

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

STANKA ŠARC

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
ANALIZA PREVZEMNE PREMIJE:
PRIMER SLOVENIJA

Ljubljana, junij 2004

STANKA ŠARC

IZJAVA

Študentka Stanka Šarc izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Simona Čadeža in dovolim objavo dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

UVOD	1
1 PREVZEMI	2
1.1 MOTIVI ZA PREVZEM	2
1.2 OBLIKE PREVZEMOV PODJETIJ	5
1.2.1 Združitve.....	6
1.2.2 Prevzemi z odkupom delnic	6
1.2.2.1 Sovražni prevzem.....	7
1.2.2.2 Prijateljski prevzem.....	7
1.2.3 Prevzemi z odkupom premoženja	7
1.2.4 Proxy fight.....	7
1.2.5 LBO in MBO.....	8
1.3 DEJAVNIKI, KI POVEČUJEJO VERJETNOST PREVZEMA.....	8
2 PREVZEMNA PREMIJA	9
2.1 KONTROLNA PREMIJA	10
2.2. VPLIV STRUKTURE AKTIVE IN PASIVE NA PREVZEMNO PREMIJO.....	12
2.2.1 Vpliv strukture aktivne ciljnega podjetja	12
2.2.2 Vpliv strukture pasive ciljnega podjetja.....	12
2.3 UČINKI PREVZEMOV NA DELNIČARJE CILJNIH DRUŽB.....	13
2.4 UČINKI PREVZEMOV NA DELNIČARJE PREVZEMNIH DRUŽB	15
2.5 NEUSPELI POSKUSI PREVZEMOV IN NJIHOVI UČINKI NA DELNIČARJE CILJNIH IN PREVZEMNIH DRUŽB	16
2.6 POVPREČNE PREVZEMNE PREMIJE V ZAHODNI EVROPI IN ZDA V OBDOBJU MED MARCEM 2003 IN JANUARJEM 2004	16
3 EMPIRIČNA ANALIZA PREVZEMNIH PREMIJ V SLOVENIJI	17
3.1 GIBANJE SLOVENSKEGA BORZNEGA TRGA V OBDOBJU OD JANUARJA 1999 DO MARCA 2004	18
3.2 PODATKI IN METODOLOGIJA	19
3.3 IZRAČUN PREVZEMNE PREMIJE.....	20
3.3.1. Analiza prevzemne premije glede na leto izdaje dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre	26
3.3.2 Analiza prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja	27
3.3.3 Analiza prevzemne premije glede na način plačila delnic ciljnega podjetja	29
3.3.4 Analiza prevzemne premije glede na število konkurenčnih prevzemnikov	30
3.3.5 Analiza prevzemne premije glede na izvor prevzemnika	31
3.3.6 Primerjava Slovenije in Združenih držav Amerike	32
3.4 VPLIV AKTIVE IN PASIVE NA PREVZEMNO PREMIJO V SLOVENIJI	33
SKLEP	35
LITERATURA	36
VIRI	37
PRILOGA 1	I

UVOD

V svetu je v različnih letih prihajalo do več valov združitvev in prevzemov. Prevzemno dogajanje pa se je preneslo tudi v mlajše države, med katere spada tudi Slovenija. Pregled prevzemnega dogajanja v Sloveniji je zanesljiv šele od konca devetdesetih let dalje, saj je bil z avgustom 1997 objavljen Zakon o prevzemih, ki bolj podrobno obravnava to področje. Zakon o prevzemih namreč ureja način in pogoje za nakup vrednostnih papirjev posamezne delniške družbe. Prevzemi podjetij vlagateljem omogočajo realizacijo nadpovprečnih donosov.

Tveganju bolj naklonjeni vlagatelji investirajo v delnice podjetij z namenom ustvariti kapitalski dobiček. Kadar v gospodarstvu prihaja do prevzemov, je tudi dogajanje na borznem trgu bolj dinamično. Vlagatelji pričakujejo, da se bodo cene delnic ob prevzemu zvišale in bodo tako lahko realizirali nadpovprečni donos. Prevzemna premija predstavlja razliko med ceno delnice, ko jo posamezni vlagatelj kupi na trgu, in prevzemno ceno, ki jo za to delnico plača prevzemnik ob prevzemu, da pridobi zeleni delež lastništva v ciljnem podjetju.

Cilj diplomske naloge je pokazati, kakšne so bile prevzemne premije v Sloveniji v obdobju med leti 1999 in 2003 ter katere delnice obravnavanih ciljnih podjetij so vlagateljem omogočile realizacijo visokih donosov. Z delom želim tudi ugotoviti, ali razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom ter delež dolga ciljnega podjetja vplivata na višino prevzemne premije.

Uvodu sledi prvo poglavje, v katerem podam definicijo prevzemov. Seznanimo se z motivi za prevzem, spoznamo oblike prevzemov in definiramo dejavnike, ki povečujejo verjetnost prevzema.

V drugem poglavju diplomske naloge je opredeljena prevzemna premija. Spoznamo, kaj je kontrolna premija, kako naj bi struktura aktive in pasive podjetja vplivali na prevzemno premijo, kakšni so učinki prevzemov na delničarje ciljnih in prevzemnih družb ter kakšni so učinki neuspešnih poizkusov prevzemov na delničarje tako ciljnih kot prevzemnih družb. V zadnjem delu tega poglavja so prikazane povprečne prevzemne premije v Evropi in Združenih državah Amerike v obdobju od marca 2003 do januarja 2004.

V tretjem poglavju je predstavljeno, kakšne so bile v obravnavanem obdobju prevzemne premije v Sloveniji. Spoznamo, kako se prevzemne premije razlikujejo glede na leto izdaje dovoljenja ter glede na dejavnost ciljnega podjetja. Prikazane so tudi razlike v premijah glede na to ali je prevzem financiran z denarjem ali z vrednostnimi papirji, glede na to, ali se za posamezno ciljno podjetje poteguje več prevzemnikov ali ne ter glede na to, ali prevzemnik prihaja iz Slovenije ali ne. Podrobno je predstavljena tudi 30-dnevna premija v Sloveniji in primerjava le-te s premijo v ZDA. Nazadnje se seznanimo še z vplivom strukture aktive in pasive ciljnega podjetja na višino 30-dnevne premije v Sloveniji.

Ugotovitve, ki izhajajo iz tega diplomskega dela, na kratko predstavljam v sklepu.

1 PREVZEMI

Prevzem lahko opredelimo kot pridobitev deleža delnic določene delniške družbe, ki prevzemniku zagotavlja zadosten obseg glasovalnih pravic, da lahko vpliva na poslovanje družbe in sprejem odločitev na skupščini delničarjev (Kocbek, 1997, str. 9).

Drugi avtorji prevzeme opredelijo nekoliko drugače. Weston (1990, str. 204) na primer navaja, da so prevzemi oblika učinkovitega prerazporejanja proizvodnih dejavnikov, ki znižuje transakcijske stroške in ohranja optimalne kombinacije proizvodnih dejavnikov. S tega vidika na prevzeme lahko gledamo kot na najcenejšo obliko ohranjanja ali ponovnega vzpostavljanja učinkovitosti na trgih. Tudi Jensen (1988, str. 23) vidi v prevzemih pozitivno vlogo, in sicer z vidika zagotavljanja učinkovitega delovanja delniških družb. Bešter (1996, str. 26) pa pravi, da prevzeme lahko pojasnimo tudi kot način hitre rasti podjetja, kot obliko pridobivanja tržne moči, kot način izkoriščanja nepravilnosti v davčnih sistemih, kot eno izmed oblik uporabe presežnih denarnih tokov in nenazadnje kot mehanizem prerazporejanja proizvodnih dejavnikov zaradi doseganja višje učinkovitosti.

1.1 MOTIVI ZA PREVZEM

Motivi za prevzem podjetij se v času in prostoru spreminjajo, nanje pa vpliva več različnih dejavnikov, kot so na primer: makroekonomske razmere, razvoj finančnih trgov, spremembe v zakonodaji in razgledanost investitorjev.

Med različnimi teorijami prevzemov obstaja komplementarnost. »Različni avtorji poudarjajo različne motive in predpostavke, vendar je pri njihovi kritični obravnavi mogoče sklepati, da se teorije predvsem dopolnjujejo, čeprav se pogosto tudi izključujejo« (Bešter, 1996, str. 41).

V nadaljevanju predstavljam Westonovo klasifikacijo motivov za prevzem. Po Westonu (1990, str. 190-222) na kratko lahko rečemo, da do prevzemov prihaja zaradi različne učinkovitosti podjetja.

V Tabeli 1 je prikazan podroben pregled teorij in hipotez prevzemov podjetij.

Tabela 1: Teorije in hipoteze prevzemov podjetij

I. Teorije učinkovitosti:
<i>A. razlike v učinkovitosti managerskih skupin;</i>
<i>B. nesposoben management podjetja;</i>
<i>C. sinergije izhajajoče iz povezovanja poslovnih aktivnosti podjetij;</i>
<i>D. čista razpršitev dejavnosti podjetja;</i>
<i>E. strateško prilagajanje spremembam v okolju;</i>
<i>F. podcenjenost delnic podjetja.</i>
II. Informacije in signali
III. Problem agentov
IV. Hipoteza presežnih denarnih tokov
V. Tržna moč
VI. Davki
VII. Prerazdelitveni učinki

Vir: J.F. Weston et al., 1990, str.191.

Teorije učinkovitosti: do razlik v učinkovitosti managerskih skupin prihaja zaradi različnih sposobnosti in znanj managerjev. Neučinkovit in *nesposoben management* predstavlja motiv prevzemnemu podjetju, ki meni, da bi znal potencialne možnosti podjetja izkoristiti bolje kot ciljno podjetje. Teorijo nesposobnega managementa je težko jasno ločiti od teorije različne učinkovitosti managerskih skupin.

Do *sinergijskih*¹ učinkov prihaja zaradi ekonomij obsega in posledičnega zniževanja stroškov, višje izkoriščenosti razpoložljivih sredstev, povezovanja poslovnih dejavnosti v podjetju in zaradi finančnih sinergij, s katerimi znižujejo stroške kapitala in zmanjšujejo tveganje stečaja podjetja.

Motivov za *čisto razpršitev dejavnosti podjetja* je več - v eni sami industrijski panogi ni zanesljivosti in zato prevzemna podjetja iščejo bolj donosno vrsto industrijske panoge (prevzemajo podjetja, ki niso v isti dejavnosti ali tista, ki so geografsko porazdeljena); finančne prednosti, ki omogočajo večjo stanovitnost prihrankov in denarnih tokov; lastniki prevzemnega podjetja imajo motiv v smislu razpršitve njihovega premoženja.

Strateško prilagajanje podjetij je še eden izmed motivov učinkovitosti. Smisel strateških prevzemov je v zagotavljanju izhodišč, ki bi bili uporabni v potencialnih spremembah v okolju. Takšen nakup podjetja je predvsem opcija za prihodnost.

Zadnji motiv učinkovitosti prevzemov je *podcenjenost podjetij*. Prvi razlog podcenjenosti so ocene institucionalnih investitorjev, saj ti upoštevajo predvsem kratkoročno donosnost ciljnega podjetja. Drugi razlog za podcenjenost podjetja, kot motiva za prevzem, je v možnosti, da prevzemnik razpolaga z notranjimi informacijami ciljnega podjetja, ki drugim udeležencem na trga kapitala niso znane (asimetrija informacij) in je zato sposoben natančno oceniti vrednost podjetja. Kot tretji vzrok podcenjenosti je koeficient q , ki predstavlja

¹ Sinergija pomeni, da je učinek skupnega delovanja dveh podjetij večji, kot če bi vsako izmed teh dveh podjetij delovalo posamezno.

razmerje med tržno ceno delnic podjetja in nadomestitvenimi stroški premoženja, ki ga predstavljajo te delnice. Znižanje koeficienta q povzroča večjo privlačnost prevzemov pred alternativo notranje rasti podjetja, ker omogoča cenejši dostop do novih izdelkov in trgov, kot če bi podjetja sama investirala.

Po Westonovi teoriji prevzemov so poleg navedenih prisotni še drugi motivi za prevzeme podjetij.

Informacije in signali: zaradi poizkusa prevzema lahko pride do razkritja novih informacij o podjetju, mogoče pa je pričakovati, da bodo cene delnic tudi v prihodnosti ostale na višji ravni. Razlaga ima dve različici. Prva pravi, da s ponudbo za prevzem pride do razkritja informacij, da so delnice ciljnega podjetja podcenjene, zato je to signal trgu, naj tem delnicam prizna višjo ceno. V tem prvem primeru managementu ciljnega podjetja ni potrebno storiti ničesar, da bi se dvignila cena delnicam tega podjetja. Druga različica razlaga, da ponudba za odkup delnic podjetja spodbudi management k izvedbi učinkovitejših poslovnih strategij.

Problem agentov je posledica potencialno različnih interesov managerjev eni ter delničarjev – lastnikov na drugi strani. Do zaostrovanja problema agentov ponavadi pride v primerih, kjer imajo managerji le majhen lastniški delež v podjetju. Do problema agentov prihaja zaradi konfliktov pri izbiri strategije poslovanja podjetja, med katerimi je tudi namembnost presežnega denarnega toka.

Presežni denarni tokovi managerjem predstavljajo motiv za prevzem kot neka oblika porabe denarnih presežkov. Delničarjem pa je pomembnejše, da se presežki porabijo za izplačilo dividend. Največji kandidati za prevzeme so podjetja, ki imajo visoke denarne presežke in neizkoriščene možnosti zadolžitve.

Tržna moč je pogosto naveden motiv prevzemov. Povečanje tržnega deleža podjetja je s tržnega vidika ključni element. S povečanjem tržnega deleža naj bi dosegli ekonomije obsega in različne sinergije. Tržno moč podjetja pridobivajo s horizontalno integracijo pri povezovanju s konkurenti podjetja, ovirami za vstop v panogo, diferenciacijo proizvodov in z diverzifikacijo podjetja. Prevzemniki se raje odločajo za prevzem kot za notranjo rast podjetja zaradi hitre pridobitve zelo velikih zmogljivosti.

Davčni motivi so odvisni od specifičnosti davčnih sistemov v posameznih državah. Prvi primer je prevzem podjetja, ki je v preteklih letih poslovalo z izgubo, to pa je mogoče v prihodnjih letih odbiti od dobička pred njegovo obdavčitvijo. Pogoj za davčni prihranek je, da podjetje, ki je nastalo s prevzemom, posluje z dobičkom. V drugem primeru pa gre za zamenjavo davka na dobiček z davkom na kapitalni dobiček. Podjetje prevzame drugo podjetje, ki izplačuje nizke dividende ali nobenih in ima dober potencial za rast. Po realizaciji rasti prevzemnik ciljno podjetje proda in realizira kapitalni dobiček. Tu gre za primer zamenjave navadne obdavčitve dohodka po višji stopnji (v tem primeru dividend) za nižjo obdavčitev kapitalnega dobička.

Delničarji podjetij, ki sodelujejo v prevzemih, lahko realizirajo dobičke s pomočjo **prerazdelitve** na račun upnikov. Prerazdelitev tako lahko negativno vpliva na imetnike obveznic.

Hopkins (1999, str. 212-216) omenja strateške, tržne, ekonomske in osebne motive za prevzeme podjetij. Prevzemi s strateškimi motivi so tisti, ki izboljšajo strategijo nekega podjetja (ustvarjanje sinergije, povečanje tržne moči, zagotavljanje virov za proizvodnjo idr.). Avtor poudarja, da sinergija redko opravičuje plačano prevzemno premijo in neto sedanjo vrednost prevzema zapiše kot: $NPV = \text{sinergija} - \text{premija}$. Podjetja, ki ne realizirajo te sinergije, skoraj nikoli ne opravičijo plačane premije za prevzem in postanejo žrtve tako imenovane »sinergijske pasti«. Tržni motiv, ki je pomemben predvsem za mednarodne prevzeme, je vstop na nove trge. Prevzem že uveljavljenega podjetja pomeni hiter vstop na nove mednarodne trge. Avtor omenja naslednje ekonomske motive: ekonomije obsega, znižanje stroškov, podcenjenost delnic ciljnega podjetja in makroekonomske razlike med državami. Pri osebnih motivih navaja problem agenta in to, da managerji precenjujejo sami sebe.

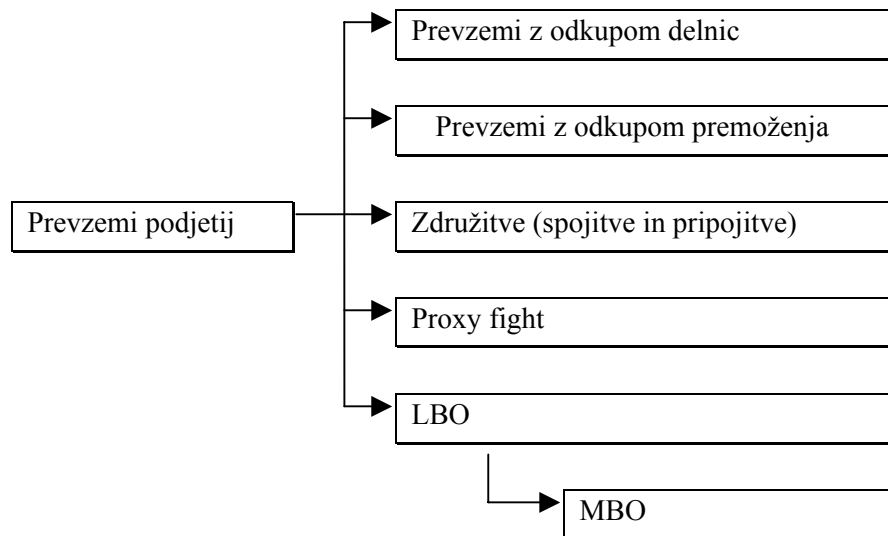
1.2 OBLIKE PREVZEMOV PODJETIJ

»V angloameriški literaturi se pri obravnavi prevzemov podjetij srečujemo s tremi različnimi izrazi (takeovers, mergers, acquisitions), med katerimi je težko potegniti jasno ločnico in jih enolično opredeliti. Razlike v uporabi omenjenih izrazov so med avtorji precejšnje, nasploh pa je njihova uporaba precej nedosledna. Dodaten problem je prevajanje teh terminov v slovenski jezik. Za izraz »mergers« je največkrat primeren prevod »združitve«, ki v skladu s slovenskim zakonom o gospodarskih družbah vključuje še izraza spojitve in pripojitve. Težje je z drugima dvema, za katera se hkrati ponuja ista rešitev – »prevzemi« (Bešter, 1996, str. 26).

Besedi »merger« (združitev) in »tender offer« (ponudba za prevzem) se pogosto uporabljata, vendar razlika običajno ni točno opredeljena. V splošnem se izraz »merger«, torej združitev, nanaša na pogajanja, ki zajemajo tudi tehnična in pravna vprašanja. »Tender offer« oziroma ponudba za prevzem pa pomeni, da podjetje ali fizična oseba naslovi ponudbo za nakup delnic po točno določeni ceni, direktno na delničarje ciljnega podjetja (Weston, 2001, str. 5).

V nadaljevanju so predstavljene različne oblike prevzemov. Kocbek (1997, str. 18) je mnenja, da je »najučinkovitejši način prevzema družbe gotovinski nakup vseh delnic z glasovalno pravico določene ciljne družbe«.

Slika 1: Osnovne oblike prevzemov



Vir: Bešter, 1996, str. 30.

1.2.1 Združitve

Za združitev podjetij gre, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. »Združitev mora biti izvedena v skladu s pozitivno zakonodajo, ki velja na področjih sedežev vpletenih podjetij. Za združitev podjetja pripravijo ustrezno pogodbo, ki jo podpišejo predstavniki podjetij, potrdijo nadzorni sveti in nato večino glasov odobrijo ali zavrnejo delničarji vpletenih podjetij«. Združitve lahko delimo še na pripojitve in spojitve. O pripojitvi govorimo, kadar od vseh v združitev vključenih podjetij preživi le eno, druga podjetja pa nanj prenesejo vse svoje obveznosti in premoženje ter posledično prenehajo obstajati. Za spojitve pa gre, kadar se dve ali več podjetij združi v popolnoma novo podjetje. Novonastalo podjetje prevzame nase vse obveznosti in premoženje podjetij, ki so prenehala obstajati (Bešter, 1996, str. 30).

Združitev je horizontalna, kadar se združita podjetji, ki delujeta in konkurirata na istem poslovnem področju oziroma opravljata enako dejavnost. Horizontalne združitve so zaradi svojega morebitnega negativnega vpliva na konkurenco regulirane s strani vlade. Vertikalne združitve pa so tiste, ki se dogodijo med podjetji iz različnih ravni v proizvodnem procesu (Weston, 1990, str. 82-85).

1.2.2 Prevzemi z odkupom delnic

»Prevzem podjetja z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega (ali celo celotnega) števila delnic z glasovalno pravico odprte delniške družbe, in sicer neposredno od njenih delničarjev. Ključen del postopka je neposredna ponudba za odkup (»tender offer«), ki jo prevzemno podjetje naslovi na delničarje ciljnega podjetja« (Bešter, 1995, str. 15). Z obvezno ponudbo za odkup vseh delnic se želi zagotoviti varstvo vlagateljev, predvsem manjšinskih delničarjev. Za ponudbo za odkup mora dati dovoljenje agencija za trg vrednostnih papirjev (Kocbek, 1997, str. 23-25). Pridobitev zadostnega števila delnic oziroma glasov je glavni cilj prevzemnika, da mu ti glasovi zadoščajo za prevzem nadzora nad podjetjem. Po prevzemu z odkupom delnic ostane ciljno podjetje v celoti odgovorno za vse svoje obveznosti, razen v

primeru, da po prevzemu pride do formalne združitve podjetij (Bešter, 1996, str. 31). Management ciljnega podjetja je običajno nenaklonjen prevzemom z odkupom delnic. V teh primerih govorimo o neprijaznih in celo sovražnih prevzemih. V primerjavi z uspešnim dvostranskim dogovorom o prevzemu odpor managementa zvišuje stroške transakcije in zmanjšuje verjetnost uresničitve prevzema (Bešter, 1996, str. 32).

1.2.2.1 Sovražni prevzem

Kocbek razlaga (1997, str. 10-19), da je prevzem »sovražen«, če mu nasprotuje uprava delniške družbe, ki tako želi obdržati svoj položaj, pri tem pa ukrepa na način, ki je v škodo interesu družbe kot podjetja, v škodo tistim delničarjem, ki želijo delnice prodati, v škodo tudi vsem manjšinskim delničarjem ter prevzemniku. Ko gre za »sovražni« prevzem, prevzemnik kupuje oziroma javno ponudi v odkup delnice ciljne družbe brez predhodnega opozorila in brez sporazuma z upravo ciljne družbe. Presenečenje in nepripravljenost uprave ciljne družbe je najpomembnejša prednost takšnega načina prevzema, saj so manjšinski delničarji navadno pripravljene sprejeti ponudbo.

Če se delničarji pozitivno odzovejo na ponudbo za prevzem, potem prevzemnik pridobi kontrolo in lahko zamenja direktorje oziroma člane uprave, ki so nasprotovali prevzemu (Weston, 1990, str. 5).

1.2.2.2 Prijateljski prevzem

Za razliko od sovražnega pa se »prijateljski« prevzem začne z zasebno in zaupno ponudbo upravi ciljne družbe ali le predsedniku uprave. Prevzemnik ima v primeru »prijateljskega« prevzema dostop do nejavnih podatkov o ciljni družbi. Tako se prevzemnik lažje pogaja o morebitni združitvi s ciljno družbo, kar je glavna prednost »prijateljskega« prevzema (Kocbek, 1997, str. 19).

1.2.3 Prevzemi z odkupom premoženja

V tem primeru prevzemnik pridobi nadzor nad ciljnim podjetjem z odkupom dela ali celote njegovega premoženja. Za izvedbo tega postopeka je potrebna večina glasov delničarjev ciljnega podjetja, glasovanje delničarjev prevzemnika pa ni potrebno (Bešter, 1995, str. 16). »Ciljno podjetje po prodaji premoženja prevzemniku lahko ostane tudi nespremenjeno, vendar po končanem prenosu lastništva običajno preneha obstajati kot pravna oseba« (Bešter, 1996, str. 32).

1.2.4 Proxy fight

»Proxy fight« (pridobivanje pooblastil za zastopanje) je poskus enega ali večih delničarjev, da bi prevzeli kontrolo ali dosegli druge spremembe v podjetju z uporabo pooblastil pri glasovanju na skupščini delničarjev. Tekmovanje za pridobivanje pooblastil za zastopanje je politični proces, s katerim se pridobiva glasove delničarjev s pomočjo različnih sredstev, ki vključujejo elektronsko pošto, oglase v časopisih in nagovarjanje preko telefona. Ko gre za »proxy fight«, ponudnik lahko uporabi svojo glasovalno pravico in zbrano oziroma pridobljeno podporo drugih delničarjev uporabi, da odstavi vršilce dolžnosti in/ali upravo (management) v podjetju (Gaughan, 2002, str. 265).

1.2.5 LBO in MBO

LBO (leveraged buyout – odkup s finančnim vzvodom) je finančna tehnika, ki se je za odkup podjetij poslužuje tako management podjetij kot tudi zunanje skupine, med katerimi lahko omenimo partnerje, različne posameznike in investicijske družbe. Posebnost tega načina odkupa je, da se financira z dolgom. Število LBO je v Združenih državah Amerike dramatično poraslo v osemdesetih letih. MBO (management buyout – managerski odkup) pa je posebna oblika odkupa s finančnim vzvodom (LBO). Ponavadi se v primeru tega odkupa odprta delniška družba preoblikuje v zaprto, odkup delnic pa je financiran z zadolžitvijo (Gaughan, 2002, str. 291 - 295). Za MBO je značilno tudi, da je skupina investorjev sestavljena le iz članov managementa podjetja. Večina LBO je tudi MBO, izraz LBO pa se uporablja bolj splošno in poudarja predvsem način financiranja prevzema z zelo visokim povečanjem zadolžitve oziroma finančnega vzvoda¹ (Bešter, 1996, str.38). Če podjetje z novim dolgom odkupi lastne delnice, po vsej verjetnosti pade vrednost dolga, saj enak obseg naložb podjetja v tem primeru podpira več dolga (Berk, 2002. str.9).

Slika 2: Primerjava premoženjske bilance podjetja pred in po MBO

Pred odkupom

A	P
Naložbe	Dolg
	Lastniški kapital

Po odkupu

A	P
Naložbe	Dolg
	Lastniški kapital

Vir: A. Berk et al., 2002, str. 9.

1.3 DEJAVNIKI, KI POVEČUJEJO VERJETNOST PREVZEMA

Mogoče je identificirati nekatere dejavnike, ki povečujejo verjetnost, da bo neko podjetje postalo predmet poskusa prevzema:

- nizka cena delnic v primerjavi z nadomestitvenimi stroški (koeficient q^2);
- visoka likvidnost, veliki denarni presežki, kakovostna struktura naložb v vrednostne papirje, neizkoriščene možnosti zadolževanja;

¹ »Ko se podjetje financira tudi z dolgom in ne samo z lastniškim kapitalom, lahko govorimo o finančnem tveganju oziroma lahko ugotovljamo stopnjo finančnega vzvoda (DFL-degree of financial leverage), ki nam pove, za koliko se spremeni celotni dobiček (EBT-earnings before taxes) zaradi spremembe dobička iz poslovanja« (Berk et al., 2002, str. 156).

² »Koeficient q je razmerje med tržno ceno delnic podjetja in nadomestitvenimi stroški premoženja, ki ga predstavljajo te delnice« (Bešter, 1996, str.52). Tako imenovani Tobinov » q « je razvil Nobelov nagrajenec za ekonomijo James Tobin in ga opredelil kot razmerje med tržno vrednostjo podjetja in nadomestitveno vrednostjo sredstev podjetja. Tehnologija in premoženje v ljudeh sta povezana z velikimi vrednostmi » q « (Mihalič, 2003, str. 238).

- razmerje med denarnimi tokovi in tržno ceno delnic, ki je ugodno;
- podružnice ali deli podjetja, ki jih je mogoče hitro odprodati, in sicer zaradi občutljivih posledic za denarne tokove;
- majhen delež delnic v lasti managementa podjetja.

Privlačno investicijsko priložnost predstavlja podjetje, ki ga zaznamujejo vsi ali večina omenjenih dejavnikov. Financiranje prevzema takšnega ciljnega podjetja je olajšano, saj prevzemnik lahko uporabi premoženje ciljnega podjetja kot garancijo za najem kreditov. Denarne tokove, ki izhajajo iz poslovanja ciljnega podjetja ali odprodaje delov tega podjetja, pa prevzemnik lahko uporabi za vračilo kreditov.

Podjetje, ki ga zaznamujejo zgoraj omenjeni dejavniki, se lahko na številne načine izogne prevzemu. Lahko namreč hitro poveča stopnjo zadolžitve in izposojena sredstva uporabi za odkup lastnih delnic, to hkrati povečuje tudi delež delnic v lasti managementa in tako omejuje možnosti dodatnega zadolževanja s ciljem financiranja prevzema. Podjetje mora ostale denarne presežke investirati v projekte, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost, lahko pa denarne presežke izplačajo v obliki dividend na preostale delnice. Podjetje lahko pogodbe za najem kreditov oblikuje tako, da se v primeru prevzema zahteva pospešeno ali pa celo takojšnje vračilo kredita. Zaradi likvidnosti in možnosti prevzemnikove uporabe za financiranje prevzema lahko podjetje proda kakovostne vrednostne papirje. Podjetje lahko dodatne denarne presežke nameni za morebitne prevzeme drugih podjetij, ki delujejo v dejavnostih, ki bodo odbijale potencialne specialiste za prevzeme. Potrebno je tudi izločiti podružnice, katerih izločitev ne bo ogrozila denarnih tokov matičnega podjetja. Potrebno je preveriti in izločiti nizko donosne dele podjetja, kar naj bi prispevalo k višji ceni delnic podjetja.

Podjetje z izvedbo teh sprememb postane manj ranljivo za poskuse prevzemov. Pomembno je, da se s povišanjem finančnega vzvoda zmanjša finančna prožnost podjetja, ki v svojem poslovanju ni več sposobno prevzemati enako velikih tveganj, to pa lahko ogrozi njegovo konkurenčnost v primerjavi s tekmeci (Bešter, 1996, str. 108-109, Weston, 1990, str.482-483).

2 PREVZEMNA PREMIJA

O prevzemni premiji lahko govorimo, kadar navadni delničarji prevzetega podjetja prejmejo denar ali vrednostne papirje v skupni vrednosti, ki presega vrednost podjetja pred prevzemom (Nielsen, Melicher, 1973, str. 139).

Bešter (1996, str. 58) navaja, da »izraz premija uporabljamo kot pojem, ki je razlika med tržno ceno delnic določen čas pred prevzemom in dejansko ceno delnic, po kateri prevzemnik v postopku prevzema odkupi delnice. Premija je tako posledica nekaterih drugih aktivnosti in dogodkov, kot so na primer: poskus prevzema (uspešen ali neuspešen), LBO, uvajanje, uporaba ali opustitev obrambnih aktivnosti managementa in podobno«.

Preden se prevzemnik odloči za prevzem nekega podjetja, najprej identificira potencialna podjetja, ki so lahko tarča prevzema in oceni njihovo »pravo« vrednost. Kadar je ocena vrednosti ciljnega podjetja višja od trenutne tržne cene in kadar ta razlika presega tudi transakcijske stroške, ki nastanejo z izvedbo postopka, se prevzemnik odloči za poskus prevzema. Managerji so v takih primerih mnenja, da trg kapitala ni popolnoma učinkovit in da so sami sposobni ustrežneje oceniti vrednost nekaterih podjetij. Ocene vrednosti podjetij bi morale biti v povprečju enake tržnim cenam, če predpostavljamo, da se po izvedbi prevzema ne realizirajo sinergije ali druge koristi od prevzema in kadar predpostavljamo še, da je trg kapitala popolnoma učinkovit. Do ponudb za prevzem podjetja pride torej le, kadar so ocene prevzemnika o vrednosti ciljnega podjetja nepravilne – previsoke. Premije za prevzeme so s tega stališča odraz naključnih napak, ki jih zagrešijo prevzemniki (Bešter, 1996, str. 58).

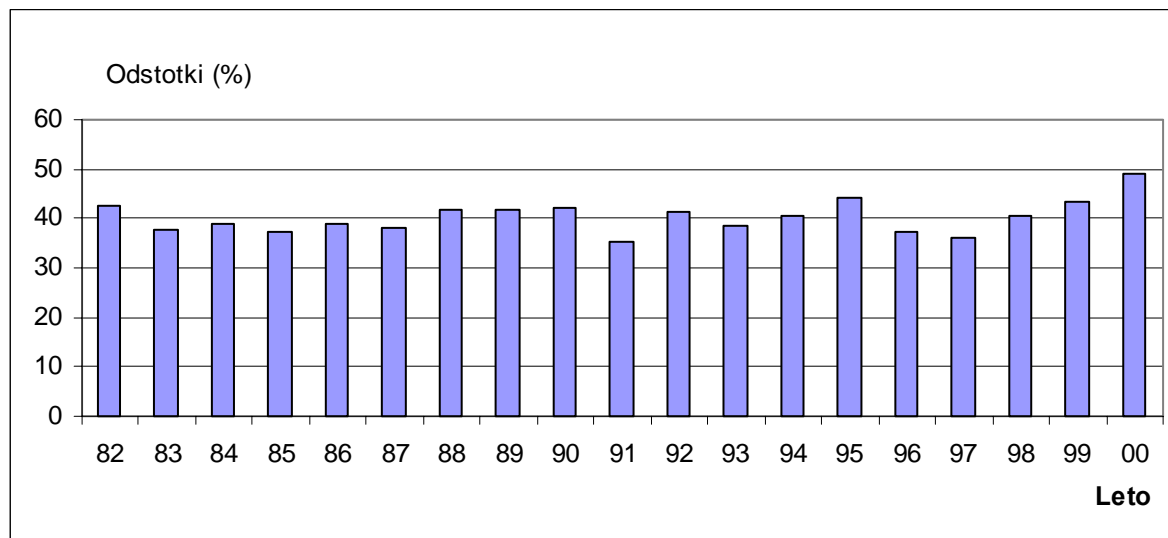
Schwert (1996, str. 154) pravi, da ima prevzemna premija dve komponenti. Prva je dvig tečaja delnice ciljnega podjetja pred prvo uradno objavo prevzema. V povprečju ta predponudbeni porast tečaja predstavlja polovico celotne plačane premije. Druga komponenta pa je dvig tečaja delnice, ki se začne s prvim dnevom objave in ga lahko imenujemo poponudbeni porast tečaja. Prevzemna premija je vsota donosnosti delnice v obeh obdobjih.

Višina prevzemne premije je pogosto odvisna od ocene prihodnjih pozitivnih učinkov prevzema in od pogajalskega izhodišča ciljnega podjetja. Dobički, ki izhajajo iz prevzema, lahko nastanejo na podlagi različnih dejavnikov, vključno s pričakovanimi sinergijskimi prednostmi, ki izhajajo iz združitve prevzemnika in ciljnega podjetja, ali v primeru, da je ciljno podjetje podcenjeno ali ima neučinkovit management. Na pogajalsko izhodišče ponudnika pa vpliva morebitna prisotnost še kakšnega ponudnika in pa obrambna strategija ciljnega podjetja (Gaughan, 2002, str. 523).

2.1 KONTROLNA PREMIJA

Obstaja velika razlika med ceno posamezne delnice na trgu in ceno paketa delnic z 51% deležem v podjetju, ki da kupcu možnost kontrole oziroma nadzora v podjetju. Ko prevzemnik pridobi kontrolni delež v ciljnem podjetju, s tem pridobi tudi pravico o odločanju o investicijah, ki je ponavadi povezana z lastništvom in možnost, da nadzira in tudi zamenja vodstvo podjetja. Pridobljen nadzor omogoča kupcu, da uporabi sredstva ciljnega podjetja na način, da bo maksimiziral vrednost prevzemnega podjetja. Opisani nadzor pa zahteva svojo ceno, zato mora kupec kontrolnega deleža plačati kontrolno premijo (Gaughan, 2002, str. 520). Iz Slike 3 so razvidne višine povprečne premije za kontrolni delež v Združenih državah Amerike med leti 1982 in 2000.

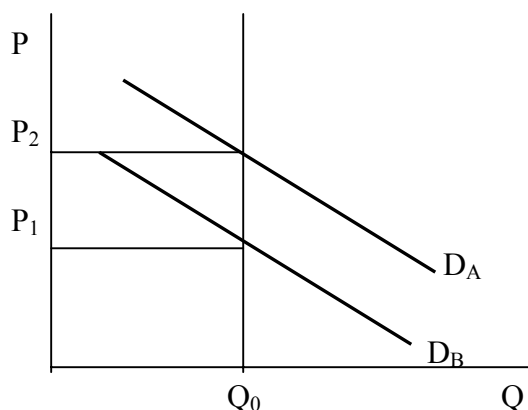
Slika 3: Povprečna premija v odstotkih za kontrolni delež med leti 1982 in 2000 (ZDA)



Vir: Patric A. Gaughan, 2002, str. 521.

Osnova za višino premije so lahko tudi dejavniki, ki vplivajo na ponudbo in povpraševanje delnic določenega podjetja. Ko nek nov ponudnik kupi večji delež delnic nekega podjetja, cena delnic tega ciljnega podjetja naraste (Slika 4). Ponudba delnic ciljnega podjetja je namreč fiksna pri določeni količini, to označuje navpična ponudbena krivulja. Krivulja D_B odseva povpraševanje po delnicah ciljnega podjetja pred ponudbo za prevzem. Povečano povpraševanje s strani prevzemnika odseva krivulja D_A na sliki 4. Na višino cene delnic pa vplivajo tudi drugi dejavniki. Kadar institucionalni investitorji kupujejo večje svežnje delnic, večkrat izpogajajo količinske popuste od prodajalcev, ki so lahko druge institucije kot so: zavarovalnice ali pokojninski skladi (Gaughan, 2002, str. 522).

Slika 4: Učinki povpraševanja na ceno delnic, predpostavljamo fiksno ponudbo delnic



Vir: Patric A. Gaughan, 2001, str. 522.

2.2. VPLIV STRUKTURE AKTIVE IN PASIVE NA PREVZEMNO PREMIJO

2.2.1 Vpliv strukture aktive ciljnega podjetja

Kot trdita Billet in Ryngaert (1997, str. 142) je višina prevzemne premije občutljiva na naravo sredstev ciljnega podjetja. Prevzemna premija je v prvi vrsti odvisna od koristi, ki si jih prevzemnik obeta od prevzema, torej od prezaposlitve sredstev prevzetega podjetja. Vsa sredstva ciljnega podjetja pa niso enako dovzeta za izboljšanje vrednosti. Vsa sredstva v podjetju je mogoče uporabiti na bolj učinkovit način, toda koristi od prerazporeditve nefinančnih sredstev so praviloma višje od dodatnih denarnih tokov, ki jih ustvari realokacija finančnih sredstev (denarja, terjatev, naložb v druga podjetja). Sklepamo lahko, da bodo prevzemne premije, ceteris paribus¹, manjše za podjetja, ki bodo imela višje razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom.

2.2.2 Vpliv strukture pasive ciljnega podjetja

Lahko proučujemo tudi vpliv spremembe kapitalske strukture na višino prevzemne premije. Billett in Ryngaert (1997, str. 143) navajata, da naj bi bila rezervacijska cena² zunanjih delničarjev nižja od rezervacijske cene trenutnega managementa podjetja. Z izdajo dolga in odkupom delnic od zunanjih delničarjev naj bi se tako povečala glasovalna moč subjektov z višjo rezervacijsko ceno. Prevzemnik bo moral nadzorni delež lastništva pridobiti od delničarjev z višjimi rezervacijskimi cenami in tako bodo tudi realizirane premije višje. Optimalna kapitalska struktura v podjetju je dosežena s tehtanjem prednosti in slabosti višje zadolženosti. Tehtamo na eni strani višje ceno, ki bi jo moral plačati prevzemnik, in na drugi strani nižjo verjetnost prevzema – prevzem bi sicer povečal premoženje trenutnih delničarjev ciljnega podjetja.

Tudi empirično sta Billett in Ryngaert dokazala, da delež dolga v strukturi obveznosti ciljnega podjetja pozitivno vpliva na višino relativne premije, ki jo ponuja prevzemnik. Relativno premijo sta opredelila kot kvocient med absolutnim zneskom vseh prevzemnih premij in vrednostjo lastniškega kapitala. Z nakupom večinskega deleža v ciljnem podjetju prevzemnik pridobi moč upravljanja s sredstvi tega podjetja in nadzor nad tem podjetjem.

Višina absolutne prevzemne premije pa je odvisna od tega, do kolikšne mere lahko prevzemnik z realokacijo sredstev prevzetega podjetja izboljša njihovo vrednost. Relativna prevzemna premija bi morala biti višja, če je finančni vzvod višji, če je absolutno povečanje vrednosti neodvisno od tega, kako ciljno podjetje financira svoje poslovanje, saj je v tem primeru vsaka denarna enota plačane prevzemne premije razporejena na manj navadnega lastniškega kapitala (Billett, Ryngaert, 1997, str. 142).

Israel (1991, str. 1402-1403) navaja, da je absolutna prevzemna premija, ki jo realizirajo delničarji prevzetih podjetij, negativno povezana s količnikom finančnega vzvoda. Povečanje vrednosti sredstev prevzetega podjetja, ki je ena izmed posledic prevzema, zmanjšuje tveganje

¹ Ob vsem ostalem nespremenjenem.

² Cena, po kateri so pripravljene kupiti delnice.

neplačila imetnikom obveznic v podjetjih z visokim količnikom finančnega vzvoda. Del koristi, ki nastanejo s prevzemom, tako realizirajo tudi lastniki dolga ciljnega podjetja. Delničarji prevzetih podjetij z visokim finančnim vzvodom realizirajo manjšo absolutno premijo kot delničarji podjetij, kjer je finančni vzvod nižji ob vsem ostalem nespremenjenem. Skupna absolutna prevzemna premija je sedaj razporejena na manj lastniškega kapitala, zato ne moremo trditi, da to zanje pomeni tudi nižjo relativno prevzemno premijo.

2.3 UČINKI PREVZEMOV NA DELNIČARJE CILJNIH DRUŽB

Izsledki raziskav za 663 uspešno zaključenih ponudb za prevzem v Združenih državah Amerike v obdobju od leta 1962 do decembra leta 1985 (Jarrell, 1988, str. 51) kažejo, da so bile premije, ki so jih prejeli delničarji ciljnih podjetij, v šestdesetih letih v povprečju 19 odstotne, v sedemdesetih letih 35 odstotne ter med leti 1980 in 1985 30 odstotne.

Jarrell (1988, str. 52) na podlagi vzorca 225 uspešnih ponudb za prevzem v obdobju med leti 1981 in 1984 ocenjuje, da so premije za prevzem kar 53,2 odstotne. Ta ocena temelji na primerjavi cene delnice mesec dni pred dano ponudbo s ceno v ponudbi, brez prilagoditve indeksu gibanja cen drugih delnic na trgu.

Ocene, ki kažejo na precejšnje pozitivne učinke uspešno zaključenih prevzemov za delničarje ciljnih podjetij, so verjetno še vedno prenizke, saj večina raziskav izhaja iz sprememb cene delnic po javno dani ponudbi za prevzem, vendar pa do neobičajnih sprememb prihaja že pred javno dano ponudbo za prevzem. Na podlagi vzorca 172-ih uspešno zaključenih ponudb za prevzem je ugotovljeno, da kar 38,8 odstotkov celotne premije nastane do konca dneva pred javno objavo ponudbe za prevzem. Večji del tega povišanja je mogoče pojasniti s popolnoma zakonitim trgov informacij: članki v finančnem časopisju, govorice o kupovanju delnic določenega podjetja, predhodna izmenjava informacij pri »prijaznih« prevzemih (Jarrell, 1988, str. 52-53).

Na višino prevzemne premije pomembno vpliva naslednje:

- ali se management ciljnega podjetja odloči za obrambo pred prevzemom (sovražni ali prijazni prevzem) in
- ali za izvedbo prevzema tekmuje več podjetij.

Shapiro (1990, str. 953) navaja, da so premije, kadar se management ciljnega podjetja odloči za obrambo pred prevzemom, v povprečju višje (30,9 odstotne) v primerjavi s premijami, kadar management odločitev preprosto prepusti delničarjem (26 odstotne). Premije so večje, kadar za prevzem tekmuje več prevzemnikov. Razlika pri uspešnih prevzemih, kjer se management odloči za obrambo pred prevzemom, je 8,9 odstotne točke, medtem ko je razlika, pri kateri se management ne brani prevzema 27,6 odstotnih točk. Bešter argumentira (1996, str. 81), da je razlika manjša, kadar se management ciljnega podjetja brani pred prevzemom, ker so premije zaradi obrambe že tako višje kot pri prijaznih prevzemih. Samo tekmovanje

med potencialnimi prevzemniki v tem primeru ne more več bistveno prispevati k višji premiji, ker pač obstaja neka maksimalna cena, po kateri je katerikoli od prevzemnikov še pripravljen kupiti ciljno podjetje.

Flanagan in O'Shaughnessy (2003, str. 581) ugotavljata, da ima prisotnost večjega števila potencialnih prevzemnikov večji pozitiven vpliv na plačano premijo, kadar prevzemnik ni iz iste dejavnosti kot ciljno podjetje.

Med prevzemnimi premijami obstajajo razlike, kar pa je odvisno tudi od tega, ali gre za sovražni ali prijateljski prevzem. Del teh razlik je mogoče pojasniti s tem, da so sovražni prevzemi običajno financirani z denarjem, prijateljski pa z vrednostnimi papirji prevzemnika. Zahtevana je višja premija, kadar se nakup ciljnega podjetja izvede z denarjem, saj se v tem primeru delničarji ciljnega podjetja odrekajo lastništvu, prodaja delnic pa ima za posledico takojšen nastanek davčne obveznosti na ustvarjeni kapitalski dobiček (Pinches, 1990, str. 594).

Tudi Gaughan (2002, str. 524) navaja, da delničarji ciljnih podjetij realizirajo pozitivne donose, kar so pokazale tudi številne raziskave. In potrjuje, da še večje donose realizirajo delničarji ciljnih podjetij, kadar gre za sovražne prevzeme.

V Tabeli 2 so prikazane premije na podlagi vzorca 364-tih prevzemov v Združenih državah Amerike med letom 1992 in sredino leta 1998. Kriterij za vključitev posameznega prevzema v raziskavo je bila sprva cena plačana za ciljno podjetje, ki je presegala 500 milijonov dolarjev, vendar je ta znesek z letom 1997 tako narasel, da so vključili podjetja, kjer je ta cena presegla milijardo dolarjev ali več (Weston, 2001, str. 212).

Tabela 2: 30–dnevna premija v odstotkih

Način plačila	Prevzemi bank		Ostali prevzemi		Skupaj	
	Aritmetična sredina	Mediana	Aritmetična sredina	Mediana	Aritmetična sredina	Mediana
Denar	36%	34%	41%	37%	40%	37%

Vir: J.F. Weston et al., 2001, str. 215.

Premije so izračunane na podlagi cen delnic 30 dni pred javno objavljeno ponudbo za prevzem. S tem so se poizkušali izogniti povišanju cen delnic ciljnega podjetja, ki se zgodi pet do deset dni pred objavo ponudbe za prevzem zaradi morebitnega pronicanja informacij v javnost.

Kot je prikazano v Tabeli 2, je povprečna 30-dnevna premija za prevzem, kjer so izvzeti prevzemi med bankami, 41%. Pri izračunu povprečja oziroma aritmetične sredine imajo velik

vpliv visoka števila, zato je izračunana tudi mediana oziroma srednja vrednost (kjer ima polovica vzorca večjo vrednost in polovica nižjo vrednost od mediane). To daje manjši poudarek velikim številom, zato mediana pade na 37% pri transakcijah, kjer je prevzem ciljnega podjetja izveden z denarjem (Weston, 2001, str. 215). Iz zgornje tabele je razvidno še, da so prevzemne premije pri prevzemih med bankami nekoliko nižje od premij pri ostalih prevzemih.

2.4 UČINKI PREVZEMOV NA DELNIČARJE PREVZEMNIH DRUŽB

Ni dvomov, da so učinki na delničarje ciljnih družb pozitivni, zanima nas le njihov obseg. Manj jasno pa je, ali so pozitivni tudi učinki na delničarje prevzemnih družb. Če je trg popolnoma učinkovit, pričakujemo, da bodo učinki na delničarje prevzemnih družb enaki nič. Če so torej učinki na delničarje ciljnih družb zagotovo pozitivni in učinki na delničarje prevzemnih družb nič, potem so skupni učinki združitve in prevzemov zagotovo pozitivni. Samo v primeru, da bi bili učinki na delničarje prevzemnih družb negativni, bi lahko bili negativni tudi skupni učinki. Jensen in Ruback sta leta 1983 ocenila, da so učinki na delničarje prevzemnih družb pri uspešnih ponudbah za prevzem pozitivni v višini 4-ih odstotkov in pri dogovorjenih prevzemih blizu ničle (Weston, 1990, str. 259-260).

Bešter (1996, str. 82) navaja, da imajo prevzemniki običajno izoblikovane dolgoročne strategije prevzemov, trg kapitala pa sedanjo vrednost pričakovanih koristi bodočih prevzemov sproti vgrajuje v ceno delnic prevzemnika. Cena delnic prevzemnika tako že pred napovedjo prevzema vključuje pričakovanja trga kapitala, reakcija cen delnic ob samem prevzemu je posledica korekcije za razliko med pričakovanimi in dejanskimi učinki prevzema. Če je ta razlika blizu ničle, lahko govorimo o učinkovitem trgu kapitala. Pogajanja, ki so običajni del prijaznih poizkusov prevzemov, povzročijo razkritje večjega števila informacij o prevzemniku kot o ciljnem podjetju. Reakcije cene delnic prevzemnika so zato časovno razporejene na daljši rok kot sprememba cene delnic ciljnega podjetja. Merjenje učinkov prijaznih prevzemov za prevzemnike v enakih časovnih obdobjih kot za ciljna podjetja zato podcenjuje dejanske pozitivne učinke, ki pripadajo delničarjem prevzemnikov.

V obdobju med leti 1962 in 1985 je bil v Združenih državah Amerike opazen trend povečevanja koristi delničarjev ciljnih družb in hkrati trend zmanjševanja koristi delničarjev prevzemnih družb. Weston (1990, str. 260) za te trende pojasnjuje s povečano zakonsko regulacijo prevzemov¹ in z razvojem obrambnih mehanizmov ciljnih podjetij. Jarrell (1988, str. 54) pa pravi, da zahteve po razkritju identitete in namenov potencialnega prevzemnika povzročajo, da se koristi prelivajo od delničarjev prevzemnih družb k delničarjem ciljnih družb.

Povprečen donos za 133 združitve v obdobju med letom 1975 in junijem 1984 je približno 20 odstoten za delničarje ciljnih podjetij, za delničarje prevzemnih podjetij pa je donos negativen

¹ Williams Act iz leta 1968.

v višini 1 odstotka. Med ciljnimi družbami 82 odstotkov teh družb dosega pozitivne donose in kar 20 odstotkov teh družb doseže pozitivne donose, ki presežejo 40 odstotkov. Toda 18 odstotkov ciljnih družb doseže negativne donose. Med prevzemnimi družbami okrog 47 odstotkov prevzemih družb realizira pozitivne donose, medtem ko 53 odstotkov teh podjetij doseže negativne donose. 25 odstotkov prevzemnih podjetij ima pozitivne donose v obsegu od 0 do 5 odstotkov. Enako velja tudi za prevzemna podjetja, ki dosegajo negativne donose, saj kar 28 odstotkov teh podjetij realizira negativne donose v razponu od 0 do -5 odstotkov (Weston, 1990, str. 260).

Gaughan (2002, str. 524) ugotavlja, da so učinki na delničarje prevzemnih družb blizu nič ali negativni. Domnevamo lahko, da trg ne verjame, da ponudnik lahko doseže sinergijske učinke, ki bi več kot presegli plačano prevzemno premijo za nakup ciljnega podjetja. Pri sovražnih prevzemih so ti učinki lahko rahlo pozitivni ali se gibljejo blizu nič.

2.5 NEUSPELI POSKUSI PREVZEMOV IN NJIHOVI UČINKI NA DELNIČARJE CILJNIH IN PREVZEMNIH DRUŽB

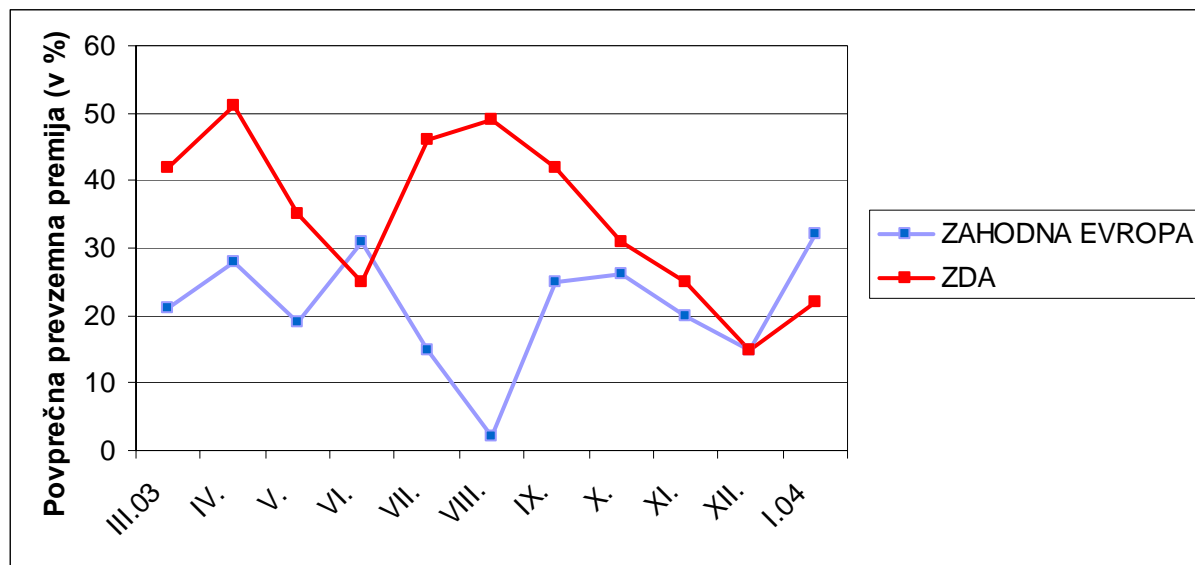
Weston (1990, str. 263–264) navaja, da se običajno tako delničarji prevzemnikov kot delničarji ciljnih podjetij, v primerih neuspešnih poskusov ponudb za prevzem, soočajo z manjšimi negativnimi učinki. Tudi pri neuspešnih poskusih prijaznih dogovorov o prevzemu delničarji ciljnih podjetij realizirajo negativne in statistično neznačilne donose, medtem ko delničarji prevzemnih družb v tem primeru realizirajo 5 odstotne negativne donose. Med realiziranimi donosi delničarjev prevzemnih družb sicer obstajajo precejšnje razlike, ki so odvisne od tega, ali je prevzemnik kasneje (to je v roku 18-ih mesecev) po neuspelem poskusu prevzema prevzem vseeno izvedel ali ne. Odvisne pa so tudi od odziva na trgu kapitala v času objave namere za prevzem, to je dan pred dnevom dogodka in dan po njem. Delničarji prevzemnih družb se znajdejo v najslabšem položaju takrat kadar se po neuspelem prevzemu z negativno korelacijo na objavo namere za prevzem tudi kasneje prevzem ne izvede.

2.6 POVPREČNE PREVZEMNE PREMIJE V ZAHODNI EVROPI IN ZDA V OBDOBJU MED MARCEM 2003 IN JANUARJEM 2004

Preden izračunamo prevzemne premije za Slovenijo, podajam informacijo o gibanju povprečnih prevzemnih premij v Zahodni Evropi in Združenih državah Amerike v obdobju od marca 2003 do januarja 2004.

Iz Slike 5 je razvidno, da je med prevzemi v Združenih državah Amerike in prevzemi na evropskem trgu razlika. Povprečna premija v ZDA se je od avgusta leta 2003 znižala za dobro polovico, tako da je povprečna prevzemna premija v januarju 2004 v ZDA bila 21,7 odstotna. V Zahodni Evropi pa se je prevzemna premija od avgusta 2003, ko je bila komaj nekaj odstotna, zvišala na 31,6 odstotka v januarju 2004 (Grahek, 2004, str. 5).

Slika 5: Povprečne prevzemne premije v Zahodni Evropi in ZDA od marca 2003 do januarja 2004



Vir: Grahek, 2004, str. 5.

Iz zgornjih podatkov o povprečnih mesečnih premijah lahko z izračunom aritmetične sredine ocenimo, koliko je bila povprečna prevzemna premija v obdobju od marca 2003 do januarja 2004. Ta premija je bila za obdobje 11-ih mesecev v Zahodni Evropi približno 21 odstotna, v Združenih državah Amerike pa približno 35 odstotna.

3 EMPIRIČNA ANALIZA PREVZEMNIH PREMIJ V SLOVENIJI

Za popoln trg kapitala velja, da na njem ni mogoče realizirati nadpovprečnih donosov. Vse analize in napovedovanja v tem primeru ne prinesejo uspeha in ne pripomorejo k doseganju dobičkov. Vendar pa vemo, da je v realnosti trg kapitala nepopoln in da se je v praksi že mnogokrat izkazalo, da je na njem s pravimi informacijami in z dobrim poznavanjem dogajanja na trgu možno realizirati nadpovprečne donose. Slovenski kapitalni trg ima kratko zgodovino, njegova glavna slabost pa sta majhno število tržnih udeležencev ter majhna tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev, ki kotirajo na tem trgu.

Kot trdi Bešter (1999, str.1), so »prevzemi podjetij z zaključkom lastninjena večine slovenskih podjetij postali del poslovnega življenja tudi pri nas«. Poudarja tudi, da ima slovenski trg nekaj specifičnih lastnosti, kot so na primer: svojevrsten model lastninjenja, kratka tradicija ter pomanjkanje izkušenj investitorjev.

Pravna ureditev prevzemov v Sloveniji temelji na izhodišču, da mora prevzemnik, torej podjetje, ki pridobiva kontrolo, dati obvezno javno ponudbo vsem delničarjem za odkup vseh delnic. Vsi delničarji tako dobijo možnosti, da se odločijo, ali bodo svoje delnice prodali

prevzemniku ali ne. »V ZPre¹ je prag za obvezno javno ponudbo določen s posestjo delnic in drugih vrednostnih papirjev, ki zagotavljajo 25 odstotkov vseh glasovalnih pravic« (Kocbek, 1997, str.12,14).

3.1 GIBANJE SLOVENSKEGA BORZNEGA TRGA V OBDOBJU OD JANUARJA 1999 DO MARCA 2004

Zaradi objektivnejše predstave o prevzemnih premijah v Sloveniji podajam še informacijo o gibanju slovenskega borznega v obdobju med januarjem 1999 in marecem 2004.

Gibanje slovenskega borznega trga predstavlja Slovenski borzni indeks. Gibanje tečaja indeksa od 04. 01. 1999 do 05. 03. 2004 prikazuje Slika 6.

Slovenski borzni indeks (SBI 20) je vodilni indeks Ljubljanske borze. Zagotavlja temeljne informacije o gibanju tečajev največjih in najlikvidnejših delnic v borzni kotaciji Ljubljanske borze. Gre za t.i. »blue chip« indeks. Obsega okoli 70% celotne tržne kapitalizacije delnic borzne kotacije. SBI je Ljubljanska borza izračunavala od 1. 1. 1994, objavljati ga je pričela 1. 7. 2000, SBI 20 pa je naslednik tega indeksa. Od 1. 4. 2003 je v indeks SBI 20 vključenih 15 delnic, in sicer so to največje in najpomembnejše delnice, ki kotirajo na Ljubljanski borzi (Slovenski indeks delnic – SBI 20, 2004).

Slika 6: Pregled gibanja tečaja indeksa



Vir: Arhiv vrednosti borznih indeksov, 2004.

¹ Zakon o prevzemih. Le-ta je dopolnil zakon o gospodarskih družbah in se tako vključil v zakonodajo o trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji. »V osnovnih izhodiščih zakon o prevzemih večinoma sledi drugemu predlogu 13. direktive Evropske zveze o prevzemih, delno pa so vključene tudi rešitve iz angleške samoregulative ureditve londonske borze« (Kocbek, 1997, str. 22). »Zakon o prevzemih ureja način in pogoje za nakup vrednostnih papirjev posamezne delniške družbe – izdajatelja vrednostnih papirjev, kadar določena pravna ali fizična oseba pridobi ali želi pridobiti delež vrednostnih papirjev tega izdajatelja, ki zagotavlja več kot 25% glasovalnih pravic, ki izhajajo iz takšnih vrednostnih papirjev« (Zakon o prevzemih, 1997).

3.2 PODATKI IN METODOLOGIJA

Zakon o prevzemih je bil v Sloveniji objavljen 1. 8. 1997, zato so v analizo vključeni prevzemi po tem datumu. Podatke o številu prevzemov dobimo na podlagi seznama izdanih dovoljenj za ponudbo za odkup po ZPre, ki je objavljen na spletni strani Agencije za trg vrednostnih papirjev (Ponudba za odkup po ZPre, 2004). Agencija za trg vrednostnih papirjev je do konca leta 2003 izdala 63 dovoljenj (Priloga 1). Od tega so dve zahtevi zavrnila, tri prevzeme pa so z izdajo odločbe o uspešnosti označili kot neuspešne.

V analizo so vključena ciljna podjetja, ki so kotirala na borzi dovolj dolgo obdobje pred datumom izdaje dovoljenja (to je najmanj devetdeset dni prej) in za katere je bilo s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev izdano dovoljenje za prevzem v obdobju med januarjem 1999 in decembrom 2003. Za dve ciljni podjetji sta bili dani konkurenčni ponudbi, osem podjetij ni kotiralo dovolj dolgo, dvanajst pa jih na borzi ni kotiralo. V analizo je tako vključenih 36 ciljnih podjetij. Vzorčni okvir torej predstavlja 62 odstotkov celotne populacije.

Datum izdaje dovoljenja je tisti datum, ki predstavlja osnovo za pridobivanje ostalih podatkov za izračun prevzemne premije. Na spletni strani Ljubljanske borze (Arhiv tečajnic, 2004) sem za podjetja, ki so bila uvrščena v borzno kotacijo - redne delnice ali so kotirala na prostem trgu-redne delnice, poiskala enotne tečaje delnic teh ciljnih podjetij v razdobju 30, 90, 180 in 365 dni pred datumom izdaje dovoljenja, če pa je datum padel ravno na netrgovalni dan, sem uporabila zadnji enotni tečaj pred tem datumom. Prevzemne cene so posredovali iz Agencije za trg vrednostnih papirjev. V primeru, da je bilo plačilo izvedeno z nadomestnimi vrednostnimi papirji in ne z denarjem, je prevzemna cena izračunana na podlagi enotnih tečajev dan po izdaji dovoljenja (na primer: za eno delnico ciljnega podjetja X 0,565 delnic prevzemnega podjetja Y, to je $0,565 \cdot \text{enotni tečaj delnice prevzemnega podjetja Y}$ na dan po datumu izdaje dovoljenja).

Prevzemne premije v odstotkih za Slovenijo v obdobju med januarjem 1999 in decembrom 2003 so izračunane na podlagi enostavnega indeksa:

$$\text{PREVZEMNA PREMIJA} = \left(\frac{\text{PREVZEMNA CENA}}{\text{ENOTNI TEČAJ}} - 1 \right) * 100$$

PREVZEMNA CENA... zadnja cena, ki jo je določil prevzemnik in ponudil vsem preostalim delničarjem.

ENOTNI TEČAJ... enotni tečaj za delnico ciljnega podjetja na določen (30-ti, 90-ti, 180-ti in 365-ti) dan pred datumom izdaje dovoljenja.

3.3 IZRAČUN PREVZEMNE PREMIJE

Prevzemna premija je, kot smo že spoznali, razlika med tržno ceno delnic določen čas pred prevzemom in prevzemno ceno, po kateri prevzemnik v postopku prevzema odkupi delnice. Iz izračunov je razvidno, da je ta prevzemna premija lahko zelo visoka. Delničarji ciljnih podjetij v tem primeru lahko realizirajo visoke donose na delnico. Primeri, ko delničarji ciljnih podjetij realizirajo negativne donose, pa so manj pogosti.

V Tabeli 3 na naslednji strani so prikazane prevzemne premije za vseh 36, v vzorec vključenih, ciljnih podjetij.

Tabela 3: Prevezemne premije obravnavanih ciljnih podjetij

Ciljno podjetje	Datum izdaje dovoljenja	30 dnevna premija	90 dnevna premija	180 dnevna premija	365 dnevna premija
Loka d.d., Škofja Loka	11.02.1999	3,57%	25,87%	92,11%	147,98%
Grosist d.d., Nova Gorica	16.08.1999	8,05%	18,79%	1,47%	5,16%
Totra plastika d.d., Ljubljana	23.11.1999	27,82%	26,68%	-10,47%	-43,33%
TP Rožca d.d., Jesenice	25.04.2000	0,00%	107,14%	*	*
STC Celje d.d., Celje	19.04.2000	15,45%	76,18%	*	*
Lisca d.d., Sevnica	20.07.2000	0,00%	0,00%	0,00%	5,90%
Color d.d., Medvode	20.09.2000	-2,79%	0,48%	-11,23%	-7,75%
Radenska d.d., Radenci	14.09.2000	12,66%	20,48%	25,97%	8,64%
Dravinjski dom d.d., Slovenske Konjice	09.11.2000	118,18%	-4,00%	*	*
Fructal d.d., Ajdovščina	29.11.2000	28,69%	16,10%	65,64%	40,51%
SKB Banka d.d., Ljubljana	20.02.2001	16,68%	43,11%	107,97%	70,75%
Unitas d.d., Ljubljana	26.02.2001	38,81%	38,88%	42,85%	30,89%
Kmečka DZU d.d., Ljubljana ¹	05.04.2001	-7,08%	4,71%	*	*
Kruh pecivo d.d., Maribor	08.06.2001	9,76%	31,39%	215,55%	107,21%
Rudis d.d., Trbovlje	22.08.2001	40,94%	50,37%	125,62%	288,79%
Certius holding d.d., Ljubljana	06.11.2001	57,14%	57,14%	37,50%	*
Banka Koper d.d., Koper	27.11.2001	16,20%	18,61%	52,38%	223,85%
Hoteli Palace d.d., Portorož	19.12.2001	-23,60%	45,47%	86,52%	50,29%
Valkarton d.d., Logatec	06.02.2002	31,42%	151,01%	109,18%	109,18%
Cementarna Trbovlje d.d., Trbovlje	26.02.2002	250,84%	242,86%	271,43%	234,66%
TUS KO-SI d.d., Slovenj Gradec	21.03.2002	25,43%	30,00%	82,00%	7,06%
Marina Portorož d.d., Portorož	26.04.2002	-3,70%	-7,14%	-5,11%	54,76%
Gozdno gospodarstvo Postojna d.d., Postojna	30.05.2002	14,29%	9,09%	9,09 %	60,54%
IMP Črpalke d.d., Ljubljana	28.06.2002	141,47%	462,73%	427,03%	483,99%
KD holding d.d., Ljubljana	18.07.2002	-3,16%	16,79%	35,37%	84,09%
Pivovarna Union d.d., Ljubljana	22.07.2002	24,57%	22,15%	11,29%	91,83%
Capita d.d., Ljubljana	05.09.2002	33,33%	44,45%	42,86%	81,82%
Lek d.d., Ljubljana	27.09.2002	22,02%	67,21%	96,62%	143,71%
Grand hotel Union d.d., Ljubljana	15.10.2002	6,38%	13,27%	0,00%	42,86%
Krona holding d.d., Ljubljana	04.11.2002	21,62%	8,43%	*	*
Dana d.d., Mirna	06.11.2002	20,06%	13,63%	16,66%	16,72%
Modra linija holding d.d., Koper	10.04.2003	2,15%	13,37%	*	*
Intertrade ITS d.d., Ljubljana	28.04.2003	35,00%	34,87%	34,87%	36,07%
Pinus TKI d.d., Rače	14.05.2003	3,45%	20,00%	53,02%	170,27%
Živila Kranj d.d., Naklo	16.10.2003	23,67%	28,57%	26,32%	8,61%
Naravni park terme 3000 Moravske Toplice d.d., Moravske Toplice	24.12.2003	22,30%	22,94 %	32,55%	12,30%

Vir: Lastni izračun.

* Izračun premije ni možen, ker za obdobje 180 dni oziroma 365 dni pred datumom izdaje dovoljenja ni podatka o enotnem tečaju. Delnica ni dovolj dolgo kotirala na trgu.

¹ Kmečka družba za upravljanje investicijskih skladov d.d., Ljubljana

V Tabeli 4 so prikazane povprečne, maksimalne, minimalne prevzemne premije za obravnavano obdobje za Slovenijo v odstotkih ter mediana¹ in standardni odklon teh prevzemnih premij v istem obdobju.

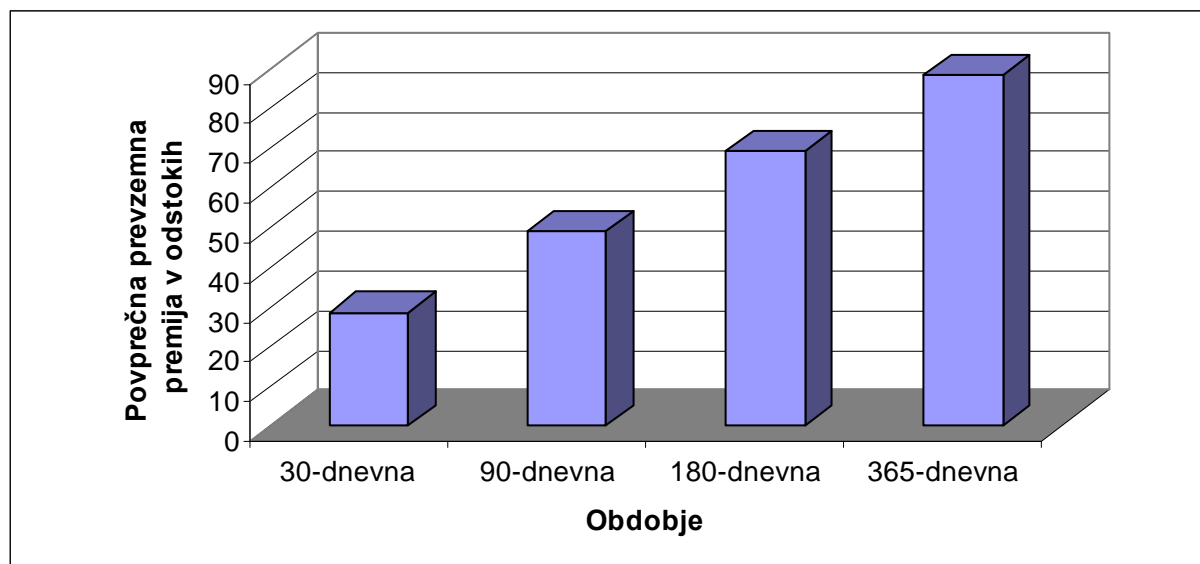
Tabela 4: Prevzemne premije v Sloveniji

	30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	365-dnevna
N	36	36	30	29
Aritmetična sredina	28,66%	49,21%	69,17%	88,53%
Maksimalna	250,84%	462,73%	427,03%	483,99%
Minimalna	-23,60%	-7,14%	-11,23%	-43,33%
Mediana	18,37%	24,40%	40,17%	54,76%
Standardni odklon	49,10	85,00	93,02	109,42

Vir: lastni izračun.

Slika 7 prikazuje povprečne prevzemne premije v Sloveniji 30, 90, 180 in 365 dni pred datumom izdaje dovoljenja. 30-dnevna premija je od 90-dnevne v povprečju nižja za 20,55 odstotnih točk. 180-dnevna premija je od 90-dnevne v povprečju višja za 19,96 odstotnih točk. 365-dnevna pa je od 180-dnevne v povprečju višja za 19,36 odstotnih točk.

Slika 7: Povprečne prevzemne premije v Sloveniji



Vir: Lastni izračun.

Povprečna 30-dnevna prevzemna premija od datuma izdaje dovoljenja je 28,66 odstotna. Maksimalna premija v tem obdobju je 250,84 odstotna. Ta donos ste lahko realizirali, če ste dne, 25. 1. 2002 na trgu kupili delnice podjetja CEMENTARNA TRBOVLJE, d.d., Trbovlje

¹ Mediana je vrednost spremenljivke, ki razdeli vse enote populacije na dva enaka dela po številu enot. Polovica enot ima manjšo oziroma mediani enako vrednost spremenljivke, polovica enot pa večjo vrednost od mediane (Pfajfar, Arh, 1998, str. 92)

in jih ob prevzemu prodali po prevzemni ceni, ki jo je ponudil prevzemnik, v tem primeru je to bilo podjetje LAFARGE PERLMOOOSER, d.o.o., Ljubljana (Priloga 1, Tabela 3). Minimalna premija v tem obdobju je negativna, in sicer v višini 23,60 odstotkov. To negativno premijo bi kot vlagatelj realizirali, če bi dne, 19. 11. 2001 na trgu kupili delnico družbe HOTELI PALACE, d.d., Portorož in jo po prevzemni ceni prodali družbi HOTELI MORJE, d.d., Portorož. Mediana za 30-dnevno obdobje je premija v višini 18,37 odstotkov. Povprečna 90-dnevna premija je 49,21 odstotkov. Maksimalne premije, in sicer v višini 462,73 odstotka v tem obdobju bi bili deležni, če bi 29. 3. 2002 kupili delnico podjetja IMP ČRPALKE, d.d., Ljubljana in jo ob prevzemu prodali prevzemniku, to je družbi ARKADA ENA PID, d.d., Ljubljana (Priloga 1, Tabela 3). Minimalno premijo, ki jo predstavlja negativna premija v višini 7,14 odstotkov, bi realizirali z nakupom delnice podjetja MARINA PORTOROŽ, d.d., Portorož, s predpostavko, da bi delnico prodali po prevzemni ceni prevzemniku, to je družbi TERME ČATEŽ, d.d., Čatež ob Savi. Srednja vrednost prevzemne premije v tem obdobju znaša 24,40 odstotkov.

Povprečna 180-dnevna prevzemna premija znaša 69,17 odstotkov. Če bi 180 dni pred izdano ponudbo za prevzem kupili delnico podjetja IMP ČRPALKE, d.d., Ljubljana in jo držali do prevzema, bi dosegli maksimalen donos tega obdobja, in sicer v višini 427,03 odstotka (Priloga 1, Tabela 3). Minimalna premija v obravnavanem obdobju znaša -11,23 odstotkov, realizirali pa bi jo lahko z nakupom delnic družbe COLOR d.d., Medvode na dan 24. 3. 2000, seveda če bi delnico prodali šele prevzemniku po prevzemni ceni. Mediana tega obdobja je prevzemna premija v višini 40,17 odstotkov.

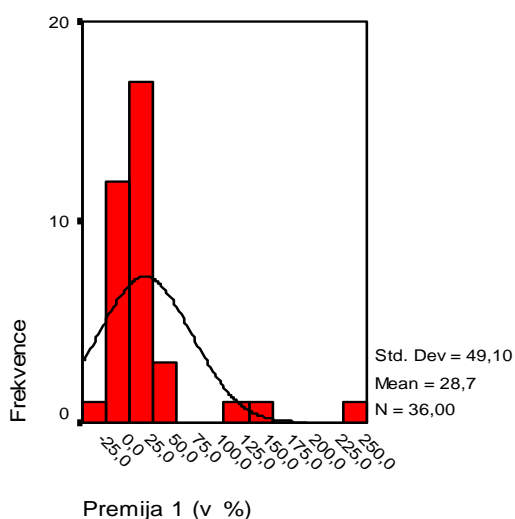
Povprečna letna premija oziroma povprečna 365-dnevna premija od datuma izdaje dovoljenja je 88,53 odstotna. Medtem ko je maksimalna premija kar 483,99 odstotna. To maksimalno premijo ste v Sloveniji lahko realizirali (Priloga 1, Tabela 3), če ste dne, 28. 06. 2001 kupili delnico podjetja IMP ČRPALKE, d.d., Ljubljana in jo prodali ob prevzemu prevzemniku, to je ARKADA ENA PID, d.d., Ljubljana. Največjo negativno premijo pa bi realizirali, če bi dne, 23. 11. 1998 kupili delnico podjetja TOTRA PLASTIKA, d.d., Ljubljana, potem pa bi jo ob prevzemu prodali prevzemniku, to pa je podjetje COMA COMMERCE, d.o.o., Ljubljana. Ta negativna premija je 43,33 odstotna. Srednjo vrednost oziroma mediano je dosegla premija v višini 54,76 odstotkov.

Zanimiva je primerjava premij, če iz izračuna izključimo nekatere ekstremne vrednosti. Iz vzorca izločimo ciljna podjetja, katerih prevzemna premija od aritmetične sredine odstopa za več kot dva standardna odklona. To so pri 30-dnevni prevzemni premiji ciljna podjetja, za katera je prevzemna premija višja od 126,86 odstotkov ali nižja od -69,54 odstotkov, pri 90-dnevni prevzemni premiji podjetja, katerih prevzemna premija je višja od 219,21 odstotkov ali nižja od -120,79 odstotkov, pri 180-dnevni premiji podjetja, katerih premija je višja od 255,21 odstotkov ali nižja od -116,87 odstotkov in pri 365-dnevni premiji ciljna podjetja, katerih je premija višja od 307,37 odstotkov ali nižja od -130,21 odstotkov. Za izračun povprečne 30-, 90- in 180-dnevne prevzemne premije izločimo ciljni podjetji:

CEMENTARNA TRBOVLJE d.d., Trbovlje in IMP ČRPALKE d.d., Ljubljana. Za izračun povprečne 365-dnevne premije pa samo podjetje IMP ČRPALKE d.d.

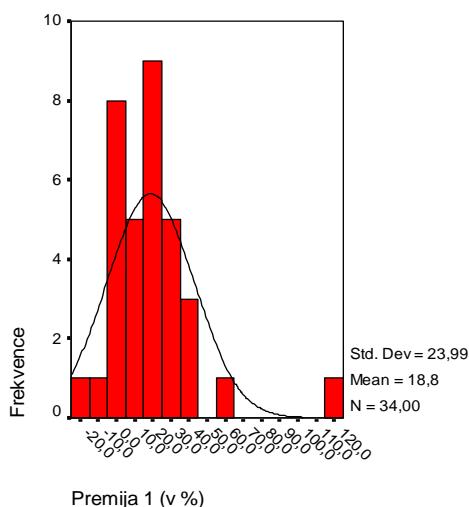
Na primeru 30-dnevne premije, ki jo lahko imenujemo kar premija 1, je iz spodnjih dveh slik (Slika 8a in 8b) razvidna porazdelitev vrednosti pred in po izločitvi osamelcev, ki od aritmetične sredine odstopajo za več kot dva standardna odklona.

Slika 8a: Histogram z vrisano teoretično krivuljo normalne porazdelitve za 36 ciljnih podjetij



Vir: Lastni izračun.

Slika 8b: Histogram z vrisano teoretično krivuljo normalne porazdelitve za 34 ciljnih podjetij



Vir: Lastni izračun.

V spodnji tabeli so prikazane povprečne, maksimalne in minimalne prevzemne premije v Sloveniji v obravnavanem obdobju, njihove mediane in standardni odkloni, s tem da sta iz izračuna 30-, 90- in 180-dnevne premije izključeni dve, iz izračuna 365-dnevne premije pa eno ciljno podjetje.

Tabela 5: Prevzemne premije v Sloveniji z izločitvijo ekstremnih vrednosti, ki od aritmetične sredine odstopajo za več kot dva standardna odklona

	30-dnevna	90-dnevna	180-dnevna	365-dnevna
N	34	34	28	28
Aritmetična sredina	18,80%	31,35%	49,16%	74,41%
Maksimalna	118,18%	151,01%	215,55%	288,79%
Minimalna	-23,60%	-7,14%	-11,23%	-43,33%
Mediana	16,44%	22,54%	36,43%	52,53%
Standardni odklon	23,99	31,89	51,19	80,11

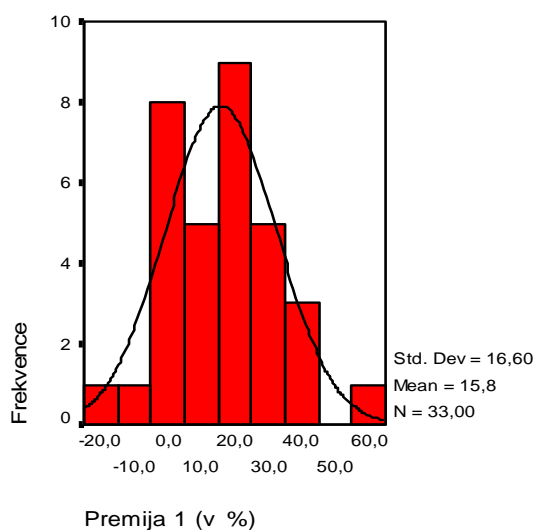
Vir: Lastni izračun.

Lahko opazimo, da povprečne prevzemne premije padejo, če iz vzorca izvzamemo omenjena ciljna podjetja. Povprečna 30-dnevna prevzemna premija je tako le 18,80 odstotna in je od 30-dnevne premije iz Tabele 4 nižja za 9,86 odstotnih točk. Nižji sta tudi maksimalna premija in mediana. Minimalne premije pa imajo enako vrednost kot tiste, ki so predstavljene v Tabeli 4.

Maksimalno 30 dnevno premijo 118,18% ste kot investitor realizirali, če ste dne, 10. 10. 2000 na trgu kupili delnico podjetja DRAVINJSKI DOM d.d., Slovenske Konjice in jo ob prevzemu prodali podjetju ERA d.d., Velenje. Maksimalno 90 dnevno premijo v višini 151,01% ste kot investitor realizirali, če ste dne, 8. 11. 2001 kupili delnico podjetja VALKARTON d.d., Logatec in jo ob prevzemu prodali podjetju BELIŠČE d.d., Belišče. Maksimalno 215,55% 180-dnevno premijo so dosegle delnice podjetja KRUH PECIVO d.d., Maribor, to premijo ste realizirali, če ste dne, 8. 12. 2000 kupili delnico tega podjetja in jo držali do prevzema, ko ste jo prodali prevzemniku. Maksimalno 365-dnevno premijo v višini 288,79% pa bi realizirali z nakupom delnice podjetja RUDIS d.d. na dan 22. 8. 2000, potem pa bi jo prodali podjetju PRIMORJE d.d., Ajdovščina, ob prevzemu (Priloga 1, Tabela 3). Z izključitvijo ekstremnih vrednosti iz izračuna so se zmanjšali tudi standardni odkloni. V vzorcu je majhno število ciljnih podjetij, posledično imajo ekstremno visoke vrednosti velik vpliv.

Iz vzorca za izračun 30-dnevne premije izločimo še ciljna podjetja, kjer prevzemna premija odstopa za 1,5 standardnega odklona. To pomeni, da mora biti premija višja od 102,31% ali nižja od -44,99%. V tem primeru poleg že prej izločenih podjetij (Cementarna Trbovlje d.d. in IMP Črpalke d.d.) izločimo še podjetje DRAVINSJKI DOM d.d., Slovenske Konjice (118,18%). Histogram v tem primeru prikazuje Slika 8c. Iz slike lahko razberemo, da je standardni odklon pri 30-dnevni premiji (premiji 1) v tem primeru 16,60. Aritmetična sredina pa 15,80%, kar je za 3 odstotne točke manj kot v primeru, ko izločimo le dve podjetji (Tabela 5).

Slika 8c: Histogram z vrisano teoretično krivuljo normalne porazdelitve za 33 ciljnih podjetij



Vir: Lastni izračun.

3.3.1. Analiza prevzemne premije glede na leto izdaje dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre

V tem delu skušamo ugotoviti, ali so se premije v posameznih letih razlikovale, posamezna družba je v leto razvrščena glede na datum izdaje dovoljenja. Če je bilo na primer dovoljenje za ponudbo za odkup po ZPre za določeno družbo izdano decembra 1999, to družbo obravnavamo v tem letu, ne glede na to, da se je prevzem dejansko zgodil potem januarja 2000. Želimo torej izvedeti, v katerem letu bi kot delničar oziroma investitor v obravnavanem obdobju imeli najboljše možnosti za realizacijo večjega donosa na delnico in v kakšnem obdobju bi ta donos lahko realizirali (30, 90, 180 ali 365 dni pred izdanim dovoljenjem), zopet s predpostavko, da delnice potem prodamo po prevzemni ceni.

V spodnjih dveh tabelah so prikazane povprečne 30-, 90-, 180- in 365-dnevne premije, srednje vrednosti prevzemnih premij in standardni odkloni v tem obdobju glede na leto izdaje dovoljenja.

Tabela 6a: Prevzemne premije glede na leto izdaje dovoljenja

Leto izdaje dovoljenja	N	30-dnevna			N	90-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
1999	3	13,15%	8,05%	12,90	3	23,78%	25,87%	4,34
2000	7	24,60%	12,66%	42,74	7	30,91%	16,10%	43,38
2001	8	18,61%	16,44%	26,51	8	36,21%	41,00%	17,34
2002	13	44,97%	22,02%	71,66	13	82,65%	22,15%	134,11
2003	5	17,31%	22,30%	14,14	5	23,95%	22,94%	8,20
Skupaj	36				36			

Vir: lastni izračun.

Tabela 6b: Prevzemne premije glede na leto izdaje dovoljenja

Leto izdaje dovoljenja	N	180-dnevna			N	365-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
1999	3	27,70%	1,47%	56,09	3	36,60%	5,16%	99,46
2000	4	20,10%	12,98%	34,12	4	11,82%	7,27%	20,42
2001	7	95,48%	86,52%	62,65	6	128,63%	88,98%	104,13
2002	12	91,37%	39,11%	130,54	12	117,60%	82,95%	130,37
2003	4	36,69%	33,71%	11,47	4	56,81%	24,19%	76,61
Skupaj	30				29			

Vir: Lastni izračun.

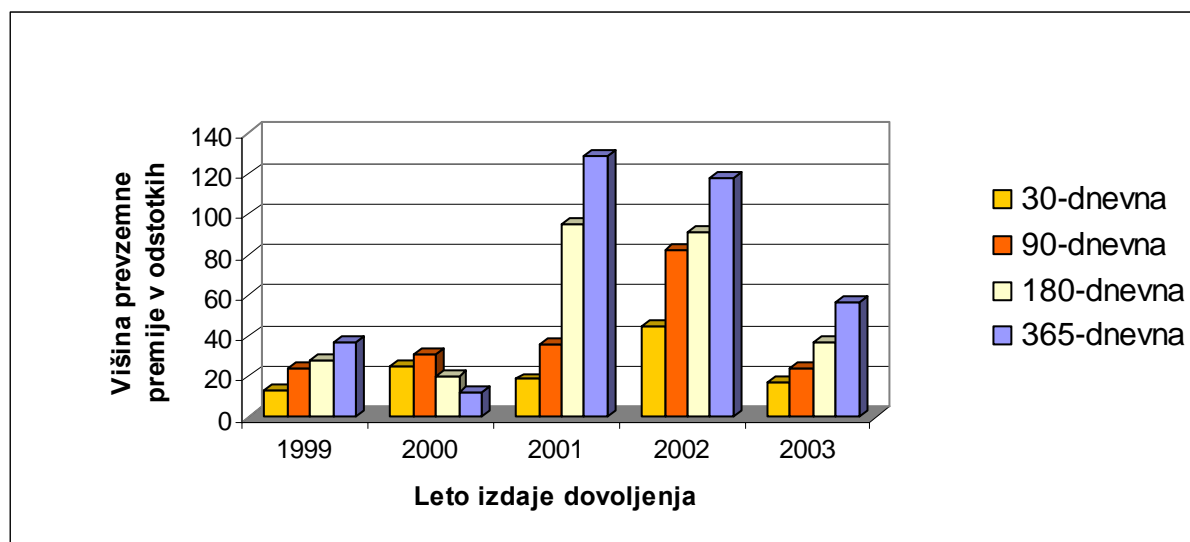
Iz zgornjih dveh tabel (Tabeli 6a in 6b) je razvidno, da je bila najnižja povprečna 30-dnevna premija v letu 1999, enako velja za povprečno 90-dnevno premijo. Najnižja povprečna 180-

dnevna in povprečna 365-dnevna premija pa je bila za izdana dovoljenja v letu 2000. Najvišja povprečna 30-dnevna in 90-dnevna premija je bila za investitorje v delnice ciljnih družb, za katere je bilo dovoljenje za ponudbo za odkup po ZPre izdano v letu 2002. Medtem ko je bila najvišja povprečna 180-dnevna in 365-dnevna premija realizirana pri družbah, za katere je bilo dovoljenje izdano v letu 2001.

Na Sliki 9 so prikazane povprečne prevzemne premije glede na leto izdaje dovoljenja. Lahko razberemo, da je bilo v preteklem obdobju v splošnem najugodnejše investirati v delnice ciljnih družb, za katere je bilo dovoljenje za ponudbo za odkup po ZPre izdano v letu 2002. Pomembno je, da je bilo tudi gibanje tečajev delnic v letu 2002 ugodno, kar je razvidno iz borznega indeksa prikazanega na Sliki 6 na strani 18.

Zanimivo je, da so letne oziroma 365-dnevne povprečne premije v letu 2000 (leto izdaje dovoljenja) nižje od tistih v krajših obdobjih, enako velja tudi za povprečne 180-dnevne premije v tem letu. V ostalih letih povprečne premije glede na oddaljenost obdobja naraščajo.

Slika 9: Povprečne prevzemne premije glede na leto izdaje dovoljenja



Vir: Lastni izračun.

3.3.2 Analiza prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja

Zanima nas, kako se prevzemne premije razlikujejo odvisno od tega, v kateri dejavnosti deluje posamezno ciljno podjetje.

Na podlagi standardne klasifikacije dejavnosti (Standardna klasifikacija dejavnosti 2002, 2004) sem 36 obravnavanih ciljnih podjetij razdelila po dejavnostih. Med predelovalno dejavnost (D) spada 15 podjetij. Predelovalne dejavnosti se delijo na več podskupin (na primer: DA proizvodnja hrane, pijač, krmil in tobačnih izdelkov), vendar sem zaradi majhnosti vzorca podjetja razdelila le v osnovne dejavnosti. Med dejavnost trgovina, popravila motornih vozil in izdelkov široke porabe (G) spada pet podjetij. Dejavnost treh ciljnih podjetij spada pod gostinstvo (H), dejavnost drugih treh ciljnih podjetij pod finančno posredništvo (J), sedmim podjetjem pa pripada dejavnost poslovanje z nepremičninami,

najem in poslovne storitve (K). V rubriko ostalo sem uvrstila tri podjetja, ki pa spadajo med različne dejavnosti, in sicer: kmetijstvo, lov, gozdarstvo (A); promet, skladišče in zveze (I); druge javne, skupne in osebne storitvene dejavnosti (O).

V spodnjih dveh tabelah (Tabeli 7a in 7b) so prikazane povprečne 30-, 90-, 180- in 365-dnevne prevzemne premije, mediane prevzemnih premij in standardni odkloni glede na dejavnost ciljnega podjetja.

Tabela 7a: Prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja

Dejavnost po SKD	N	30-dnevna			N	90-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
D	15	42,28%	24,57%	66,88	15	76,24%	26,68%	125,10
G	5	30,70%	8,05%	49,73	5	35,27%	25,87%	42,17
H	3	1,69%	6,38%	23,31	3	27,22%	22,94%	16,52
J	3	8,60%	16,20%	13,58	3	22,14%	18,61%	19,44
K	7	26,72%	33,33%	21,46	7	32,20%	34,87%	19,44
Ostalo (A,I,O)	3	8,68%	14,29%	10,74	3	26,04%	9,09%	44,17
Skupaj	36				36			

Vir: Lastni izračun.

Tabela 7b: Prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja

Dejavnost po SKD	N	180-dnevna			N	365-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
D	15	93,04%	53,02%	122,74	15	93,30%	40,51%	132,34
G	3	39,96%	26,32%	46,83	3	53,92%	8,61%	81,48
H	3	39,69%	32,55%	43,70	3	35,15%	42,86%	20,13
J	2	80,17%	80,17%	39,30	2	147,30%	147,30%	108,26
K	5	55,24%	37,50%	39,47	4	122,69%	82,95%	122,92
Ostalo (A,I,O)	2	1,99%	1,99%	10,04	2	57,65%	57,65%	4,08
Skupaj	30				29			

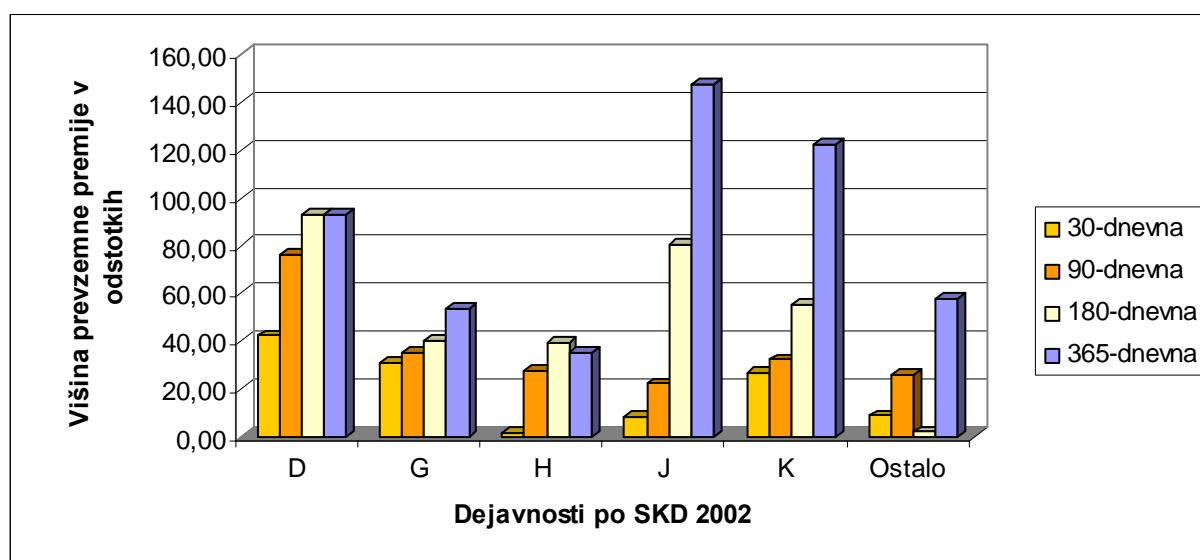
Vir: Lastni izračun.

Razvidno je, da so najvišje 30-, 90- in 180-dnevne povprečne premije lahko realizirali investitorji, ki so vlagali v delnice podjetij, katerih dejavnost je bila ena izmed predelovalnih dejavnosti (D). Najvišje letne oziroma 365-dnevne premije pa so realizirali investitorji, ki so vlagali v ciljna podjetja, ki so delovala v dejavnosti finančnega posredništva (J), in sicer v višini 147,30%. Najnižjo 30-dnevno ter 365-dnevno povprečno premijo ste lahko realizirali z

nakupom delnic ciljnih podjetij iz gostinske dejavnosti (H). Povprečna 30-dnevna premija je bila v tem primeru 1,69%, povprečna 365-dnevna pa 35,15%. Najnižjo 90-dnevno povprečno premijo beležijo ciljna podjetja iz dejavnosti finančnega posredništva (J), v višini 22,14%, najnižjo 180-dnevno povprečno premijo pa ciljna podjetja ostalih dejavnosti (A,I,O), in sicer v višini 1,99%.

Na Sliki 10 so prikazane povprečne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja. Iz slike je razvidno, da so največje razlike med 30-dnevno in 365-dnevno premijo v dejavnosti finančnega posredništva (J), da je najbolj enakomeren porast prevzemnih premij glede na oddaljenost obdobja v dejavnosti trgovine, popravila motornih vozil in izdelkov široke porabe (G) ter da je bila absolutno najnižja 30-dnevna premija v dejavnosti gostinstva (H).

Slika 10: Povprečne prevzemne premije glede na dejavnost ciljnega podjetja



Vir: Lastni izračun.

3.3.3 Analiza prevzemne premije glede na način plačila delnic ciljnega podjetja

Sovražni prevzemi so običajno financirani z denarjem, prijateljski pa z vrednostnimi papirji prevzemnika. Kot pravi Pinches (1990, str. 594), je zahtevana višja prevzemna premija, kadar se nakup ciljnega podjetja izvede z denarjem, saj se v tem primeru delničarji ciljnega podjetja odrekujejo lastništvu.

Na podlagi teh trditev postavljam hipotezo, da bodo tudi v Sloveniji za proučevano obdobje prevzemne premije višje v primerih, ko je bil prevzem izveden z denarjem kot v primerih, ko je bil le-ta izveden z nadomestnimi vrednostnimi papirji.

V Tabeli 8a in Tabeli 8b so prikazane 30-, 90-, 180- in 365-dnevne povprečne prevzemne premije, mediane teh prevzemnih premij ter standardni odkloni, primerjalno glede na način plačila.

Tabela 8a: Prevzemne premije glede na način plačila delnic ciljnega podjetja

Način plačila	N	30-dnevna			N	90-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
Nadomestni v.p.	4	-0,09%	-2,97%	8,72	4	10,62%	10,75%	9,54
Denar	32	32,25%	21,82%	50,94	32	54,04%	27,62%	89,07
Skupaj	36				36			

Vir: Lastni izračun.

Tabela 8b: Prevzemne premije glede na način plačila delnic ciljnega podjetja

Način plačila	N	180-dnevna			N	365-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
Nadomestni v.p.	3	16,70%	25,97%	24,64	3	28,33%	8,64%	48,98
Denar	27	75,00%	42,86%	96,19	26	95,48%	57,56%	112,84
Skupaj	30				29			

Vir: Lastni izračun.

Opazimo lahko, da so tako 30-dnevne kot tudi ostale (90-, 180- in 365-dnevne) povprečne prevzemne premije višje v primerih, ko je bil prevzem izveden z denarjem. Povprečna 30-dnevna premija v primerih, ko so delničarji ciljnega podjetja dobili nadomestne vrednostne papirje, je celo negativna. Tako je povprečna 30-dnevna premija v primeru, ko je bil prevzem izveden z denarjem, kar za 32,43 odstotnih točk višja kot v primeru, če je bil le-ta izveden z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Če premijo opazujemo 90 dni pred izdanim dovoljenjem, ugotavljamo, da je ta za 43,42 odstotnih točk višja¹, kadar je prevzem izveden z denarjem. 180-dnevna premija je v tem primeru za 58,30 odstotnih točk višja, 365-dnevna oziroma letna povprečna premija pa je višja za 67,15 odstotnih točk v primeru odkupa izvedenega z denarjem.

Lahko torej potrdimo hipotezo in postavimo trditev, da so v Sloveniji v proučevanem obdobju bile prevzemne premije višje v primerih, ko je bil prevzem izveden z denarjem kot v primerih, ko je bil le-ta izveden z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Ciljna podjetja, katerih prevzem je bil izveden z nadomestnimi papirji in so bila vključena v izračun, so: COLOR d.d., RADENSKA d.d., KMEČKA DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH SKLADOV d.d. in KD HOLDING d.d. (Pril. 1).

3.3.4 Analiza prevzemne premije glede na število konkurenčnih prevzemnikov

Iz teorije izhaja (str.13, druga alineja), da so premije na splošno višje, če za izvedbo prevzema tekmuje več podjetij. Pričakujemo lahko, da bodo premije višje v primeru, ko je za prevzem ciljnega podjetja dana konkurenčna ponudba.

¹ 54,04 % - 10,62 % = 43,42 odstotnih točk.

Iz Tabel 9a in 9b je razvidno, da so v primeru Slovenije 30-dnevne, 90-dnevne in 180-dnevne premije nižje, ko je bila dana konkurenčna ponudba. 365-dnevne oziroma letne premije pa so višje v primeru, ko je bila dana konkurenčna ponudba.

Tabela 9a: Prevezemne premije glede na število konkurenčnih prevzemnikov

Glede na število konkurenčnih prevzemnikov	N	30-dnevna			N	90-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
Konkurenčne	2	14,07%	14,07%	14,85	2	24,01%	24,01%	2,63
Nekonkurenčne	34	29,51%	18,37%	50,37	34	50,69%	24,81%	87,31
Skupaj	36				36			

Vir: Lastni izračun.

Tabela 9b: Prevezemne premije glede na število konkurenčnih prevzemnikov

Glede na število konkurenčnih prevzemnikov	N	180-dnevna			N	365-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
Konkurenčne	2	51,70%	51,70%	57,14	2	119,91%	119,91%	39,71
Nekonkurenčne	28	70,42%	40,17%	95,65	27	86,20%	50,29%	112,93
Skupaj	30				29			

Vir: Lastni izračun.

Za letno obdobje torej lahko potrdimo trditev, da bodo premije v primeru večih prevzemnikov višje, medtem ko za krajša obdobja, pred datumom izdaje dovoljenja, to ne velja.

Razlog lahko poiščemo v majhnem številu prevzemov, kjer se je za prevzem ciljnega podjetja potegovalo več kot eno podjetje. V obravnavanem vzorcu sta taki podjetji le dve (LOKA d.d. in PIVOVARNA UNION d.d.), posledično sta zato enaki tudi aritmetična sredina in mediana kot je razvidno iz zgornje tabele. Za ciljno podjetje LOKA d.d. je najprej dalo ponudbo za odkup podjetje ŽIVILA KRANJ d.d., vendar je bila ta ponudba neuspešna (Priloga 1). Konkurenčno ponudbo je dalo podjetje PS MERCATOR d.d., ki je s prevzemom dobilo 91% delež v ciljnem podjetju (Mercator: Third Takeover, 2004). Ponudbi za nakup delnic ciljnega podjetja PIVOVARNA UNION d.d. sta dali družbi INTERBREW CENTRAL EUROPEAN HOLDING B.W. in PIVOVARNA LAŠKO d.d. (Pril. 1). Iz lastniške strukture podjetja Pivovarna Union d.d. je razvidno, da je Pivovarna Laško d.d. največji lastnik obravnavanega podjetja z 48% deležem na dan 31. 03. 2003, Interbrew pa je imel na isti dan 41% delež (Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev Ljubljanske borze, 2003). Noben izmed prevzemnikov v tem primeru v ciljni družbi nima kontrolnega deleža, to je 51%.

3.3.5 Analiza prevzemne premije glede na izvor prevzemnika

Lahko predpostavimo, da se podjetja s prevzemi domačih podjetij branijo pred prevzemi podjetij iz tujine in da pred prevzemi iz tujine uporabljajo tudi druge obrambne strategije. Skladno s tem lahko predvidevamo, da bodo prevzemne premije višje v primerih, ko bodo

podjetja v Sloveniji prevzeta s strani tujih podjetij. In obratno, prevzemne premije bodo nižje, če bodo podjetja v Sloveniji prevzemali domači prevzemniki.

V spodnjih dveh Tabelah 10a in 10b so prikazane 30-, 90-, 180- in 365-dnevne povprečne premije, njihove srednje vrednosti ter standardni odkloni glede na to, ali gre za tujega ali domačega prevzemnika.

Tabela 10a: Prevzemne premije glede na izvor prevzemnika

Glede na izvor prevzemnika	N	30-dnevna			N	90-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
Tuji	6	60,29%	23,30%	93,52	6	90,83 %	55,16%	88,88
Domači	30	22,33%	14,87%	33,96	30	40,89%	21,71%	83,24
Skupaj	36				36			

Vir: Lastni izračun.

Tabela 10b: Prevzemne premije glede na izvor prevzemnika

Glede na izvor prevzemnika	N	180-dnevna			N	365-dnevna		
		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon		Aritmetična sredina	Mediana	Standardni odklon
Tuji	6	108,14%	102,29%	88,64	6	145,66%	126,44%	69,11
Domači	24	59,42%	35,12%	93,31	23	73,62%	40,51%	114,15
Skupaj	30				29			

Vir: Lastni izračun.

Lahko ugotovimo, da so v Sloveniji prevzemne premije višje, kadar prevzemniki prihajajo iz tujine. V obravnavanem vzorcu so ciljna podjetja, ki so imela tuje prevzemnike: SKB BANKA d.d., BANKA KOPER d.d., VALKARTON d.d., CEMENTARNA TRBOVLJE d.d., PIVOVARNA UNION d.d. in LEK d.d. V teh primerih prevzemniki prihajajo iz različnih evropskih držav, in sicer iz: Francije, Nizozemske, Italije, Hrvaške in Švice (Priloga 1).

3.3.6 Primerjava Slovenije in Združenih držav Amerike

V Tabeli 11 so prikazane premije na podlagi 32-ih v izračun vključenih prevzemov, med njimi sta bili prevzeti dve banki. Premije so izračunane na podlagi cen delnic 30 dni pred izdanim dovoljenjem za ponudbo za odkup po ZPre, v obdobju med začetkom leta 1999 in koncem leta 2003.

Tabela 11: 30–dnevna premija v odstotkih, primer Slovenije

Način plačila	Prezvemi bank		Ostali prevzemi		Skupaj	
	Aritmetična sredina	Mediana	Aritmetična sredina	Mediana	Aritmetična sredina	Mediana
Denar	16,44%	16,44%	33,30%	22,16%	32,25%	21,82%

Vir: Lastni izračun.

Kot je razvidno iz Tabele 11, je povprečna 30-dnevna premija, kjer so izvzeti prevzemi med bankami 33,30%, mediana je v tem primeru 22,16%. Razvidno je tudi, da so premije pri prevzemih bank nižje kot pri prevzemih ostalih podjetij.

Če te premije primerjamo z rezultati v Tabeli 2 na strani 14, lahko ugotovimo, da so premije v Sloveniji nižje kot so bile v Združenih državah Amerike med letom 1992 in 1998. Razlog za to bi lahko bil, da v Sloveniji informacije o možnosti prevzema pronicajo v javnost že dalj časa pred prevzemom in da obstaja določen krog ljudi, ki je dobro obveščen o prevzemnem dogajanju. Slovenija je namreč majhen trg, kjer je kakršnekoli informacije težko skriti pred ožjo in tudi širšo javnostjo.

Prav tako je zanimivo, da so premije v Sloveniji pri prevzemih bank nižje, medtem ko so v primeru Združenih držav Amerike nekoliko višje. Razlog za to lahko poiščemo v majhnem vzorcu, saj sta v izračun prevzemne premije za banke vključeni le dve banki, ki sta bili prevzeti v tem obdobju. To sta SKB BANKA d.d. in BANKA KOPER d.d.

3.4 VPLIV AKTIVE IN PASIVE NA PREVZEMNO PREMIJO V SLOVENIJI

Prevzemne premije naj bi bile manjše, ob vsem ostalem nespremenjenem, za ciljna podjetja, ki imajo višje razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom (točka 2.2.1). Delež dolga, ki ga ima ciljno podjetje, pa naj bi pozitivno vplival na višino prevzemne premije (točka 2.2.2.). Pričakujemo torej, da bodo prevzemne premije višje, kadar bo ciljno podjetje imelo večji delež dolga in kadar bo to podjetje imelo manjše razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom.

Odvisnost prevzemne premije od pojasnjevalnih spremenljivk aktive in pasive lahko preverimo z naslednjo linearno regresijsko funkcijo:

$$\text{PREMIJA1} = \alpha + \beta \text{DAKTIVA} + \gamma \text{DDOLG} + u_i$$

PREMIJA1... 30-dnevna premija,

DAKTIVA... delež aktive ciljnega podjetja, ki predstavlja razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom,

DDOLG... delež dolga ciljnega podjetja.

V vzorec za proučevanje linearne regresijske funkcije je vključenih 27 ciljnih podjetij. Iz vzorca 36 podjetij sem izločila še banke in ciljna podjetja, ki jih v bazi IBON ni. Iz bilanc 27-ih ciljnih podjetij, objavljenih v računalniški zbirki bonitetnih poročil in finančnih podatkov - IBON, sem zbrala podatke o deležu aktive in deležu dolga. Za posamezno podjetje je uporabljena bilanca stanja, ki je bila zadnja objavljena pred datumom izdaje dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (če je bilo na primer dovoljenje za neko ciljno podjetje izdano v marcu 2003, se za to podjetje uporabijo podatki bilance za leto 2002). Delež aktive je izračunan kot razmerje med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom. Med finančna sredstva so iz bilance stanja vključene naslednje postavke: dolgoročne finančne naložbe, kratkoročne finančne naložbe in gotovina. Iz kazalnikov financiranja, ki kažejo finančno neodvisnost oziroma lastniškost financiranja posameznega podjetja, pa je izračunan delež dolga, in sicer: delež dolga = 1 – finančna neodvisnost. Tako zbrane podatke sem s pomočjo statističnega programa SPSS uporabila za izvedbo regresije.

Izkaže se, da podatki za odvisno spremenljivko in neodvisno spremenljivko DAKTIVA niso normalno porazdeljeni in je zato potrebna transformacija le-teh. S pomočjo prištevanja pozitivnih vrednosti, korenjenja in logaritmiranja dobimo ustrezno preoblikovane podatke za regresijsko funkcijo, ki jo lahko ocenimo:

$$\text{PREMIJA1_PK} = \alpha + \beta \text{DAKTI_L} + \gamma \text{DDOLG} + u_i$$

PREMIJA1_PK ... 30-dnevna prevzemna premija transformirana v pozitivno vrednost in korenjena,

DAKTI_L ... logaritmirana vrednost od DAKTIVA,

DDOLG... delež dolga ciljenga podjetja.

Tabela 12: Odvisnost prevzemne premije, linearna regresija

Odvisna spremenljivka	Premija1_pk
N	27
R^2_{adj}	0,152
Konstanta (α)	6,190 (0,000)
Koeficient (β)	0,420 (0,122)
Koeficient (γ)	5,405 (0,039)
F	3,331 (0,053)

Vir: Lastni izračun.

Analiza podatkov pokaže, da model kot celota statistično ni značilen in z njim ne moremo zadovoljivo pojasniti odvisnosti 30-dnevne prevzemne premije od obeh pojasnjevalnih spremenljivk, če upoštevamo stopnjo tveganja 0,05.

V primeru, da stopnjo tveganja postavimo bolj ohlapno (0,10), potem model lahko obravnavamo kot statistično značilen. Ugotovimo lahko, da med strukturo aktive in odvisno

spremenljivko ni povezave, kar je v nasprotju s pričakovanji. Skladno z našimi pričakovanji pa ima druga pojasnjevalna spremenljivka, delež dolga, pozitiven regresijski koeficient, ki je tudi statistično značilen. Lahko potrdimo pozitivno povezanost med deležem dolga in višino 30-dnevne prevzemne premije.

SKLEP

Prevzemna premija predstavlja razliko v ceni med tržno ceno delnice na določen dan pred prevzemom in prevzemno ceno. Učinki na delničarje ciljnih družb so ob prevzemih največkrat pozitivni, saj ti delničarji največkrat realizirajo pozitivne prevzemne premije. Le v redkih primerih so prevzemne premije negativne.

V Sloveniji je bila povprečna 30-dnevna prevzemna premija med leti 1999 in 2003 skoraj 29 odstotna, povprečna 90-dnevna prevzemna premija je bila nekaj več kot 49 odstotna, povprečna 180-dnevna prevzemna premija je bila skoraj 70 odstotna, povprečna letna oziroma 365-dnevna pa več kot 88 odstotna. Investitorji so lahko v najkrajšem obdobju, torej v tridesetih dneh pred datumom izdaje dovoljenja, realizirali najvišjo premijo, če so vlagali v delnice podjetja Cementarna Trbovlje d.d., letno pa so najvišjo premijo lahko realizirali z nakupom delnic ciljnega podjetja IMP Črpalke d.d., seveda s predpostavko, da so delnice obdržali do prevzema in jih ob prevzemu prodali prevzemniku.

Za slovenske investitorje je bilo med leti 1999 in 2003 najugodnejše investirati v delnice ciljnih podjetij, za katere je bilo dovoljenje za ponudbo za odkup po ZPre izdano v letu 2002. Pri tem pa je potrebno opozoriti, da je bilo tudi splošno gibanje cen delnic na Ljubljanski borzi v tem letu ugodno, kar nam kaže Slovenski borzni indeks. Glede na dejavnost so najvišje povprečne 30-, 90- in 180-dnevne prevzemne premije realizirali investitorji, ki so vlagali v delnice ciljnih podjetij, ki so se ukvarjala z eno izmed predelovalnih dejavnosti. Medtem ko so najvišje letne povprečne prevzemne premije realizirali investitorji, ki so vlagali v podjetja, ki so delovala v dejavnosti finančnega posredništva.

Za Slovenijo je značilno, da delničarji ciljnih podjetij realizirajo višje prevzemne premije v primerih, ko je prevzem izveden z denarjem, v primerjavi s prevzemi, ki so izvedeni z nadomestnimi vrednostnimi papirji. Za primere, ko se za prevzem določenega podjetja poteguje več prevzemnikov, lahko ugotovimo, da so višje le letne prevzemne premije, medtem ko za krajša obdobja to ne velja. Analiza prevzemnih premij nam pokaže tudi, da so premije višje, kadar prevzemniki prihajajo iz tujine.

S proučevanjem vpliva aktive in pasive na 30-dnevno prevzemno premijo v Sloveniji pridemo do sklepa, da delež dolga pozitivno vpliva na višino prevzemne premije, struktura aktive pa nima statistično značilnega vpliva.

LITERATURA

1. Berk Aleš et al.: Vodnik po predmetu poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
2. Bešter Janez: Teoretična analiza prevzemov podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 120 str.
3. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
4. Bešter Janez: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: prevzemi podjetij po privatizaciji. Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 1999. 101 str.
5. Billett T. Matthew, Ryngaert Mike: Capital structure, asset structure and equity takeover premiums in cash tender offers. *Journal of Corporate finance*, Amsterdam, 3(1997), 2, str. 141-165.
6. Flanagan J. David, O'Shaughnessy K.C.: Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research*, New York, 56(2003), str. 573-585.
7. Gaughan A. Patric: *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Third Edition. New York: John Wiley&Sons, 2002. 620 str.
8. Grahek A.: Prevzemi se prebujajo, premije višje v Evropi. *Finance*, Ljubljana, 2004, 33, str. 5
9. Hopkins H. Donald: Cross-Border Mergers and Aquisitions: Global and Regional Perspectives. *Journal of International Management*, Amsterdam, 5(1999), 3, str. 207-239.
10. Israel Ronene: Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing. *The Journal of Finance*, New York, 46(1991), 4, str. 1391-1409.
11. Jarrell A. Gregg, Brickley A. James, Netter M. Jeffrey: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, 2(1988), 1, str. 49-68.
12. Jensen C. Michael: Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, 2(1988), 1, str. 21-48.
13. Kocbek Marijan: Zakon o prevzemih s komentarjem. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1997. 242 str.

14. Mihalič Renata: Management intelektualnega kapitala na prehodu v družbo znanja. Raziskovalno delo podiplomskih študentov v Sloveniji. Ljubljana : Društvo mladih raziskovalcev Slovenije – združenje podiplomskih študentov, 2003, str. 233-242.
15. Nielsen F. James, Melicher W. Ronald: A Financial Analysis of Acquisition an Merger Premiums. Journal of Financial and Quantitaive Analysis, Seatle, 8(1973), 3, str. 139-148.
16. Pfajfar Lovrenc, Arh Franc: Statistika 1. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. str.252.
17. Pinches E. George: Essenials of Financial Management. New York : Harper&Row, 1990. 783 str.
18. Schwert G. William: Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 41(1996), 6, str. 153-192.
19. Shapiro C. Alan: Modern Corporate Finance. New York : Macmillan Publishing Company, 1990. G 20, A 21, 1045 str.
20. Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan: Mergers, Resrtructuring and Corporate Control. Englewood Cliffs (N. J.) : Prentice Hall, 1990. 762 str.
21. Weston J. Fred, Siu A. Juan, Johnson A. Brian: Takeovers, Restrucutring and Corporate Governance. Upper Saddle River (N. J.) : Prentice Hall, 2001. 689 str.

VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Izdana dovoljenja: Ponudba za odkup po ZPre. [URL: <http://www.a-tvp.si/PONUDBA%20ZPRE.xls>], 29.3.2004.
2. Ljubljanska borza d.d.: Arhiv tečajnic. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/DirektSk/trgUrTec.htm>], 2.4.2004.
3. Ljubljanska borza d.d.: Arhiv vrednosti borznih indeksov. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/trgovanj/indeksi/inIntera.asp>], 11.05.2004.
4. Ljubljanska borza d.d.: Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev Ljubljanske borze. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/Imenik2003/pdf/PULG.pdf>], 2003.
5. Ljubljanska borza d.d.: Slovenski indeks delnic – SBI 20. [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_stp.htm], 11.05.2004.

6. Mercator: Third Takeover. [URL: <http://www.gzs.si/eng/news/sbw/head.asp?idc=2282>], 15.05.2004.
7. Standardna klasifikacija dejavnosti 2002.
[URL: <http://www.sigov.si/zrs/publikacije/skd/skd02sl.doc>], 08.05.2004.
8. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št.47/97).

PRILOGA 1

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

Zap. št.	Prevzemnik	Ciljna družba	Dat. izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost /datum izdaje odločbe o uspešnosti
1.	COMET, d. d., Zreče	TUB SWATY, d. d., Maribor	9.7.1998	nadomestni vrednostni papirji (navadne imenske delnice)	neuspešna, 19.8.1998
2.	PS MERCATOR, d. d., Ljubljana	EMONA MERKUR, d. d., Ljubljana	28.12.1998	denar	neuspešna, 1.2.1999
3.	ŽIVILA KRANJ, d. d., Naklo	LOKA, d. d., Škofja Loka	22.1.1999	nadomestni vrednostni papirji (obveznice serije A in B)	neuspešna, 19.4.1999
4.	PS MERCATOR, d. d., Ljubljana (opomba: konkurenčna ponudba)	LOKA, d. d., Škofja Loka	11.2.1999	denar	uspešna, 29.4.1999
5.	PS MERCATOR, d. d., Ljubljana	GORIŠKA, d. d., Nova Gorica	10.2.1999	denar	uspešna, 22.3.1999
6.	PRIMAPLIN, d. d., Ljubljana	BUTAN PLIN, d. d., Ljubljana	26.5.1999	denar	uspešna, 1.7.1999
7.	LOKA, d. d., Škofja Loka	ŠPECERIJA, veletrgovina Bled, d. d., Bled	12.7.1999	denar	uspešna, 13.8.1999
8.	GORIŠKA, d. d., Nova Gorica	GROSIST, d. d., Nova Gorica	16.8.1999	denar	uspešna, 30.9.1999
9.	MERKUR, d. d., Naklo	KOVINOTEHNA, d. d., Celje	20.8.1999	denar	uspešna, 21.10.1999
10.	COMA COMMERCE, d. o. o., Ljubljana	TOTRA PLASTIKA, d. d., Ljubljana	23.11.1999	denar	uspešna, 24.12.1999
11.	ŽIVILA KRANJ, d. d., Naklo	VELETRGOVINA POTROŠNIK, d. d., Murska Sobota	7.12.1999	nadomestni vrednostni papirji (navadne imenske delnice)	uspešna, 27.1.2000
12.	PS MERCATOR, d. d., Ljubljana	EMONA MERKUR, d. d., Ljubljana	16.2.2000	denar	uspešna, 7.4.2000
13.	EMONA MERKUR, d. d., Ljubljana	TP ROŽCA, d. d., Jesenice	25.4.2000	denar	uspešna, 7.6.2000
14.	INTEREUROPA, d. d., Koper	STC CELJE, d. d., Celje	19.4.2000	denar	uspešna, 13.6.2000
15.	PERSPEKTIVA, d. o. o., Ljubljana in AFP uvoz - izvoz, d. o. o., Dobova	LISCA, d. d., Sevnica	20.7.2000	denar	uspešna, 5.9.2000
16.	REXEL SA, Francija	ELEKTRONABAVA, d. d., Ljubljana	24.7.2000	denar	uspešna, 25.9.2000
17.	SAVA, d. d., Kranj	COLOR, d. d., Medvode	20.9.2000	nadomestni vrednostni papirji (navadne imenske delnice)	uspešna, 2.11.2000
18.	PIVOVARNA LAŠKO, d. d., Laško	RADENSKA, d. d., Radenci	14.9.2000	nadomestni vrednostni papirji (navadne imenske delnice)	uspešna, 13.11.2000
19.	LUKA KOPER, d. d., Koper, ISTRABENZ, d. d., Koper in INTEREUROPA, d. d., Koper	BANKA KOPER, d. d., Koper	27.10.2000	denar	uspešna, 4.12.2000

Vir: Ponudba za odkup po ZPre, 2004.

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nadaljevanje-2.del)

Zap. št.	Prezemnik	Ciljna družba	Dat. izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost /datum izdaje odločbe o uspešnosti
20.	ERA, d. d., Velenje	DRAVINJSKI DOM, d. d., Slovenske Konjice	9.11.2000	denar	uspešna, 15.12.2000
21.	PIVOVARNA UNION, d. d., Ljubljana	FRUCTAL, d. d., Ajdovščina	29.11.2000	denar	uspešna, 6.2.2001
22.	G-M&M, d. o. o., Grosuplje	RADEČE PAPIR, d. d., Radeče	22.2.2001	denar	uspešna, 5.4.2001
23.	SOCIETE-GENERALE S.A., Francija	SKB BANKA, d. d., Ljubljana	20.2.2001	denar	uspešna, 26.4.2001
24.	PID SETEV, d. d., Ljubljana, PID TRGATEV, d. d. Ljubljana in PID PLOD, d. d., Ljubljana	UNITAS, d. d., Ljubljana	26.2.2001	denar	uspešna, 2.4.2001
25.	ARKADA ENA, d. d., Ljubljana in ARKADA DVA, d. d., Ljubljana	IMP ČRPALKE, d. d., Ljubljana	21.3.2001 ZAHTEVA ZAVRNJENA	denar	-
26.	SKUPINA KMEČKA DRUŽBA, FINANČNA DRUŽBA, d. d., Ljubljana	KMEČKA DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH SKLADOV, d. d., Ljubljana	5.4.2001	nadomestni vrednostni papirji (navadne imenske delnice)	uspešna, 23.5.2001
27.	ŽITO, d. d., Ljubljana in INTES, d. d., Maribor	KRUH PECIVO, d. d., Maribor	8.6.2001	denar	uspešna, 16.7.2001
28.	KUW KONDENSATOREN UND WANDLER BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT mbH, Berlin	ISKRA KONDENZATORJI, d. d., Semič	18.7.2001	denar	uspešna, 6.9.2001
29.	PRIMORJE, d. d., Ajdovščina	RUDIS, d. d., Trbovlje	22.8.2001	denar	uspešna, 28.9.2001
30.	AGRAR, d. o. o., Murska Sobota	KMETIJSKO GOSPODARSTVO RAKIČAN, d. d., Murska Sobota	10.9.2001	denar	uspešna, 25.10.2001
31.	AKTIVA GROUP, d. o. o., Ljubljana	AVANT HOLDING, d. d., Ljubljana	19.10.2001	denar	uspešna, 12.12.2001
32.	AKTIVA INVEST, d. d., Ljubljana	CERTIUS HOLDING, d. d., Ljubljana	6.11.2001	denar	uspešna, 13.12.2001
33.	MEGAFIN, d. d., Ljubljana	KS1 – NALOŽBE, d. d., Ljubljana	16.11.2001	denar	uspešna, 18.12.2001
34.	INTERBREW CENTRAL EUROPEAN HOLDING B. V., Nizozemska	PIVOVARNA UNION, d. d., Ljubljana	26.11.2001	denar	uspešna, 24.1.2002
35.	SAN PAOLO IMI S.p.A., Torino, Italija	BANKA KOPER, d. d., Koper	27.11.2001	denar	uspešna, 27.2.2002
36.	HOTELI MORJE, d. d., Portorož	HOTELI PALACE, d. d., Portorož	19.12.2001	denar	uspešna, 25.1.2002
37.	BELIŠČE, d. d., Belišče, Hrvaška	VALKARTON, d. d., Logatec	6.2.2002	denar	uspešna, 4.4.2002
38.	RAIFFEISEN INT. BETEILIGUNGS AG, Dunaj, Avstrija	KREKOVA BANKA, d. d., Maribor	13.2.2002	denar	uspešna, 15.4.2002
39.	LAFARGE PERLMOOSER, d. o. o., Ljubljana	CEMENTARNA TRBOVLJE, d. d., Trbovlje	26.2.2002	denar	uspešna, 8.4.2002
40.	FALE GORAZD, Perzonali 5, Prevalje	TUS KO-SI, d. d., Slovenj Gradec	21.3.2002	denar	uspešna, 25.4.2002
41.	CERTIUS HOLDING, d. d., Ljubljana, CERTINVEST, d. o. o. in AVANT HOLDING, d. d., Ljubljana	AKTIVA AVANT, d. d., Ljubljana	21.3.2002	denar	uspešna, 25.4.2002
42.	TERME ČATEŽ, d. d., Čatež ob Savi	MARINA PORTOROŽ, d. d., Portorož	26.4.2002	denar	uspešna, 7.6.2002
43.	ILIRLES, d. o. o., Postojna	GOZDNO GOSPODARSTVO POSTOJNA, d. d., Postojna	30.5.2002	denar	uspešna, 5.7.2002
44.	ARKADA ENA PID, d. d., Ljubljana	IMP ČRPALKE, d. d., Ljubljana	28.6.2002	denar	uspešna, 2.8.2002

Vir: Ponudba za odkup po ZPre, 2004.

Tabela 1: Dovoljenja za ponudbo za odkup po ZPre (nadaljevanje-3.del)

Zap. št.	Prezemnik	Ciljna družba	Dat. izdaje dovoljenja	Način plačila	Uspešnost /datum izdaje odločbe o uspešnosti
45.	KD GROUP, d. d., Ljubljana	KD HOLDING, d. d., Ljubljana	18.7.2002	nadomestni vrednostni papirji (navadne imenske delnice)	uspešna, 4.9.2002
46.	INTERBREW CENTRAL EUROPEAN HOLDING B. V., Nizozemska	PIVOVARNA UNION, d. d., Ljubljana	22.7.2002	denar	uspešna, 30.8.2002
47.	PIVOVARNA LAŠKO, d. d., Laško (konkurenčna ponudba)	PIVOVARNA UNION, d. d., Ljubljana	24.7.2002	denar	uspešna, 30.8.2002
48.	CAP-TRADE, d.o.o., Ljubljana, Brankov Žika in Karmen, Vurnikova 11, Ljubljana, Breskvar Aleš, Gerbičeva 90, Ljubljana, Primc Ivo, Mencingerjeva 25, Ljubljana, Bele Dušan, Glinškova ploščad 22, Ljubljana in Švara Zoran, Zg. Piriče 11b, Medvode	CAPITA, d. d. Ljubljana	30.8.2002, ZAHTEVA ZAVRNJENA	denar	
49.	CAP-TRADE, d.o.o., Ljubljana, Brankov Žika in Karmen, Vurnikova 11, Ljubljana, Breskvar Aleš, Gerbičeva 90, Ljubljana, Primc Ivo, Mencingerjeva 25, Ljubljana, Bele Dušan, Glinškova ploščad 22, Ljubljana in Švara Zoran, Zg. Piriče 11b, Medvode	CAPITA, d. d. Ljubljana	5.9.2002	denar	uspešna, 14.10.2002
50.	SECURIDEV S. A., Francija	TITAN, d. d., Kamnik	12.9.2002	denar	uspešna, 8.11.2002
51.	SERVIPHARM AG, Švica	LEK, d. d., Ljubljana	27.9.2002	denar	uspešna, 21.11.2002
52.	BPD FIDA, d. o. o., Ljubljana	MERCATA I HOLDING, d. d., Ljubljana	14.10.2002	denar	uspešna, 19.11.2002
53.	AC KAPITAL, d. o. o., Ljubljana	GRAND HOTEL UNION, d. d., Ljubljana	15.10.2002	denar	uspešna, 19.11.2002
54.	PULSAR HOLDING, d. d., Ljubljana	KRONA HOLDING, d. d., Ljubljana	4.11.2002	denar	uspešna, 10.12.2002
55.	PLASTA, d. o. o., Šentrupert	DANA, d. d., Mirna	6.11.2002	denar	uspešna, 13.1.2003
56.	PRIFO, podjetje za financiranje, d. d., Koper	MODRA LINIJA HOLDING, d. d., Koper	10.4.2003	denar	uspešna, 19.5.2003
57.	ATENA PID, pooblaščen investicijska družba d. d., Ljubljana	INTERTRADE ITS, d. d., Ljubljana	28.4.2003	denar	uspešna, 4.6.2003
58.	AKTIVA INVEST, d. d., Ljubljana	PINUS TKI, d. d., Rače	14.5.2003	denar	uspešna, 19.6.2003
59.	AKTIVA HOLDINGS B. V., Nizozemska	AKTIVA INVEST, d. d., Ljubljana	23.6.2003	denar	uspešna, 18.8.2003
60.	AKTIVA INVEST, d. d., Ljubljana	AKTIVA AVANT, finančna družba d. d., Ljubljana	16.10.2003	denar	uspešna, 27.11.2003
61.	POSLOVNI SISTEM MERCATOR, d. d., Ljubljana	ŽIVILA KRANJ, d. d., Naklo	16.10.2003	denar	uspešna, 20.11.2003
62.	INTERTRADE ITS, d. d., Ljubljana	CERTIUS INVEST, d. d., Ljubljana	23.10.2003	denar	uspešna, 5.12.2003
63.	SAVA, d. d., Kranj	NARAVNI PARK TERME 3000 MORAVSKE TOPLICE, d. d., Moravske Toplice	24.12.2003	denar	uspešna, 2.3.2004

Vir: Ponudba za odkup po ZPre, 2004.