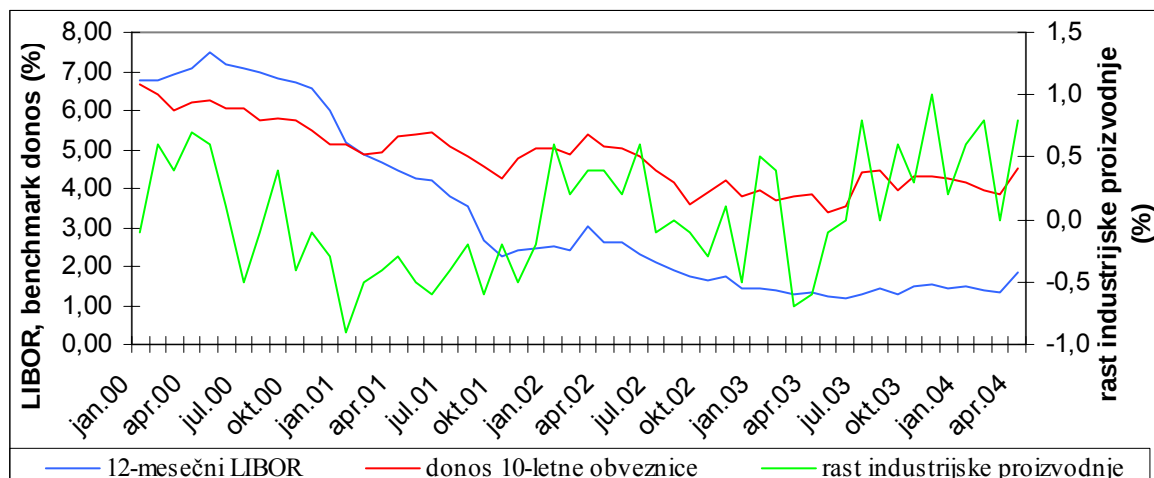
Korelacijski koeficient med vrednostjo prevzemov v ZDA in borznim indeksom S&P 500 znaša 0,68, kar tudi kaže na to, da ima vrednost prevzemov pozitiven vpliv na borzni indeks oziroma na delniške tečaje in da je ta vpliv pomemben. Tudi v tem primeru je koeficient statistično značilen, saj znaša $P = 0,00$, torej je povezanost med spremenljivkama dokazana in to pri zanemarljivi stopnji značilnosti.

Pri preverjanju odvisnosti števila oziroma vrednosti prevzemov od obrestne mere sem tudi za ZDA za primerjavo vzel dve vrsti obrestne mere, in sicer 12-mesečno referenčno obrestno mero LIBOR in donosnost 10-letne državne obveznice.

LIBOR je v proučevanem obdobju najvišjo vrednost dosegel maja leta 2000, in sicer 7,50125%, najnižjo pa junija leta 2003, in sicer 1,19%. Donosnost desetletne državne obveznice pa je bila na najvišji ravni, 6,665%, na začetku proučevanega obdobja, torej januarja leta 2000, najnižjo vrednost pa je dosegla meseca maja v letu 2003, ko je padla na 3,37%.

Podobno kot na zahodnoevropskem trgu, torej z vrhom na začetku proučevanega obdobja, kateremu je sledilo padanje, sta se gibal proučevani obrestni meri tudi v ZDA; prav tako pa tudi za rast industrijske proizvodnje velja, da se je gibala neodvisno od ostalih spremenljivk. To je prikazano na Sliki 5.

Slika 5: Gibanje LIBOR-ja, donosnosti 10-letnega benchmarka in rasti industrijske proizvodnje za ZDA v obdobju januar 2000 do april 2004



Vir: Bloomberg, 2004.

Odvisnost števila oziroma vrednosti prevzemov od indeksa industrijske proizvodnje je šibka in negativna, saj znašata korelacijska koeficienta $-0,02$ pri $P = 0,88$ (število prevzemov - rIP) oziroma $-0,03$ pri $P = 0,82$ (vrednost prevzemov - rIP), kar kaže na to, da v proučevanem obdobju indeks industrijske proizvodnje ni imel kakšnega pomembnega vpliva na število oziroma vrednost prevzemov v ZDA. Oba koeficienta pa sta statistično neznačilna, torej tudi na podlagi tega ne moremo trditi, da obstaja povezanost med spremenljivkami. Tudi tu se pokaže problem v prekratnem obdobju, za katerega so mi bili dosegljivi podatki.

Odvisnost števila prevzemov od LIBOR-ja je pozitivna in visoka, saj znaša korelacijski koeficient, ki povezuje ti dve kategoriji, $0,84$, kar nakazuje, da je vpliv obrestne mere na število prevzemov pozitiven in zelo pomemben. Nekoliko manjša je odvisnost med vrednostjo prevzemov in LIBOR-jem, saj znaša korelacijski koeficient med tema dvema spremenljivkama $0,65$, kar pa še vedno kaže na pomembno in pozitivno odvisnost števila prevzemov in 12-mesečne obrestne mere LIBOR. Oba koeficienta sta statistično značilna pri zanemarljivi stopnji značilnosti, kar pomeni, da je povezanost med spremenljivkama dokazana.

Podobne rezultate dobimo, če analiziramo odvisnost števila oziroma vrednosti prevzemov in desetletne obrestne mere. Korelacijski koeficient med številom prevzemov in to obrestno mero znaša $0,75$, kar kaže na visoko pozitivno odvisnost števila prevzemov od obrestne mere. Stopnja značilnosti je zanemarljiva, torej je koeficient statistično značilen in povezanost med pojavoma obstaja.

Odvisnost med vrednostjo prevzemov in obrestno mero nam pokaže korelacijski koeficient med tema dvema spremenljivkama, ki znaša $0,65$, kar kaže na pomembno in pozitivno

povezanost teh dveh pojavov. Tudi v tem primer je stopnja značilnosti zanemarljiva, torej je koeficient statistično značilen in povezanost med spremenljivkama resnično obstaja.

Tudi tukaj ugotavljam, da so odvisnosti med ravniyo obrestnih mer in številom oziroma vrednostjo prevzemov v nasprotju s teorijo, saj le-ta predvideva negativno odvisnost med temi spremenljivkami.

V Tabeli 3 so prikazani korelacijski koeficienti in njihove stopnje značilnosti za ZDA.

Tabela 3: Korelacijski koeficienti in pripadajoče P za ZDA

	Korelacijski koeficient	P
Vrednost prevzemov – S&P 500	0,68	0,00
Število prevzemov – S&P 500	0,88	0,00
Vrednost prevzemov – rIP	-0,03	0,82
Število prevzemov – rIP	-0,02	0,88
Vrednost prevzemov – 12-mesečna o.m.	0,65	0,00
Število prevzemov – 12-mesečna o.m.	0,84	0,00
Vrednost prevzemov – 10-letna o.m.	0,65	0,00
Število prevzemov – 10-letna o.m.	0,75	0,00

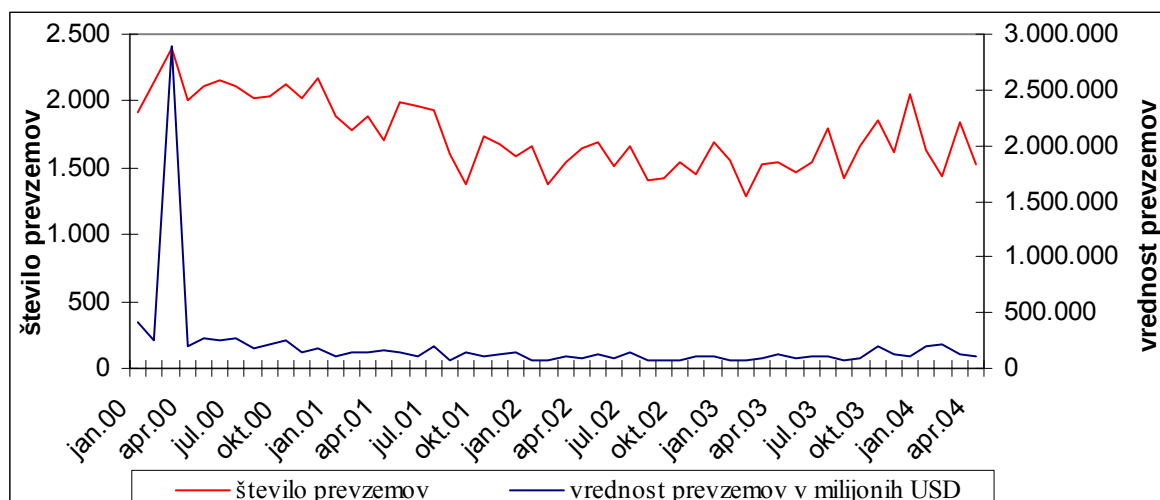
rIP – rast industrijske proizvodnje

Vir: Lastni izračuni, 2004.

6.4. SVET

V proučevanem obdobju se je v svetu zgodilo okoli 90.000 prevzemov v skupni višini 10.000 milijard ameriških dolarjev. Najbolj aktivni so bili prevzemniki v letu 2000, v katerem je bilo opravljenih nekaj več kot 25.000 prevzemov v skupni vrednosti 5.500 milijard ameriških dolarjev. Povprečna premija, ki so jo prejeli delničarji, ki so se odločili za prodajo svojih delnic, je v proučevanem obdobju znašala dobrih 27%. Dinamiko prevzemov v proučevanem obdobju prikazuje Slika 6.

Slika 6: Število in skupna vrednost prevzemov v svetu po mesecih v obdobju januar 2000 do april 2004



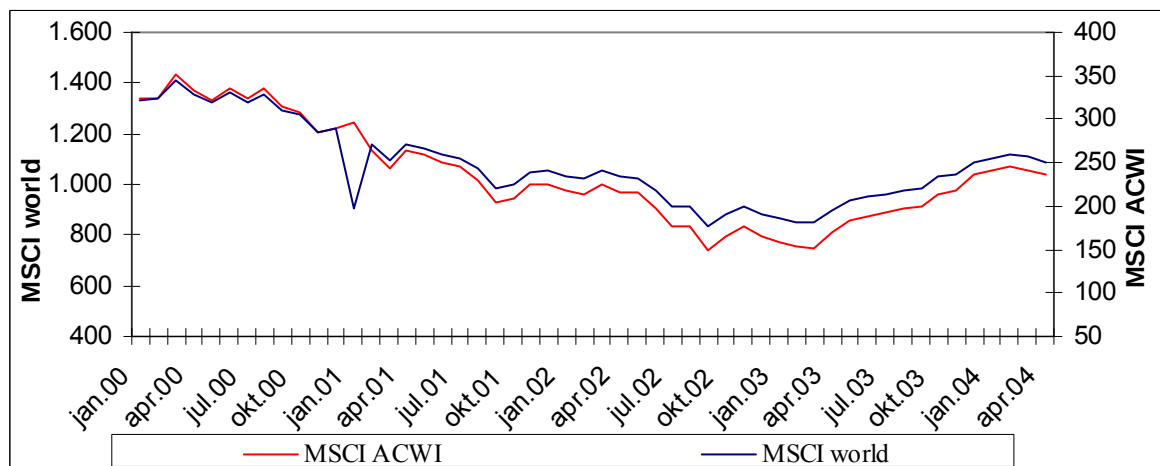
Vir: Bloomberg, 2004.

Za svet kot celoto sem kot pokazatelja gibanja cen vrednostnih papirjev vzel dva različna borzna indeksa, kar pa ne pomeni, da jih ne obstaja več, saj veliko investicijskih bank izračunava svetovne borzne indekse. Za svojo analizo sem si izbral dva, in sicer MSCI ACWI (Morgan Stanley Capital International AC World Index) in MSCI world. MSCI ACWI je indeks, ki vključuje borzne indekse celega sveta, MSCI world pa je indeks, ki vključuje samo indekse najbolj razvitih svetovnih kapitalskih trgov.

MSCI ACWI je v proučevanem obdobju najvišjo vrednost dosegel marca 2000, in sicer 349,04 točke, najnižjo pa oktobra 2002, in sicer 169,48 točke.

MSCI world pa je v proučevanem obdobju najvišjo vrednost dosegel prav tako marca 2000, in sicer 1.431,94 točk, najnižjo pa septembra 2002, in sicer 738,18 točk. Gibanje obeh indeksov prikazuje Slika 7.

Slika 7: Gibanje borznih indeksov MSCI world in MSCI ACWI po mesecih



Vir: Bloomberg, 2004.

Pričakujem, da je povezanost med številom prevzemov oziroma vrednostjo prevzemov in delniškimi tečaji pozitivna in pomembna.

Po mojih izračunih znaša korelacijski koeficient med številom prevzemov v svetu in indeksom MSCI ACWI 0,70, kar pomeni, da je povezanost teh dveh spremenljivk visoka in pozitivna. Prav tako je zaznavna povezanost med vrednostjo prevzemov in indeksom, saj znaša korelacijski koeficient med spremenljivkama 0,41. Oba koeficienta sta statistično značilna pri zanemarljivi stopnji značilnosti, torej povezanost med spremenljivkami resnično obstaja in je statistično dokazana.

Zelo podobne rezultate dobimo, ko primerjamo število in vrednost prevzemov z MSCI world. Korelacijski koeficient med številom prevzemov v svetu in indeksom MSCI world znaša 0,67, kar nam prav tako pove, da je povezanost med številom prevzemov v svetu in indeksom visoka; korelacija med vrednostjo prevzemov in indeksom pa je malo manjša, vendar kljub temu zaznavna, saj znaša korelacijski koeficient med spremenljivkama 0,43. Tudi ta dva koeficienta sta statistično značilna pri zanemarljivi stopnji značilnosti, iz česar sklepamo, da povezanost med spremenljivkama obstaja in je statistično dokazana. To pomeni, da se z višanjem delniških tečajev oziroma borznih indeksov večja tudi število oziroma vrednost prevzemov in obratno, kar je v skladu s teorijo.

Kot sem že omenil, za svet kot celoto ne obstaja indeks industrijske proizvodnje, zato sem namesto le-tega v svojih izračunih za odvisnost med intenzivnostjo prevzemov in splošnimi gospodarskimi cikli, kot pokazatelja slednjih, vzel gospodarsko rast oziroma rast BDP.

Korelacijski koeficient med vrednostjo prevzemov v svetu in rastjo svetovnega BDP znaša 0,29, kar kaže na to, da med proučevanima pojavoma obstaja zaznavna pozitivna odvisnost, to pa pomeni, da se vrednost prevzemov povečuje, ko raste svetovni BDP in obratno. $P = 0,04$, kar nam pove, da je koeficient statistično značilen in torej povezanost med spremenljivkama resnično obstaja.

Korelacijski koeficient med številom prevzemov v svetu in rastjo svetovnega BDP znaša 0,32, kar kaže na zaznavno pozitivno odvisnost števila prevzemov od rasti BDP, kar pomeni, da se število prevzemov večja, če raste svetovni BDP. $P = 0,02$, kar pomeni, da je koeficient statistično značilen in je torej povezanost med spremenljivkama statistično dokazana.

Kar se tiče sveta, sem se pri svoji napovedi malo uštel, kar pa lahko pripišem tudi temu, da podatki za svet ne morejo biti tako natančni, kot so lahko za posamezno območje, (na primer ZDA ali EU), tako da sem kljub vsemu z rezultati izračunov zadovoljen, saj koeficienti kažejo na zaznavno povezanost med proučevanimi spremenljivkami.

Problem nastopi tudi pri računanju odvisnosti intenzivnosti prevzemov od obrestne mere, saj ne obstaja neka obrestna mera, ki bi jo lahko poimenovali svetovna, tako da sem si tukaj pomagal z dvema drugima obrestnima merama, in sicer EURIBOR in LIBOR za USD, to pa zato, ker se mi ti dve obrestni meri zdita najbolj relevantni pri svetovnih prevzemih, saj so največji del le-teh opravila evropska in ameriška podjetja, ki se zadolžujejo pri evropskih in ameriških bankah. Teorija napoveduje negativno odvisnost med številom oziroma vrednostjo prevzemov in obrestnimi merami.

Korelacijski koeficienti med EURIBOR-jem oziroma LIBOR-jem in številom oziroma vrednostjo prevzemov znašajo 0,62 pri zanemarljivi stopnji značilnosti oziroma 0,19 pri $P = 0,18$ za EURIBOR in 0,72 oziroma 0,35 pri zanemarljivi stopnji značilnosti za LIBOR, kar kaže na pozitivne povezanosti teh pojavov. Vsi koeficienti so statistično značilni in kažejo na pozitivno povezanost med spremenljivkami, razen tistega, ki kaže odvisnost med vrednostjo prevzemov in EURIBOR, pri katerem znaša $P = 0,18$, torej ta povezanost ni dokazana, rezultata pa ni smiselno interpretirati.

Ti rezultati so v nasprotju s teorijo, ki napoveduje negativne odvisnosti med temi spremenljivkami. Že prej smo lahko videli, da podobne rezultate, torej pozitivna odvisnost med intenzivnostjo prevzemov in obrestnimi merami, dobimo tudi za EU in ZDA, kar je potrebno pripisati kratkemu obdobju, na katerega se nanašajo izračuni, in specifičnosti tega obdobja, ki zajema začetek upadanja gospodarske aktivnosti in s tem povezano zniževanje obrestnih mer v upanju, da bi se gospodarska aktivnost začela povečevati.

Tabela 4 prikazuje korelacijske koeficiente in njihove stopnje značilnosti za svet.

Tabela 4: Korelacijski koeficienti in pripadajoče P za svet

	Korelacijski koeficient	P
Vrednost prevzemov – MSCI world	0,43	0,00
Število prevzemov – MSCI world	0,67	0,00
Vrednost prevzemov – MSCI ACWI	0,41	0,00
Število prevzemov – MSCI ACWI	0,70	0,00
Vrednost prevzemov – rBDP	0,29	0,04
Število prevzemov – rBDP	0,32	0,02
Vrednost prevzemov – 12-m. EURIBOR	0,19	0,18
Število prevzemov – 12-m. EURIBOR	0,62	0,00
Vrednost prevzemov – 12-m. LIBOR	0,35	0,00
Število prevzemov – 12-m. LIBOR	0,72	0,00
Vrednost prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-
Število prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-

n.p. – ni podatkov

Vir: Lastni izračuni, 2004.

6.5. MEDNARODNI PREVZEMI

Mednarodni (*cross-border*) prevzemi so tisti, pri katerih prevzemnik in ciljno podjetje nimata sedeža v isti državi. Do mednarodnih prevzemov je začelo prihajati v osemdesetih letih prejšnjega stoletja, torej v četrtem prevzemnem valu.

Logično vprašanje, ki si ga ob tem zastavimo, je, zakaj je do mednarodnih prevzemov sploh začelo prihajati. Glavni razlogi, ki se navajajo, so globalizacija ekonomije in potreba po konkurenčnosti v svetu; združevanja v mnogih industrijah in strah pred tem, da bi ostali zunaj tega toka; tehnološke spremembe; dejstvo, da je enostavneje kupiti kot na novo graditi; želja po povečanju zaslužkov skozi sinergije; politična klima in spremembe v ureditvah (harmonizacija računovodskih standardov, vpeljava evra kot skupne evropske valute) ter možnosti, ki jih predstavljajo premiki proizvodnje v države s cenejšo delovno silo (npr. v Azijo).

Zaradi svoje specifičnosti se od domačih prevzemov razlikujejo v več pogledih, predvsem pa gre za razlike v prevzemnem postopku med državami (npr. razlike pri ponudbah za prevzem v različnih sodnih sistemih), razlike v davčnih in pravnih sistemih ter kulturno raznolikost. Prihaja pa tudi do drugih problemov, kot so npr. razne pravne omejitve in prepovedi; težave v komuniciranju (časovne razlike, različni jeziki); tveganje deviznega tečaja; težave v usklajevanju pri združevanju dveh ali več podjetij v eno, če so ta podjetja iz različnih držav.

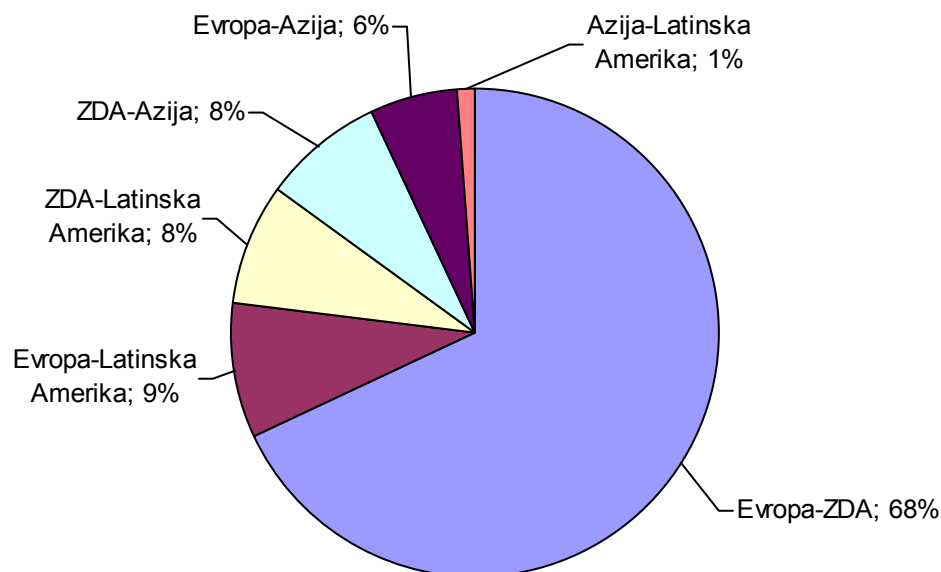
Leta 1997 je bilo v svetu okoli 6% vseh izpeljanih prevzemov sovražnih, leto pozneje samo 3,5%. Odstotek je v mednarodnih prevzemih še manjši; v bistvu sovražni mednarodni prevzemi skorajda ne obstajajo¹⁵, to pa zato, ker je zelo težko izpeljati sovražni prevzem v drugi državi. Ciljna družba ima "prednost domačega terena". Obstajajo velike ovire za sovražne mednarodne prevzeme.

Kar se tiče prihodnosti mednarodnih prevzemov, ni pričakovati bliskovitega porasta aktivnosti. Kot razlogi za to pa se navajajo nacionalni interes (v ZDA le-ta ni tako zelo pomemben; v Evropi pa se mnoge korporacije zavedajo svoje odgovornosti, na primer za zagotavljanje zaposlenosti in ohranjanje lokalnih ekonomij. Medtem ko v ZDA mnogo sinergij pri združevanju izhaja iz zmanjševanja števila zaposlenih, je takšne stvari v Evropi malo težje doseči, saj Evropa še vedno precej temelji na socialni politiki.); lastništvo delnic - veliko podjetij je delno ali pa celo pretežno v lasti države (Renault, Volkswagen) ali kakšne druge skupine lastnikov, ki imajo s temi podjetji svoje načrte in jih pač ne bodo prodali; razlike na trgu kapitala med državami (v nekaterih državah so razni skladi lastniki od 5 do 10% delnic nekaterih pomembnih podjetij, v drugih pa tudi po 50 ali 60%; razlike v vodstvenih strukturah in pa kulturne razlike.

¹⁵ To pa še ne pomeni, da ne obstajajo.

Najbolj aktivni prevzemniki na mednarodni sceni so Američani in Evropejci, kar je lepo razvidno iz Slike 8.

Slika 8: Mednarodne združitve in prevzemi 1990-1998



Vir: Brown, 1999, str. 9.

6.5.1. Mednarodni prevzemi 2000-2004

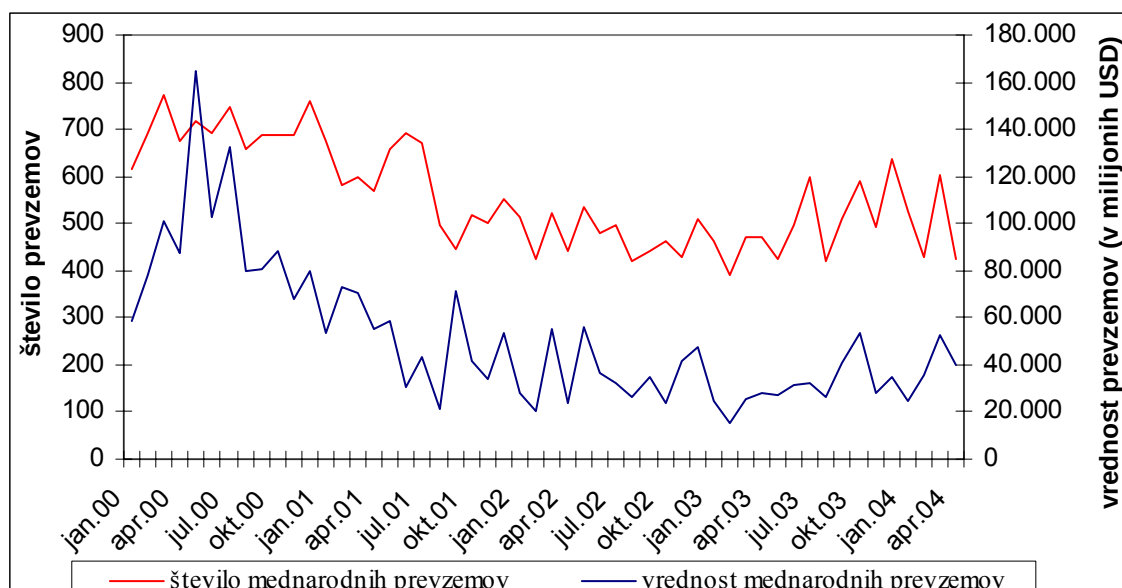
V obdobju od januarja 2000 do aprila 2004 je bilo blizu 30.000 mednarodnih prevzemov v skupni vrednosti 2.650 milijard ameriških dolarjev. Najbolj aktivni so bili prevzemniki leta 2000, v katerem je bilo okoli 9.000 mednarodnih prevzemov v skupni vrednosti nekaj več kot 1.000 milijard dolarjev. Povprečna premija, ki so jo prejeli tisti delničarji, ki so se odločili za prodajo svojih delnic, je v proučevanem obdobju znašala 32%.

Za izračun odvisnosti intenzivnosti prevzemov od delniških tečajev sta tudi pri mednarodnih prevzemih in združitvah relevantna ista borzna indeksa, ki sem ju že uporabil pri izračunih za svet kot celoto, torej MSCI ACWI in MSCI world.

Pričakovanja so podobna, torej da obstaja pozitivna povezanost med številom prevzemov oziroma vrednostjo prevzemov in borznim indeksom, kakor pač napoveduje teorija.

Slika 9 prikazuje gibanje števila in vrednosti mednarodnih prevzemov v proučevanem obdobju.

Slika 9: Število in vrednost mednarodnih prevzemov od januarja 2000 do aprila 2004



Vir: Bloomberg, 2004.

Korelacijski koeficient med številom mednarodnih prevzemov in borznim indeksom MSCI ACWI znaša 0,76, kar pomeni, da je odvisnost med tema spremenljivkama pozitivna in visoka. Prav tako visoka odvisnost obstaja med vrednostjo mednarodnih prevzemov in MSCI ACWI, saj znaša korelacijski koeficient, ki povezuje ti dve spremenljivki, kar 0,77, kar kaže na visoko pozitivno odvisnost. Oba koeficienta sta statistično značilna pri zanemarljivi stopnji značilnosti, kar nam pove, da povezanost med spremenljivkami obstaja in je statistično dokazana.

Korelacijski koeficient med številom mednarodnih prevzemov in borznim indeksom MSCI world pa znaša 0,71 pri zanemarljivi stopnji značilnosti in kaže na to, da med tema spremenljivkama obstaja visoka pozitivna odvisnost. Prav tako pa visoka odvisnost obstaja tudi med vrednostjo mednarodnih prevzemov in MSCI world, saj znaša korelacijski koeficient, ki povezuje ti dve spremenljivki, 0,76 pri zanemarljivi stopnji značilnosti, torej je ta odvisnost prav tako visoka in pozitivna. Tudi v tem primeru so koeficienti statistično značilni in dokazujejo povezanost med opazovanimi spremenljivkami.

Iz tega lahko ugotovim, da se z višanjem delniških tečajev oziroma borznih indeksov zvišuje tudi število oziroma vrednost prevzemov (in obratno), kar je v skladu s teorijo.

Kar se tiče odvisnosti prevzemov od gospodarskih ciklov, sem tudi tukaj naletel na isti problem kot pri svetu kot celoti, torej da se ne računa rasti svetovne industrijske proizvodnje, tako da sem si tudi tukaj pomagal z rastjo svetovnega BDP.

Teorija napoveduje pozitivno odvisnost med intenzivnostjo prevzemov in gospodarskimi cikli. Korelacijska koeficienta med številom oziroma vrednostjo prevzemov in rastjo

svetovnega BDP za proučevano obdobje znašata 0,34 pri $P = 0,014$ oziroma 0,46 pri $P = 0,001$ in kažeta na zaznavno pozitivno odvisnost med proučevanimi spremenljivkami, to pa kaže na to, da se z rastjo svetovnega BDP zvišuje tudi število oziroma vrednost mednarodnih prevzemov, torej se v tem primeru teorija izkaže za pravilno. Oba koeficienta sta statistično značilna, kar pomeni, da povezanost med spremenljivkami resnično obstaja in je dokazana.

Za proučevanje odvisnosti prevzemov od gibanja obrestne mere sem si, prav tako kot pri svetu, tudi pri mednarodnih prevzemih pomagal z LIBOR-jem in EURIBOR-jem. Korelacijski koeficienti med LIBOR-jem oziroma EURIBOR-jem in številom oziroma vrednostjo mednarodnih prevzemov znašajo 0,77 oziroma 0,82 pri zanemarljivi stopnji značilnosti za LIBOR in 0,68 oziroma 0,70 pri zanemarljivi stopnji značilnosti za EURIBOR. To kaže na visoko pozitivno odvisnost med proučevanimi spremenljivkami. Vsi koeficienti so statistično značilni in dokazujejo povezanost med opazovanimi spremenljivkami.

To pa je zopet v nasprotju s teorijo, ki napoveduje negativno odvisnost med obrestnimi merami in intenzivnostjo prevzemov.

Tabela 5 prikazuje korelacijske koeficiente in njihove stopnje značilnosti za mednarodne prevzeme.

Tabela 5: Korelacijski koeficienti in pripadajoče α za mednarodne prevzeme

	Korelacijski koeficient	P
Vrednost prevzemov – MSCI world	0,76	0,00
Število prevzemov – MSCI world	0,71	0,00
Vrednost prevzemov – MSCI ACWI	0,77	0,00
Število prevzemov – MSCI ACWI	0,76	0,00
Vrednost prevzemov – rBDP	0,46	0,001
Število prevzemov – rBDP	0,34	0,014
Vrednost prevzemov – 12-m. EURIBOR	0,70	0,00
Število prevzemov – 12-m. EURIBOR	0,68	0,00
Vrednost prevzemov – 12-m. LIBOR	0,82	0,00
Število prevzemov – 12-m. LIBOR	0,77	0,00
Vrednost prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-
Število prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-

n.p. – ni podatkov

Vir: Lastni izračuni, 2004.

6.5.2. Mednarodni prevzemi v Sloveniji

V Sloveniji imamo Agencijo RS za gospodarsko promocijo Slovenije in tuje investicije, ki se ukvarja s promocijo Slovenije v tujini in spodbujanjem tujih investicij v Sloveniji. Poskuša odkriti prednosti in slabosti Slovenije kot lokacije za tuje neposredne investicije (TNI). TNI so lahko tako prevzemi slovenskih podjetij s strani tujcev¹⁶ kot tudi nove, t.i. *greenfield* investicije, ki jih v Sloveniji še posebej primanjkuje.

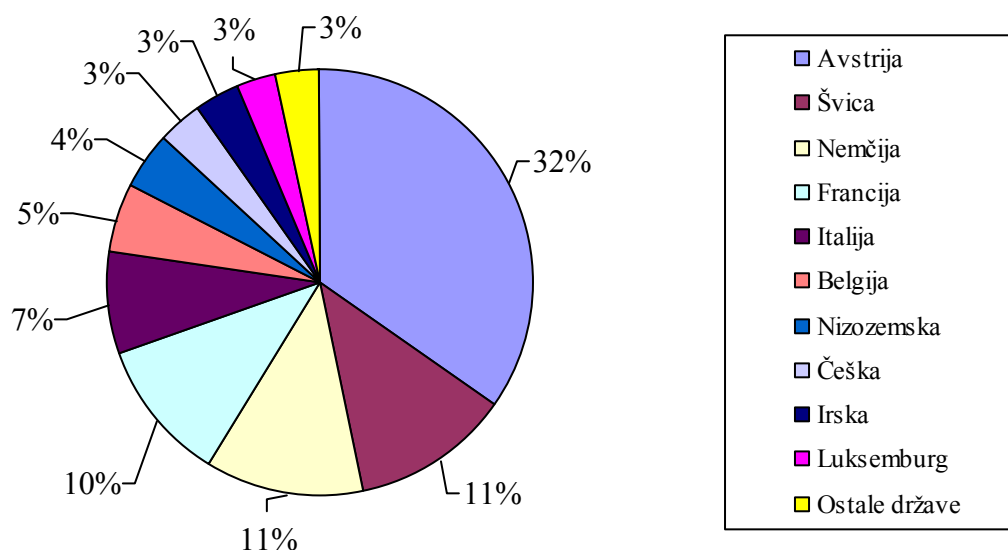
Kot prednosti Slovenije v svojem programu navajajo geografsko lokacijo, tehnološko razvito industrijo, izobraženo delovno silo, visok življenjski standard, stabilno in odprto ekonomijo ter liberalen trgovinski režim. Med slabostmi pa so naštet negativna podoba Slovenije kot lokacije za TNI in nerazpoznavnost; počasna in zaprta privatizacija ter prestrukturiranje podjetij; težave s pridobivanjem industrijskih zemljišč; administrativne ovire; nezadostna finančna sredstva in človeški viri za aktivnejšo promocijo TNI ter slaba konkurenčnost trga delovne sile in toga delovna zakonodaja.

Ukrepi, s katerimi naj bi v prihodnje spodbujali TNI¹⁷, izhajajo iz identificiranih slabosti Slovenije kot lokacije za TNI in se nanašajo na zmanjševanje administrativnih ovir, izboljšanje ponudbe in dostopnosti industrijskih zemljišč, dodeljevanje finančnih spodbud za investicije, strategijo trženja Slovenije kot lokacije za TNI in spremembe v institucionalni ureditvi spodbujanja TNI.

¹⁶ Prav tako kot za domače tudi za tuje pravne in fizične osebe ureja področje prevzemov ZPre. Zakon ne vsebuje nobenih posebnosti, prav tako pa tudi nobenih posebnih omejitev in dolžnosti, ki bi veljale posebej za tujce. Tujci lahko torej pridobivajo delnice javnih delniških družb bodisi na borzi bodisi zunaj borznega posredovanja, s tem da morajo pod enakimi pogoji kot domače osebe podati ponudbo za prevzem in ponudbo za odkup vseh delnic, če želijo opraviti prevzem (Kocbek, 1999, str. 228).

¹⁷ V Programu vlade za spodbujanje tujih investicij so kot ciljne skupine investorjev navedena srednja in velika družinska podjetja iz sosednjih in bližnjih držav, ki nameravajo širiti proizvodnjo (Slovenija bi lahko bila alternativna rešitev namesto širitve v domači deželi); multinacionalna podjetja, ki še niso prisotna v regiji (Slovenija bi le-tem lahko služila kot odskočna deska za prodor na trge EU, CEFTA in jugovzhodne Evrope); multinacionalna podjetja, ki so že pozicionirana v sosednjih državah (le-tem bi lahko ponudili lokacijo za logistične in distribucijske centre ali za storitve, ki jih je moč mednarodno tržiti); podjetja, ki že sodelujejo s slovenskimi podjetji; ter podjetja, ki bi s prevzemom ali drugo obliko strateške povezave omogočila preživetje ali razvoj obstoječih podjetij oziroma ohranitev obstoječih delovnih mest. Z vidika TNI so najbolj zanimive panoge, ki so tudi z mednarodnega vidika konkurenčne.

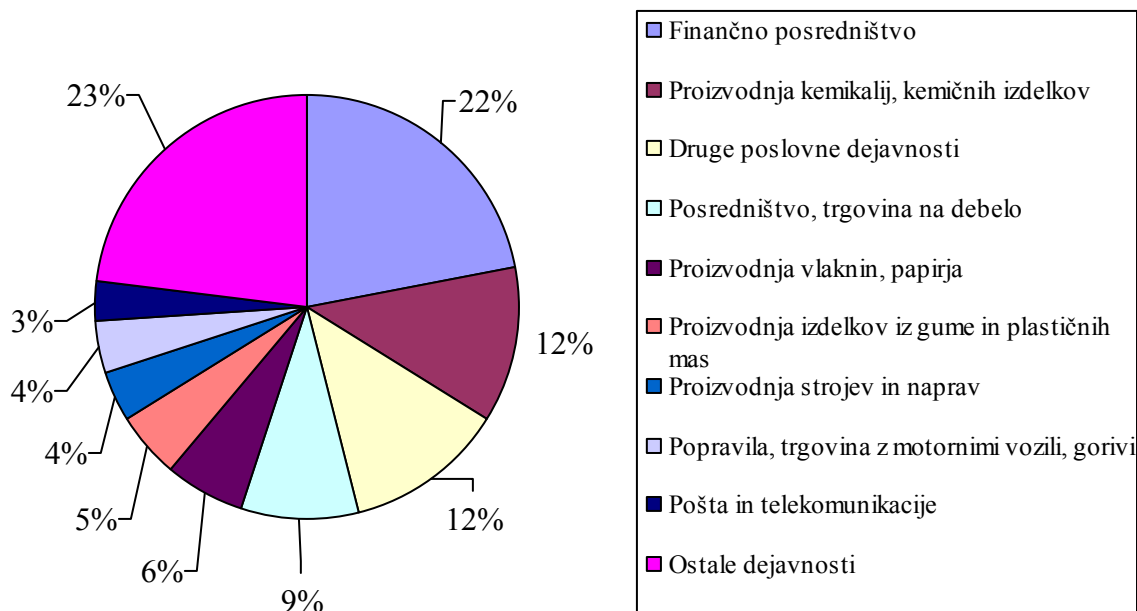
Slika 10: TNI v Sloveniji po državah vlagateljicah (3.854,1 mio EUR, stanje konec leta 2002)



Vir: TIPO, 2004.

Na Sliki 10 so prikazani deleži posameznih držav v vlogi vlagateljev v Slovenijo. Vidimo, da je do leta 2002 skoraj 90% vseh TNI prišlo iz držav članic EU¹⁸, ostalo pa iz Švice in Češke, ki je medtem tudi že postala članica. Slika 11 pa nam razkriva, da je nekako polovica TNI usmerjena v storitvene, preostala polovica pa v proizvodne dejavnosti.

Slika 11: TNI v Sloveniji po dejavnostih



Vir: TIPO, 2004.

¹⁸ Sklepam, da so tudi v kategoriji "Ostalo" udeležene članice EU.

6.6. SLOVENIJA

6.6.1. Prevzemi v Sloveniji v obdobju 1990 - 1999

Za obdobje 1990 – 1999 je Lahovnik (2000, 2001) opravil raziskavo o uspešnosti prevzemov v Sloveniji. V raziskavo je bilo zajetih 45 prevzemov podjetij iz različnih dejavnosti, in sicer 40% iz storitvenih in 60% iz proizvodnih; od tega je bilo 69% (31 podjetij) horizontalnih, 9% (4 podjetja) vertikalnih in 22% (10 podjetij) konglomeratnih prevzemov. Pogoji, katerim je moralo biti zadoščeno, da je bilo podjetje vključeno v raziskavo, so bili število zaposlenih, katerih je moralo biti najmanj 100, letni prihodki, ki so morali presegati 2 milijona ameriških dolarjev, podjetje pa ni smelo biti banka ali kaka druga finančna institucija.

Po prevzemu se večina podjetij reorganizira. Skoraj vsi novi lastniki se po prevzemu odločijo za reorganizacijo tržnih aktivnosti, kar pomeni, da iz svojega programa umaknejo aktivnosti, ki jih preveč stanejo ali pa jim vzamejo preveč časa (poiščejo si zunanje sodelavce, ki te aktivnosti opravljajo po pogodbi namesto njih) in namesto le-teh vpeljejo nove, bolj donosne. Enako se zgodi s ponudbo, kjer proizvode oziroma storitve, ki so jim prinašale premajhen dobiček ali celo izgubo, nadomestijo s takšnimi, ki naj bi jim v prihodnje prinašali več. Prav tako se novi lastniki odločajo za reorganizacijo in izobraževanje vodstva. Spremembe, ki so se v podjetjih zgodile po prevzemu, prikazuje Tabela 6.

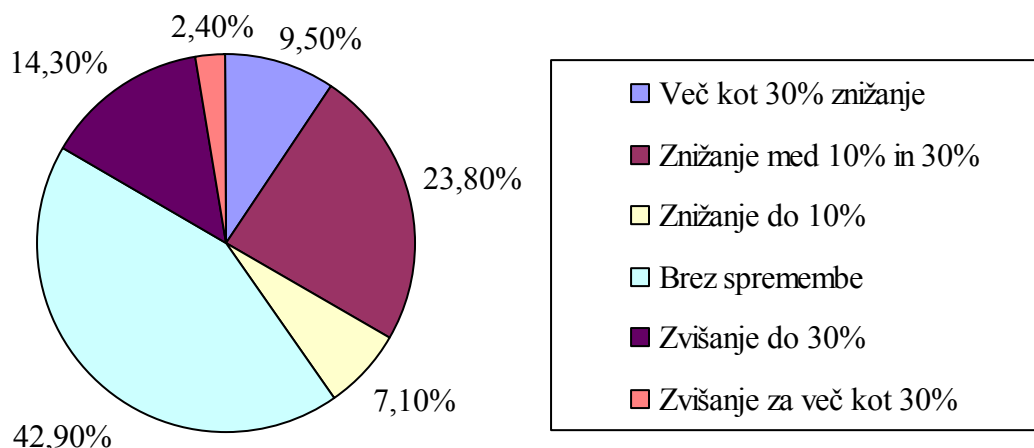
Tabela 6: Delež prevzetih podjetij, ki so bila izpostavljena določenemu procesu prestrukturiranja

Proces prestrukturiranja	Delež prevzetih podjetij
Reorganizacija tržnih aktivnosti	84,4%
Reorganizacija ponudbe	84,4%
Izobraževanje managementa	82,2%
Vpeljava novih prodajnih programov	75,6%
Finančna konsolidacija	64,4%
Prodaja nepotrebnih (non-core) sredstev	57,8%
Reorganizacija managementa	57,8%
Zamenjava vsaj enega člana top managementa	51,1%
Zmanjšanje števila zaposlenih	40,4%

Vir: Lahovnik, 2001, str. 53.

Na Sliki 12 je prikazano, kako se je v podjetjih, vključenih v raziskavo, po prevzemu spreminjalo število zaposlenih.

Slika 12: Odstotna sprememba zaposlenih v prevzetem podjetju po prevzemu



Vir: Lahovnik, 2001, str. 54.

Velika večina novih lastnikov je bila zadovoljna z uspešnostjo prevzema, saj jih je več kot 70% opredelilo prevzem kot v celoti uspešen, le 4%, torej 2 prevzema, pa naj bi bila neuspešna. Ostali, nekaj več kot 20%, pa so bili v glavnem uspešni oziroma neopredeljeni. Skoraj identični so bili odgovori lastnikov glede doseganja zastavljenih strateških ciljev prevzema.

6.6.2. Prevzemi v Sloveniji v obdobju 1999 - 2004

V Sloveniji je bilo v obdobju od januarja 1999 do junija 2004 po podatkih ATVP 68 uspešnih ponudb za prevzem v skupni vrednosti približno 300 milijard SIT, prevladalo pa je leto 2002, v katerem je bilo prevzemov v skupni vrednosti 236 milijard SIT (od tega Lek okoli 200 milijard). Povprečna vrednost prevzema je v proučevanem obdobju znašala okoli 5 milijard tolarjev (okoli 20 milijonov EUR).

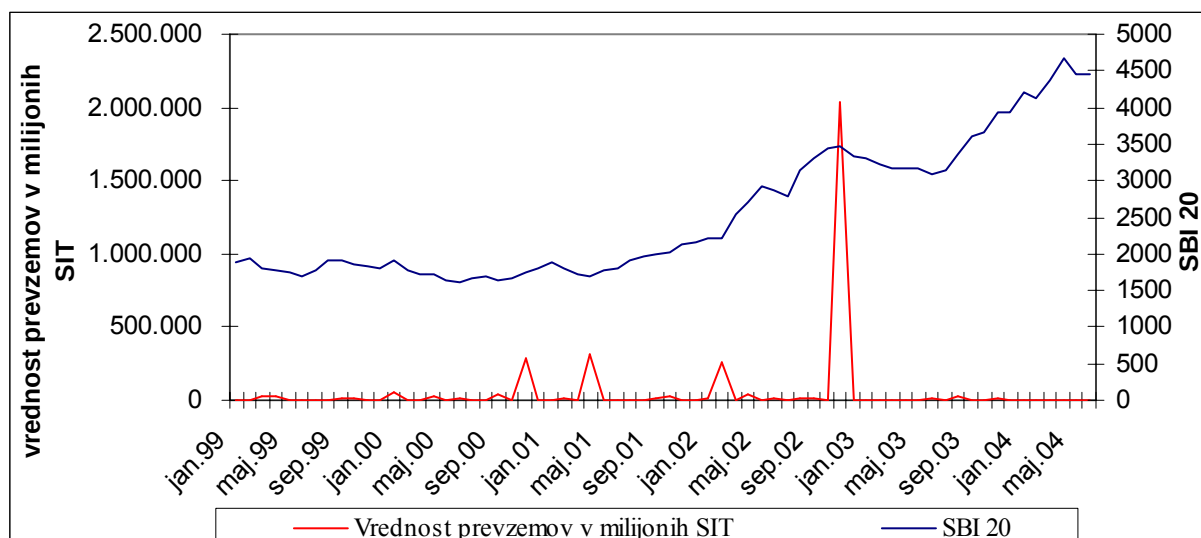
Glede na to, da je bila Slovenija dolga leta socialistična republika Jugoslavije in se je tržno gospodarstvo začelo razvijati šele po osamosvojitvi, pričakujem, da bodo rezultati izračunov odvisnosti intenzivnosti prevzemov od rasti industrijske proizvodnje, borznega indeksa in obrestne mere pokazali na neodvisnost števila oziroma vrednosti prevzemov od proučevanih spremenljivk, torej podobne rezultate kot izračuni za srednjo Evropo. Z drugimi besedami bi to lahko opisal tudi tako, da so se prevzemala dobro stoječa podjetja, neodvisno od rasti industrijske proizvodnje, ravni obrestnih mere in borznih tečajev.

Za računanje odvisnosti števila oziroma vrednosti prevzemov od delniških tečajev je relevanten slovenski borzni indeks SBI 20, v katerega so vključene delnice dvajsetih slovenskih *blue chip*ov. Izračunavajo ga na Ljubljanski borzi, v proučevanem obdobju pa

je svojo najnižjo vrednost dosegel junija 2000, ko je njegova vrednost znašala 1.624,17 točke, najvišjo pa junija 2004, in sicer 4.446,86 točke¹⁹.

Že iz Slike 13, ki prikazuje gibanje SBI 20 in vrednost prevzemov za Slovenijo v proučevanem obdobju, je razvidno, da se vrednost prevzemov giblje neodvisno od borznega indeksa SBI 20.

Slika 13: Vrednost prevzemov v Sloveniji in gibanje borznega indeksa SBI 20 po mesecih



Vir: Bilteni BS 2000-2004; podatki ATVP, 2004.

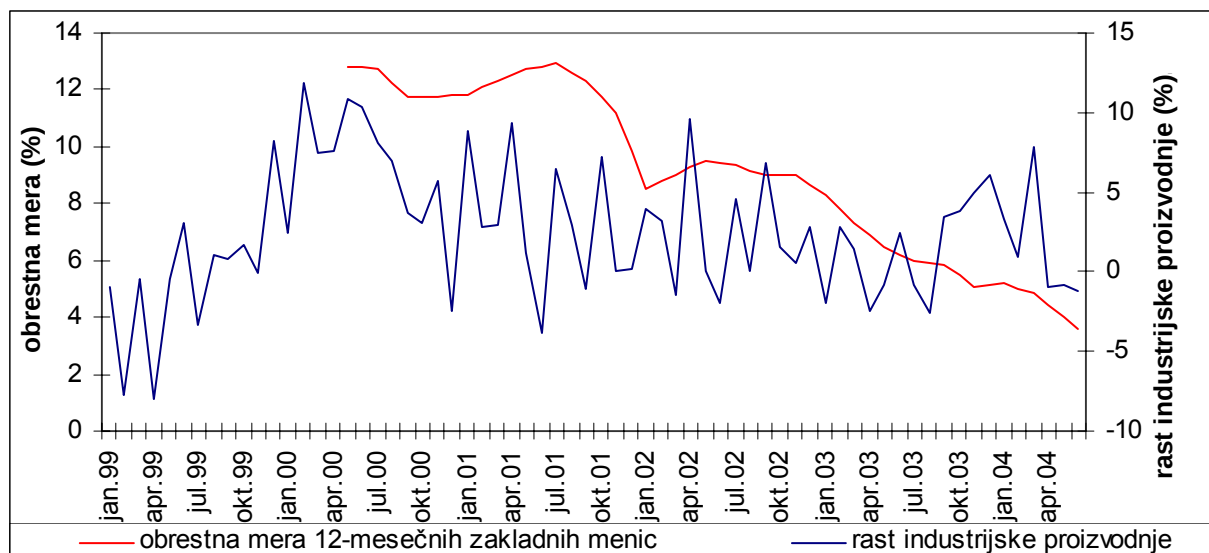
Korelacijski koeficient, ki prikazuje odvisnost med številom prevzemov in borznim indeksom SBI 20, znaša 0,23 pri $P = 0,07$, kar kaže na zaznavno pozitivno odvisnost teh dveh spremenljivk, to pa pomeni, da se z višanjem borznega indeksa SBI 20 povečuje tudi število prevzemov in obratno. Koeficient pa v skladu s pričakovanji ni statistično značilen in ga ni smiselno interpretirati, lahko pa rečemo, da povezanost med spremenljivkama ni statistično dokazana.

Odvisnost vrednosti prevzemov od borznega indeksa SBI 20 pa prikazuje korelacijski koeficient med tema dvema spremenljivkama, in sicer je vrednost tega koeficienta za proučevano obdobje znašala 0,08 pri $P = 0,53$, kar kaže na šibko pozitivno odvisnost vrednosti prevzemov od SBI 20, to pa pomeni, da se z višanjem SBI 20 povečuje tudi vrednost prevzemov in obratno, vendar je ta vpliv skromen. Rezultat je podoben kot pri srednji Evropi, kar je v skladu s pričakovanji. Koeficient v skladu s pričakovanji ni statistično značilen in ga ni smiselno interpretirati, torej ne moremo trditi, da povezanost med spremenljivkama sploh obstaja. To lahko pripišemo temu, da je naš finančni trg še vedno slabo razvit, druga stvar pa je tudi obdobje, na katerega se izračuni nanašajo, saj je Slovenija majhno gospodarstvo, na katerega imajo velik vpliv svetovni tokovi.

¹⁹ Vidimo, da se je SBI20 v proučevanem obdobju gibal popolnoma drugače kot ostali borzni indeksi, uporabljeni v izračunih.

Na Sliki 14 je prikazano gibanje obrestne mere, ki je v proučevanem obdobju ves čas usmerjeno navzdol, rast industrijske proizvodnje pa se, tako kot smo videli že pri ZDA in zahodni Evropi, giba neodvisno.

Slika 14: Obrestna mera 12-mesečnih zakladnih menic in rast industrijske proizvodnje za Slovenijo po mesecih



Vir: Bilteni BS 2000-2004.

Korelacijski koeficient med rastjo industrijske proizvodnje in številom prevzemov za proučevano obdobje znaša 0,16 pri $P = 0,24$, kar kaže na šibko pozitivno odvisnost med proučevanima spremenljivkama, to pa pomeni, da se je z rastjo industrijske proizvodnje povečevalo tudi število prevzemov. Koeficient pa statistično ni značilen in njegova interpretacija ni smiselna, torej ne moremo trditi, da ta povezanost v resnici sploh obstaja.

Druga zgodba pa je odvisnost med rastjo industrijske proizvodnje in vrednostjo prevzemov, saj znaša korelacijski koeficient med njima -0,01 pri $P = 0,97$, kar kaže na zelo šibko negativno odvisnost med proučevanima spremenljivkama, kar pa je popolnoma v nasprotju s teorijo, ki predvideva pozitivno odvisnost teh dveh spremenljivk. Koeficient tudi ni statistično značilen in ga ni smiselno razlagati, torej ne moremo trditi, da med spremenljivkama povezanost sploh obstaja.

Preostane nam še preverjanje odvisnosti vrednosti oziroma števila prevzemov od obrestne mere. Tukaj je problem z obrestnimi merami, ki so bile v Sloveniji dolgo časa vezane na TOM, na devizni tečaj ali pa so bile indeksirane, tako da v bistvu za SIT ne obstaja kategorija, primerljiva z 12-mesečnim LIBOR-jem, prav tako pa so finančniki navadno v zadregi, ko je potrebno izračunati donosnost 10-letne obveznice. Velik vpliv je v preteklem obdobju na obrestne mere imela inflacija, zaradi katere so morale biti nominalne obrestne mere na visokih ravneh, da je bila realna obrestna mera sploh pozitivna. V izračunih sem se tako odločil za uporabo obrestne mere dvanajstmesečnih zakladnih menic, ki so edine

med seboj primerljive, obdobje, na katerega se nanašajo izračuni, pa je nekoliko krajše, saj traja le od maja 2000 do junija 2004, saj za čas pred majem 2000 nisem uspel priti do podatkov o obrestnih merah zaradi prej naštetih problemov.

Korelacijski koeficient med številom prevzemov in obrestno mero tako znaša -0,11 pri $P = 0,43$, kar presenetljivo kaže na šibko negativno odvisnost med tema dvema pojavoma, kar pomeni, da se z nižanjem obrestne mere povečuje število prevzemov in obratno. Koeficient pa statistično ni značilen in ga ni smiselno interpretirati, torej ne moremo trditi, da povezanost med spremenljivkami v resnici obstaja.

Odvisnost med vrednostjo prevzemov in obrestno mero pa kaže korelacijski koeficient med tema dvema spremenljivkama, njegova vrednost pa znaša 0,04 pri $P = 0,79$, kar kaže na šibko pozitivno odvisnost med proučevanima pojavoma, kar pomeni, da se z višanjem obrestne mere zvišuje tudi vrednost prevzemov, to pa je spet v nasprotju s teorijo in torej v skladu s pričakovanji. Koeficient tudi v tem primeru ni statistično značilen in ga ni smiselno interpretirati, torej sploh ne moremo trditi, da povezava med spremenljivkama obstaja.

Tabela 7 prikazuje povzetek opisanih izračunov za Slovenijo.

Tabela 7: Korelacijski koeficienti in pripadajoče P za Slovenijo

	Korelacijski koeficient	P
Vrednost prevzemov – SBI 20	0,08	0,53
Število prevzemov – SBI 20	0,23	0,07
Vrednost prevzemov – rIP	-0,01	0,97
Število prevzemov – rIP	0,16	0,24
Vrednost prevzemov – 12-mesečna o.m.	0,04	0,79
Število prevzemov – 12-mesečna o.m.	-0,11	0,43
Vrednost prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-
Število prevzemov – 10-letna o.m.	n.p.	-

n.p. – ni podatkov

rIP – rast industrijske proizvodnje

Vir: Lastni izračuni, 2004.

SKLEP

Iz vsega napisanega lahko zaključimo, da prevzemi niso neodvisna spremenljivka, ampak so, vsaj v razvitih tržnih gospodarstvih, pogojeni z makroekonomskimi gibanji.

Glede na način združevanja poznamo horizontalne, vertikalne in konglomeratne prevzeme, delimo pa jih tudi na združitve, prevzeme z odkupom delnic in prevzeme z odkupom premoženja, sem pa prištevamo tudi boj za pooblastila za glasovanje na skupščini delničarjev, ki je prav tako način prevzema podjetja, čeprav ne tako ekspliciten. Najpogostejši so prevzemi z odkupom delnic, za katerega je potrebno pri pristojnem organu pridobiti soglasje, javni ponudbi za prevzem pa je možno tudi konkurirati.

Prevzem je mogoče financirati z denarjem ali z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Pri sovražnih prevzemih je najpogostejše plačilo z denarjem, prav tako tudi pri mednarodnih prevzemih, medtem ko so pri prijaznih prevzemih pogost način plačila nadomestni vrednostni papirji, predvsem delnice. Predstavljenih je bilo nekaj teorij o prevzemih, najpogostejši motivi oziroma razlogi za prevzeme, govora pa je bilo tudi o kontrolnem deležu, koncentraciji in o grožnjah pri prevzemih.

V drugem, empiričnem delu, smo opazovali, kako so v različnih gospodarstvih prevzemi pogojeni z gibanjem izbranih makroekonomskih kazalcev. Glede na kratko obdobje, na katerega se nanašajo izračuni, smo lahko z dobljenimi rezultati kar zadovoljni. V večini primerov nas niso presenetili. V najrazvitejših gospodarstvih, kot so ZDA in zahodna Evropa, se je odvisnost prevzemov od makroekonomskih gibanj potrdila, razen pri obrestni meri, kar pa je lahko posledica specifičnosti proučevanega obdobja. Prav tako nas niso presenetili rezultati, do katerih smo prišli na podlagi podatkov za srednjo Evropo in Slovenijo, ki so pokazali neodvisno gibanje intenzivnosti prevzemov od makroekonomskih faktorjev. Z razvitimi tržnimi gospodarstvi se na tem področju pač še ne moremo primerjati.

Vprašanje je, če bo intenzivnost prevzemne aktivnosti v Sloveniji kdaj odvisna od kakšnih makroekonomskih kazalcev. Pri nas se bodo prevzemala predvsem uspešna podjetja, dokler teh še kaj bo, medtem pa bodo rasla nova, ki bodo nekoč v prihodnosti mogoče postala nova vodilna podjetja. Prevzemala pa bodo seveda večja tuja podjetja, ki si bodo od prevzemov obetala koristi. Ena izmed rešitev pred neželenim prevzemom je ta, ki jo prakticira le nekaj naših podjetij, in sicer se je iz plena potrebno spremeniti v plenilca. Imamo veliko možnosti, predvsem na trgih bivše SFRJ in v ostalih vzhodno in srednjeevropskih državah, kjer je veliko takšnih podjetij, ki čakajo, da bodo prevzeta. Potrebno se je širiti.

Na našem geografskem območju trenutno ne divjajo osvajalske vojne, ampak se odvijajo le posamezne borbe, in to take, katerih cilj ni okupirati tujih dežel s silo, ampak jih v čim večji meri preplaviti s svojimi izdelki oziroma prevzeti čim več njihovih podjetij. Nič še ni izgubljeno. Naša podjetja morajo prevzemati in na ta način rasti, dosegati višje prihodke in dobičke ter s tem prispevati k višji gospodarski rasti in splošni blaginji.

LITERATURA:

1. Aubert Sandy: Successful small business acquisition. 2001, 38 str.
[URL:http://www.tuta.hut.fi/studies/Courses_and_schedules/Isib/TU-91.167/Old_seminar_papers/aubert_sandy.pdf], 29.8.2004.
2. Bešter Janez: Corporate takeovers and prediction models: The case of Slovenian privatised companies. Economic and business review, Ljubljana, 3(2001), 1, str. 63-79.
3. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihov učinek na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
4. Brown Meredith M.: International Mergers and Acquisitions: An introduction. London : Kluwer law international, 1999. 224 str.
5. Gaughan Patrick A.: Mergers and Acquisitions: An overview. Fairleigh Dickinson University. 11 str.
[URL: http://www.media.willey.com/product_data/excerpt/79/0471414379.pdf], 29.8.2004.
6. Kocbek Marijan: Prevzem z na novo izdanimi delnicami kot nadomestnimi vrednostnimi papirji. Podjetje in delo, Ljubljana. 25(1999a), 3/4, str. 413-423.
7. Kocbek Marijan: Prevzemi delniških družb. Slovenska korporacija v evropskih razmerah: Zbornik razprav. Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 1999, str. 197-230.
8. Kocbek Marijan: Zakon o prevzemih (ZPre): S komentarjem. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1997. 242 str.
9. Lahovnik Matej: Bo Novartis velikodušen tudi čez 10 let?: Strateški razlogi za prevzem Leka in proti njemu. Delo, Ljubljana, 44(2002), 200. str. 8-9.
10. Lahovnik Matej: Prevzemanje = večanje = pogoj za širjenje na tuje trge: slovenska prevzemna zgodba. Delo, Ljubljana, 44(2002), 188. str. 12-13.
11. Lahovnik Matej: Restructuring through acquisitions: The case of Slovenia. Economic and business review, Ljubljana, 3(2001), 1, str. 45-61.
12. Lahovnik Matej: Uspešnost prevzemov podjetij v Sloveniji v devetdesetih letih. Economic and business review, Ljubljana, 2(2000), pos. št., str. 131-143.

13. McCahery Joseph A., Renneboog Luc: The Economics of the Proposed European Takeover Directive. (CEPS Research Report), 2003, 113 str.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/46/53/2506091.pdf>]
14. Mencinger Jože: Napoved britanskega analitika. Delo, Ljubljana, 44(2002), 200. str. 9.
15. Program Vlade za spodbujanje neposrednih tujih investicij 2001 – 2004. Ljubljana : Vlada RS, 2001. 36 str.
[URL: <http://www.gov.si/tipo/doc/program%20vlade-za-spodbujanje-tujih-investicij-2001-2004.pdf>], 4.4.2004
16. Strojani Blaž: Javna ponudba po zakonu o prevzemih in zakonu o trgu vrednostnih papirjev. Podjetje in delo, Ljubljana. 25(1999), 3/4, str. 507-518.
17. Tekavec Janez, Pučnik Janko: Prevzemi podjetij in varovanje konkurence. Tržič : Učila International, 2002. 212 str.
18. Trančar Vesna: Financiranje prevzema podjetja. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 11, str. 8-14.
19. Varanelli Luigi: Leveraged buyouts med teorijo in prakso. Podjetje in delo, Ljubljana, 27(2001), 3/4, str. 356-369.
20. Vonortas Nicholas S.: Alliance Cycles, The George Washington University. 31 str.
[URL: http://www.gwu.edu/~cistp/PAGES/Alliance_Cycles.pdf], 1.9.2004.

VIRI:

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 9(2000), 1, str. 68.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 10(2001), 1, str. 72.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 10(2001), 12, str. 43, 50, 72.
4. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 11(2002), 11, str. 43, 50, 72.
5. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), 8, str. 43, 51, 92.
6. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), 11, str. 43, 51, 92.

7. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 13(2004), 6, str. 25-II, 33-II, 74-II.
8. Deutsche Bank: Euro Dynamics. Practical Questions and Answers on the Euro. Frankfurt, 1998. 88 str.
9. IMF - International Monetary Fund Home Page
[URL://<http://www.imf.org>], april 2004.
10. Informacijski sistem Bloomberg, 2004.
11. Interni podatki ATVP, 2004.
12. Statistični urad Republike Slovenije
[URL:<http://www.stat.si>, 2004], april 2004.
13. The History of Mergers and Acquisitions
[URL: www.som.hw.ac.uk/somjdb/malectures/Lecture%207.doc], 29.8.2004.
14. TIPO
[URL: <http://www.gov.si/tipo/index.php?&vie=content&cnt=sts>], 4.4.2004.

UVOD	1
1. ZGODOVINA PREVZEMOV	2
2. OBLIKE PREVZEMOV	4
2.1. PREVZEM Z ODKUPOM DELNIC (<i>takeover bid</i>)	5
2.1.1. Konkurenčna ponudba za odkup	6
2.2. ZDRUŽITEV PODJETIJ	7
2.3. PREVZEM Z ODKUPOM PREMOŽENJA	8
2.4. BOJ ZA POOBLASTILA ZA GLASOVANJE NA SKUPŠČINI DELNIČARJEV	9
3. FINANCIRANJE PREVZEMA	9
3.1. FINANCIRANJE Z DENARJEM	9
3.1.1. Odkup podjetja z zadolžitvijo	9
3.2. FINANCIRANJE Z NADOMESTNIMI VREDNOSTNIMI PAPIRJI	10
3.3. NAČINI PLAČILA SKOZI ČAS	11
4. TEORIJE PREVZEMOV	12
5. OSTALI POMEMBNI POJMI PRI PREVZEMIH	14
5.1 KONTROLNI DELEŽ	14
5.2. KONCENTRACIJA	15
5.3. PREMIJA	15
5.4. GROŽNJE PRI PREVZEMIH	17
6. MAKROEKONOMSKA GIBANJA IN PREVZEMI	18
6.1. SREDNJA EVROPA	20
6.2. ZAHODNA EVROPA	22
6.3. ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE	26
6.4. SVET	29
6.5. MEDNARODNI PREVZEMI	33
6.5.1. Mednarodni prevzemi 2000-2004	34
6.5.2. Mednarodni prevzemi v Sloveniji	37
6.6. SLOVENIJA	39

6.6.1. Prevzemi v Sloveniji v obdobju 1990 - 1999	39
6.6.2. Prevzemi v Sloveniji v obdobju 1999 - 2004	40
SKLEP	44
LITERATURA	46
VIRI	47

SLOVARČEK TUJIH BESED

Acquisition – prevzem

Blue chipi – vodilna podjetja v narodnih gospodarstvih

Corporate raider – podjetniški plenilci

Cross – border – mednarodni prevzem; prevzem, pri katerem sta prevzemnik in ciljno podjetje iz različnih držav

Leveraged buyout – prevzem z zadolžitvijo

Mandatory bid – obvezna ponudba za prevzem

Merger – združitev

Newco – novo podjetje, ustanovljeno z namenom prevzeti drugo podjetje

Proxy – pooblastilo za glasovanje na skupščini delničarjev

Takeover – prevzem

Takeover bid – ponudba za prevzem

Voluntary bid – prostovoljna ponudba za prevzem