

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

Diplomska naloga

ANALIZA USPEŠNOSTI PREVZEMOV  
IN ZDRUŽITEV V SLOVENIJI V  
OBDOBJU OD 2004 DO 2008

Barbika Demšar

Koper, 2009

Mentor: doc. dr. Andrej Bertonec



## POVZETEK

Prevezemna zakonodaja je pri nas vedno bolj v ospredju zaradi aktualnih politično-ekonomskih dogajanj, predvsem zaradi managerskih odkupov. Diplomaska naloga obravnava vrste prevzemov in združitvev, prevzemno zakonodajo, motive za prevzem, v empiričnem delu pa je predstavljena analiza poslovanja prevzetih podjetij v letu 2004 in v nadaljnjih treh letih po prevzemu. V tem obdobju je bila največja aktivnost prevzemov, trenutno pa je zaradi gospodarske krize prevzemna aktivnost skoraj zamrla. Analizirana podjetja so po prevzemu dosegala višje prihodke in dobičke, tako so se prevzemi večinoma izkazali za pozitivne v razvoju podjetja. Analiza je potrdila hipotezo, da ima prevzem dolgoročno v povprečju pozitiven učinek na izboljšanje uspehov poslovanja prevzetega podjetja.

*Ključne besede:* prevzem, združitev, managerski odkup, zakonodaja, gospodarska kriza, prihodki, dobički.

## SUMMARY

The focus of attention in Slovenia on takeover legislation has increased, due to current political-economic developments, and in particular management buyouts. This thesis deals with takeover legislation, the types of takeovers and acquisitions and the reasons behind them. In its empirical part I have presented an analysis of the operations of acquired companies in 2004 and in the three years following a takeover. Takeover activity was at its peak in this period, while at present, due to the economic crisis it has almost entirely died. After a takeover the analysed companies have witnessed an increase in revenue and profits, so the takeover itself has proved to have had a positive impact in their development. The analysis has confirmed the hypothesis that on average a takeover has a long-term positive impact on improving the business success of the acquiree.

*Key words:* takeover, acquisition, management buy out, legislation, economic crisis, income, profit.

**UDK:** 005.72:334.7(043.2)



## VSEBINA

<b>1</b>	<b>Uvod .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Prevzemi in združitve .....</b>	<b>3</b>
2.1	Namen in cilji združevanja.....	4
2.2	Aktivnosti prevzemnika in ciljnega podjetja.....	6
2.3	Prevzemi v času gospodarske krize.....	6
2.4	Pregled prevzemov in združitve v Sloveniji .....	9
2.4.1	Portfeljske in neposredne tuje investicije .....	11
2.4.2	Aktualni prevzemi – MBO.....	12
<b>3</b>	<b>Zakonska ureditev prevzemov in združitve .....</b>	<b>15</b>
3.1	Zakonska ureditev prevzemov v Sloveniji .....	15
3.2	Zakonska ureditev prevzemov v Evropski uniji.....	16
<b>4</b>	<b>Razlogi za prevzeme in združitve .....</b>	<b>19</b>
4.1	Argumenti za in proti .....	19
4.2	Razlogi za prevzeme in združitve .....	20
4.2.1	Sinergijski učinki .....	21
4.2.2	Managerski dejavnik .....	21
4.2.3	Podcenjenost podjetja tarče.....	21
<b>5</b>	<b>Analiza uspešnosti prevzemov v Sloveniji 2004–2007 .....</b>	<b>23</b>
5.1	Opis splošnih ekonomskih razmer .....	23
5.2	Predstavitev vzorca 17 podjetij .....	24
5.3	Teoretična opredelitev izbranih kazalcev .....	24
5.4	Analiza finančnih podatkov .....	26
5.5	Uspešnost poslovanja podjetij po prevzemu .....	38
<b>6</b>	<b>Sklep.....</b>	<b>47</b>
	<b>Literatura .....</b>	<b>51</b>
	<b>Viri .....</b>	<b>52</b>

## SLIKE

Slika 2.1 Teorije in hipoteze prevzemov podjetij po Westonu .....	5
Slika 2.2 Pregled števila in vrednosti prevzemov v svetu 2004–2008 .....	7
Slika 2.3 Prevzemi v Sloveniji 1999–2007 .....	9

## TABELE

Tabela 2.1 Postavljeni in doseženi cilji prevzemov .....	5
Tabela 5.1 Finančni podatki Svilanit, d. d., 2004–2007 .....	26
Tabela 5.2 Finančni podatki Color, d. d., 2004–2007 .....	27
Tabela 5.3 Finančni podatki Kema Puconci, d. d., 2004–2007 .....	28
Tabela 5.4 Finančni podatki Liv Postojna, d. d., 2004–2007 .....	29
Tabela 5.5 Finančni podatki Iskra kondenzatorji, d. d., 2004–2007 .....	30
Tabela 5.6 Finančni podatki Cimos, d. d., 2004–2007 .....	30
Tabela 5.7 Finančni podatki Murales, d. d., 2004–2007 .....	31
Tabela 5.8 Finančni podatki GPG, d. d., 2004–2007 .....	32
Tabela 5.9 Finančni podatki Gradis, GP Ljubljana, d. d., 2004–2007 .....	32
Tabela 5.10 Finančni podatki SCT, d. d., 2004–2007 .....	33
Tabela 5.11 Finančni podatki Elmo, d. d., 2004–2007 .....	34
Tabela 5.12 Finančni podatki RTC Krvavec, d. d., 2004–2007 .....	35
Tabela 5.13 Finančni podatki Aktiva Naložbe, d. d., 2004–2007 .....	35
Tabela 5.14 Finančni podatki M1, d. d., 2004–2007 .....	36
Tabela 5.15 Finančni podatki Triglav Naložbe, d. d., 2004–2007 .....	37
Tabela 5.16 Finančni podatki Vizija holding Ena, d. d., 2004–2007 .....	38
Tabela 5.17 Finančni podatki Vizija holding, d. d., 2004–2007 .....	38
Tabela 5.18 Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2004 .....	39
Tabela 5.19 Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2005 .....	40
Tabela 5.20 Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2006 .....	40
Tabela 5.21 Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2007 .....	40
Tabela 5.22 Kazalci donosnosti za leto 2004 .....	41

Tabela 5.23	Kazalci donosnosti za leto 2005 .....	41
Tabela 5.24	Kazalci donosnosti za leto 2006 .....	42
Tabela 5.25	Kazalci donosnosti za leto 2007 .....	42
Tabela 5.26	Pregled donosnosti tržne vrednosti delnic .....	43
Tabela 5.27	Gibanje tečaja delnice prevzetega podjetja pred in po prevzemu.....	43
Tabela 5.28	Knjigovodska vrednost delnic v obdobju 2004–2007 .....	44
Tabela 5.29	Pregled vrste prevzemov prevzetih podjetij .....	44

## KRAJŠAVE

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BDP	bruto družbeni proizvod
EU	Evropska unija
KAD	Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d.
MBO	managerski prevzem (angl. management buy out)
SOD	Slovenska odškodninska družba, d. d.
TNI	tuje neposredne investicije
UMAR	Urad za makroekonomske raziskave
ZGD	Zakon o gospodarskih družbah
Ur. l. RS	Uradni list Republike Slovenije
d. d.	delniška družba
d. o. o.	družba z omejeno odgovornostjo
tj.	to je
t. i.	tako imenovani



## 1 UVOD

Število prevzemov in združitv v zadnjih letih v Sloveniji narašča. Glavni razlog za prevzem podjetja je globalizacija v ekonomiji in krepitev položaja na trgu. Tekavc (Tekavc in Pučnik 2002, 10) navaja, da so zaradi globalizacije trga dopustne koncentracije v vse večjih obsegih. Naraščajoča globalna tekmovalnost podjetij v številnih panogah narekuje prevzeme in združevanje podjetij kot edino možno strategijo rasti, koncentracije moči, na drugi strani pa diverzifikacijo ponudbe in širjenje geografske prisotnosti z nižjimi stroški poslovanja.

Bertoncelj (2008, 31) navaja, da je skupna točka motivov za povezovanje maksimiranje vrednosti in hitrejša rast podjetja, kot bi jo podjetje doseglo samo z notranjo rastjo. Obravnava teorij in hipotez o prevzemih je zelo pestra, izhodišča, predpostavke in ugotovitve pa so različne. Precejšen vpliv na prevzemno dogajanje imajo spremembe v zakonodaji, ugodne makroekonomske razmere, razvoj kapitalskih trgov in tudi večja poučenost investorjev.

Bešter (1996, 139) meni, da naj bi prevzemi pozitivno prispevali k razreševanju problematike delovanja, upravljanja in vodenja odprtih delniških družb, omogočali naj bi lažjo zamenjavo neuspešnih managerjev ter povečali koristi delničarjev.

V nalogi sem s finančno analizo poskušala dokazati, da imajo prevzemi pozitivne učinke na razvoj prevzetih podjetij. Metode, ki pa so največkrat upoštevale le merjenje finančnih kazalcev, so večinoma podcenile doseganje drugih ciljev. V nalogi sem predstavila tudi povzetke obstoječih analiz uspešnosti prevzemov slovenskih podjetij.

Namen diplomske naloge je opis in predstavitev prevzemne zakonodaje v Sloveniji, pregled prevzemov od leta 1998 do 2008 ter analiza poslovanja prevzetih podjetij v letu 2004 in v nadaljnjih treh letih po prevzemu ter predstavitev izsledkov analize. V analizi sem od 29 prevzemov v letu 2004 zajela le 17 podjetij, ki so poslovala tudi v nadaljnjih treh letih.

Cilji diplomskega dela so:

- opredelitev temeljnih spoznanj, ki so povezana s prevzemi in združitvami,
- prikaz motivov za prevzeme in združitve,
- analiza in kritična presoja pozitivnih in negativnih učinkov prevzemov ter združitv,
- ocena učinkov prevzemov in združitv na izbranih primerih v obdobju od 2004 do 2008.

Uvodoma sem proučila izbrano novejšo literaturo priznanih domačih in tujih avtorjev ter kritično analizirala in sistematizirala teoretična in empirična spoznanja. V raziskavi sem uporabila Easterby-Smithov princip (Easterby-Smith 2007, 45-80), ki je

uporaben predvsem za proučevanje managerskih področij, in sicer pozitivizma in socialnega konstrukcionizma.

V empiričnem delu naloge sem analizirala sekundarni vir podatkov. Uporabila sem javno dostopne statistične podatke o prevzemih pri Agenciji za trg vrednostnih papirjev, bazo finančnih podatkov prevzetih družb na Ibon-u, GVIN-u in Ajpesu ter jih statistično obdelala. Na spletni strani Ljubljanske borze sem pridobila podatke o vrednosti delnic prevzetega podjetja mesec pred prevzemom in v obdobju po prevzemu ter gibanje tečaja delnice v nadaljnjih treh letih po prevzemu.

Osnovna uporabljena metoda je splošna raziskovalna metoda spoznavnega procesa. Pri raziskavi omenjene problematike sem upoštevala osnovne značilnosti znanstvene deskripcije, kar pomeni, da sem poleg zbiranja in urejanja obstoječih podatkov in informacij, posamezne ugotovitve med seboj primerjala, vrednotila in ustrezno interpretirala. Delo temelji na metodah komparacije, analize in sinteze, delno tudi klasifikacije.

Naloga je razdeljena na šest delov. Prvemu delu – uvodu sledi drugo – teoretično poglavje o vrstah prevzemov, pojmovanju prevzemov v času gospodarske krize in pregled prevzemov v Sloveniji. V tretjem delu sem opredelila zgodovino prevzemov v Sloveniji in povzela ureditev prevzemov v EU. V četrtem delu sem predstavila različne razloge za prevzeme in združitve. V petem delu je prikazana analiza uspešnosti prevzemov podjetij v letu 2004 in učinkovitost poslovanja teh družb v treh letih po prevzemu (do leta 2008). Opisu splošnih ekonomskih razmer sledi teoretična opredelitev izbranih ekonomskih kazalcev ter primerjava in identifikacija finančnih dejavnikov uspešnosti prevzemov. Izhajala sem iz predpostavke, da so zaradi ohranjanja konkurenčnosti in prilagajanja na spremembe v okolju prevzemi in združitve nujen proces za obstoj na trgu ter da prevzeta podjetja poslujejo uspešneje. Iz analize sem izločila podjetja, ki so bila uspešno prevzeta v letu 2004, vendar niso poslovala več kot tri leta. V zadnjem sklepnem poglavju sem opisala, kako in zakaj sem potrdila oziroma ovrгла hipotezo. Temeljna delovna hipoteza diplomskega dela je, da ima dolgoročno prevzem v povprečju pozitiven učinek na izboljšanje poslovanja prevzetega podjetja.

## 2 PREVZEMI IN ZDRUŽITVE

Prevzem definiramo kot pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki pridobitelju (prevzemnemu podjetju) daje zadosten delež glasovalnih pravic (kontrolni delež), da lahko z uresničevanjem upravljalških upravičenj iz kontrolnega deleža vpliva na poslovanje prevzetega podjetja (Bertoncelj 2008, 15).

Prevzeme po obliki delimo na nakupe aktive ali sredstev podjetja in nakupe pasive ali kapitala podjetja. Pri nakupu pasive ločimo prevzeme z odkupom delnic ali poslovnih deležev ter združitve (spojitve in pripojitve). Zaradi specifičnega načina pridobitve kontrolnega lastniškega deleža ločimo naslednji dve obliki nakupov kapitala podjetja: odkupi z zadolžitvijo (angl. leveraged buyout – LBO) in prevzemi s pridobitvijo pooblastil za zastopanje.

Temeljna oblika prevzemov je nakup kontrolnega lastniškega deleža v drugem podjetju z odkupom njegovih delnic ali poslovnih deležev (Tajnikar 2000). Tako postane prevzeto podjetje podrejeno prevzemniku.

Dve ali več delniških družb se lahko združijo na dva načina: s pripojitvijo ali s spojitvijo družb. Bistvena razlika med pripojitvijo in spojitvijo je, da gre pri pripojitvi za prenos ene ali več družb v zamenjavo za zagotovitev delnic oziroma poslovnih deležev prevzemne družbe. Pri spojitvi družb pa prenehajo obstajati vse družbe in se ustanovi nova družba, na katero preide premoženje družb, ki se spajajo. Združitvev omogoča učinkovito izrinjanje malih delničarjev.

Prevzeme glede na dejavnost udeleženih podjetij razvrstimo v naslednje štiri glavne skupine: horizontalne, vertikalne, konglomeratne in kongenerične.

Pri horizontalnih ali vodoravnih prevzemih gre za povezovanje podjetij znotraj iste ali sorodne panoge. Ti prevzemi so najbolj pogosti, saj gre večinoma za povezovanje neposrednih konkurentov, ki poslujejo na istem trgu. Tovrstna povezava omogoča izkoriščanje ekonomije velikega obsega v proizvodnji in distribuciji, povečevanje konkurenčne prednosti ter tržne moči in znižanje stroškov. To pa negativno vpliva na konkurenco in lahko ustvarja monopoliste.

Vertikalni ali navpični prevzemi povezujejo podjetja v isti ali sorodni panogi, ki so v različnih fazah procesa produkcije in distribucije. S takim povezovanjem poskušajo podjetja doseči nižje proizvodne stroške in močnejšo povezanost med posameznimi stopnjami produkcije.

Konglomeratni ali mešani prevzemi potekajo med podjetji iz različnih panog, zaradi zmanjševanja poslovnih tveganj in širjenja v bolj dobičkonosne panoge.

Kongenerični ali sorodni prevzemi označujejo povezovanje podjetij, ki povezujejo ciljne skupine strank z namenom povečevanja dodane vrednosti na proizvodno enoto ali storitev v svoji osnovni panogi. Gre za nadgradnjo obstoječe storitve z novo sorodno storitvijo ob uporabi obstoječe infrastrukture.

Weston (1990, 99) meni, da lahko življenjski cikel panoge pripomore k ekonomski razlagi izbire vrste združitve in priključitve podjetij v različnih fazah panoge.

Glede na sodelovanje managementa ciljne družbe pri prevzemih poznamo prijazne in sovražne prevzeme. Pri prijaznih prevzemih management ciljnega podjetja podpira priključitev v prevzemno podjetje, pri sovražnih prevzemih pa se management ne strinja s prevzemom.

Iz vsebinskega vidika se prevzemi delijo na strateške prevzeme, kjer je cilj prevzemnih podjetij integracija po prevzemu in uresničenje pričakovanih sinergij, ter na finančne prevzeme, katerih cilja sta reorganizacija in odprodaja podjetij v naslednjih letih ter s tem povezan pozitiven finančni učinek.

## **2.1 Namen in cilji združevanja**

Nešteto hipotez se ukvarja z obrazložitvijo, zakaj prihaja do prevzemov. Podjetja se odločajo med prevzemom ali organsko rastjo podjetja, kar povzroča visoke stroške konkurenčnega boja, zahteva več časa in poveča tveganje. Pogosteje se odločajo za strategijo povezave organske rasti z zunanjo rastjo, predvsem s prevzemi.

Nobenega prevzema ne moremo pojasniti zgolj samo z eno teorijo, saj so ti vedno posledica več različnih motivov oz. dejavnikov, zato se jih ne da opisati ali uvrstiti samo v eno skupino. Bešter (1996, 39) omenja dve prepoznavni skupini teorij, s katerima se skuša pojasniti dogajanja, povezana s prevzemi. Prva teorija izhaja iz tega, da se proizvodni dejavniki prerazporedijo za višjo učinkovitost in s tem prispevajo k povečevanju BDP. Cilj takih prevzemov je doseganje različnih sinergij in so praviloma prijazni, saj njihov neposreden cilj običajno ni zamenjava managementa, temveč povezovanje aktivnosti podjetij. Shapiro (1990, 932) pa je določil še t. i. sovražne prevzeme, katerih cilj je discipliniranje managementa ciljnega podjetja. To pomeni zunanji mehanizem nadzora nad managementom za maksimiziranje koristi delničarjev.

Podrobnejši pregled teorij prevzemov podjetij je prikazan po Westonovi delitvi na sliki 2.1. Analize prevzemov kažejo na pomembnost strateškega pristopa pri določitvi ciljev prevzemnikov, tako so v tabeli 2.1 prikazani postavljeni in doseženi cilji prevzemov.

**Slika 2.1** Teorije in hipoteze prevzemov podjetij po Westonu

1. Teorija učinkovitosti:
– razlike v učinkovitosti managerskih skupin,
– nesposoben management podjetja,
– sinergije, ki izhajajo iz povezovanja poslovnih aktivnosti podjetij,
– čista razpršitev poslovne dejavnosti podjetja,
– finančne sinergije,
– strateško prilagajanje spremembam v okolju,
– podcenjenost delnic podjetja.
2. Teorija informacij in signalov.
3. Teorija problema agentov.
4. Teorija presežnih denarnih tokov.
5. Teorija prilagajanja spremembam v okolju (tržna moč).
6. Teorija davčnih prihrankov.
7. Teorija o prerazdelitvenih učinkih prevzemov.

Vir: Weston, et al. 1990, 191.

**Tabela 2.1** Postavljeni in doseženi cilji prevzemov

	Postavljeni cilji pred povezavo	Doseženi cilji po povezavi
Dostop do novih trgov	76 %	55 %
Večji tržni delež	65 %	54 %
Dostop do novih proizvodov	46 %	56 %
Zmanjšanje operativnih stroškov	38 %	39 %
Boljša prepoznavnost	37 %	45 %
Dostop do distribucijskih kanalov	33 %	39 %
Dostop do talentov	33 %	38 %
Eliminacija konkurence	33 %	77 %
Zmanjšanje distribucijskih stroškov	26 %	25 %
Dostop do blagovnih znamk	24 %	72 %
Dostop do novih tehnologij	23 %	55 %
Dostop do proizvodnih zmogljivosti	21 %	50 %
Širjenje v novo panogo	16 %	69 %
Dostop do tehničnega znanja	15 %	21 %
Zmanjšanje proizvodnih stroškov	13 %	8 %
Dostop do dobaviteljev	12 %	27 %

Vir: Feldman 1999, 9.

## **2.2 Aktivnosti prevzemnika in ciljnega podjetja**

Management podjetja v skladu s svojo strategijo poišče možne tarče prevzema in pridobi ustrezno oceno vrednosti podjetja, ki ga namerava prevzeti. Računovodski izkazi niso popoln vir informacij za odločitve podjetja v prihodnosti, temveč le temelj za nadaljnje proučevanje podjetja. Ocena vrednosti podjetja se lahko naredi na podlagi primerjave s podjetji, ki kotirajo na borzi. Vrednost se izračuna po metodi diskontiranih denarnih tokov, po primerljivih transakcijah, pričakovanih ustreznih sinergijah in ustreznih projekcijah poslovanja. Prevzemnik opravi skrbni pregled tarče in izdela analizo podjetja s finančnega, davčnega in pravnega stališča. Sledi sestava finančne konstrukcije prevzema in pridobitev ustreznih virov financiranja. K večji učinkovitosti prevzema prispeva tudi najem ekipe zunanjih strokovnjakov za izvedbo prevzemnih aktivnosti.

O nameri za prevzem mora ponudnik obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev, ki izvaja nadzor nad izvajanjem ponudbe za odkup, upravo družbe, ki jo prevzema, in Urad za varstvo konkurence ter jo javno objavi. V roku 30 dni nato ponudnik objavi ponudbo (prospekt), v katerem opredeli predvsem ceno in rok, do katerega ponudba velja. Ponudnik lahko med trajanjem ponudbe le zviša ceno ponudbe in nižji prag uspešnosti, ostalih elementov ne sme spreminjati. Uprava ciljne družbe mora v desetih dneh od objave prevzemne ponudbe javno objaviti svoje mnenje o ponudbi in z njo seznaniti vse zaposlene v družbi. Rok za sprejem ponudbe ne sme biti krajši od 28 in ne daljši od 60 dni. Če je ponudnik spremenil ponudbo, se rok podaljša za 7 dni. Ponudnik lahko ponudbo tudi prekliče, če se pojavi konkurenčna ponudba. V primeru preklica ponudnik ne sme dati nove ponudbe za odkup v naslednjih 12 mesecih. Uprava ciljne družbe ne sme izvajati obrambnih dejanj (povečanje osnovnega kapitala, pridobivanje lastnih delnic, sklepanje poslov in dejanj, ki utegnejo ogroziti prihodnost družbe), razen če jih potrdi relativna večina 75-odstotnega lastnika kapitala na skupščini delničarjev.

Po izdanem soglasju Urada za varstvo konkurence in izdani odločbi o uspešnem prevzemu s strani ATVP se izvede izplačilo prodajalcem delnic. Prevzemnik nadaljuje s poprevzemno integracijo v prevzetem podjetju, ki odločilno vpliva na uspešnost prevzema.

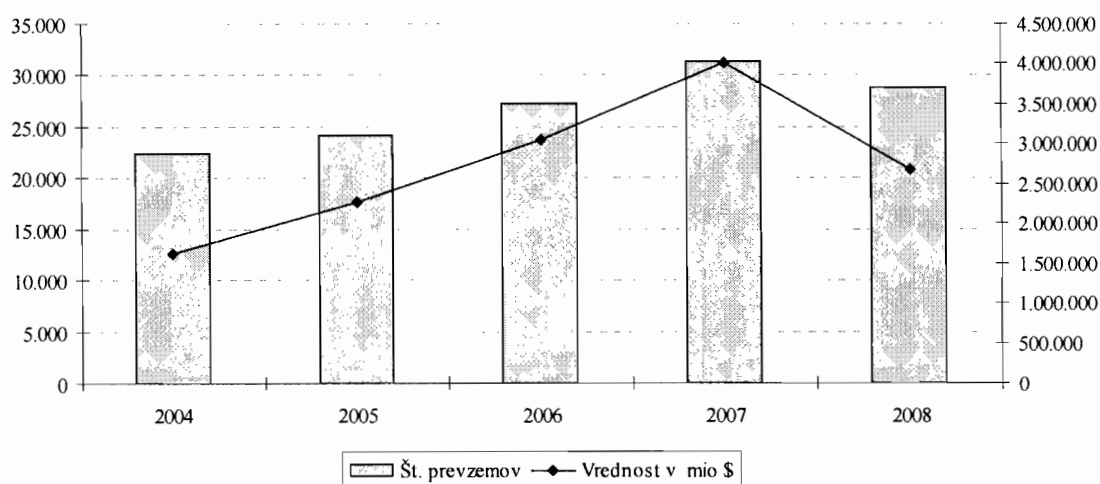
## **2.3 Prevzemi v času gospodarske krize**

Kdaj je pravi čas za prevzeme? Po raziskavah Boston Consulting Group naj bi imele združitve boljše možnosti za uspeh, če jih podjetja začnejo v obdobjih konjunktornega nazadovanja in ne v fazah gospodarskega razcveta. Avtor študije Alexander Roos (Razgledi 2008) je povedal, da se je pri prevzemih na globalni ravni tehtnica sedaj prevesila od finančnih investitorjev na podjetja. V letu 2007 je vsak četrti

prevzem ali nakup podjetja izpeljal kateri od investicijskih skladov, zdaj njihov delež pada in je le še 15 %. Eden od razlogov je tudi prenapihnenost trga v ZDA, obresti za rizični kapital so se bistveno povišale in banke dajejo vedno manj posojil. Prevzemi, ki se začnejo v času gospodarskega pustošenja, imajo boljše možnosti, da prevzemniku ustvarijo vrednost. Če je letna gospodarska rast pod 3 %, je verjetnost, da se bo donos dolgoročno povečal za več kot 50 %, dvakrat več kot pri višji gospodarski rasti, je pokazala študija na podlagi analize več kot 400.000 prevzemov v obdobju od 1981 do 2007. Nakupna cena je v fazi nazadovanja nižja kot v dobi razcveta, ravno tako pa prevzemniki v fazah šibke konjunktore svoje prevzemne cilje bolje izbirajo in preverijo.

V obdobju 2002–2007 se je v svetu zgodil najhitrejši gospodarski vzpon. V letu 2007 je bila ugodna konjunktura svetovnega gospodarstva. V tako ugodnih razmerah so se povečevale tudi prevzemne aktivnosti, ki so se začele v finančni panogi ter v panogah javnih storitev in energetike. Na sliki 2.2 je prikazano gibanje števila prevzemov in vrednosti prevzemov po letih. Največ prevzemov je bilo v letu 2007. V prihodnosti lahko pričakujemo najhujši boj v panogah, ki so strateškega pomena za gospodarstva, in doživljajo razcvet v zadnjih letih, predvsem v energetiki. Poročilo World Investment Report (2008) navaja, da je zaradi prevzemov in združitvev v letu 2007, vrednost neposrednih investicij dosegla nov rekord v zadnjih sedmih letih. Kljub finančni in kreditni krizi, ki je že v drugi polovici leta 2007 pretresala svet, je vrednost izhodnih investicij dosegla 1.997 milijard dolarjev, vse investicije v tujino pa so se povečale na 15.602 milijarde dolarjev.

**Slika 2.2** Pregled števila in vrednosti prevzemov v svetu 2004–2008



Vir: Thomson Reuters 2008.

Zaradi posledic finančne krize in nižje gospodarske rasti v razvitih družbah je pričakovati zmanjšanje neposrednih tujih investicij v naslednjih dveh letih. Po poročanju Mergermarketa (2008) se je število prevzemov v letu 2008 zmanjšalo za

skoraj 30 % v primerjavi z enakim obdobjem lani, posledično pa so tudi celotne tuje direktne naložbe nižje. Strah pred recesijo zmanjšuje število prevzemov in združitvev. Zmanjšalo se je predvsem število velikih prevzemov, predvsem so se umaknili skladi, kar je posledica težjih pogojev financiranja. Čas bo pokazal, ali so zdrave družbe izkoristile čas nizkih ravni cen za nakupe strateških deležev. Analitiki napovedujejo, da se bo prevzemna aktivnost pred letom 2012 težko vrnila na raven pred začetkom finančne krize, predvidoma pa bo prišlo do večjega števila združitvev. Finančna kriza bo okrepila potrebo po združevanju, saj utegnejo krizo preživeti le najsposobnejše in finančno pripravljene družbe. Odkar se je finančna kriza globalizirala, se kapital seli z razvijajočih trgov, ki so bolj tvegani, na razvite trge.

Weston (1990, 282) navaja, da zvišanje obrestnih mer napoveduje zmanjševanje obsega prevzemov, vendar je dokazana odvisnost med intenzivnostjo prevzemov in gibanjem tečajev delnic višja kot korelacija z gibanjem obrestnih mer.

Mednarodni denarni sklad je zaradi poglobljanja negotovosti na finančnih trgih znižal napoved gospodarske rasti v letošnjem letu za evroobmočje in za ZDA. Tako bodo evropska podjetja zaradi recesije postala cenejše prevzemne tarče. Likvidna podjetja bodo poceni kupovala propadle tekmece in na ta način ustvarjala monopolni položaj. Ali bo v kriznih časih tudi protimonopolna zakonodaja postala ohlapnejša, bo pokazal čas. Menim, da bo pod pritiski zaradi brezposelnosti in vsesplošne recesije v realnem sektorju, posamezna država prilagodila tudi pravila koncentracij. Naložbe so namreč tisti del BDP, ki v recesiji najbolj upade. Sedanja kriza svetovnih finančnih trgov je predvsem posledica pomanjkljivega nadzora in hitrega razvoja inovativnih finančnih produktov.

Po podatkih ATVP je prevzemna dejavnost v Sloveniji zamrla, saj banke zaradi pomanjkanja likvidnih sredstev ne financirajo tovrstnih nakupov. V letu 2008 je bilo samo 18 prevzemov, kar je najmanj po letu 2003. Večina prevzemov so financirale banke in ne prevzemniki. Manjše število prevzemov zaradi dragih in nedostopnih virov financiranja je sprostilo manj vezanih sredstev v delniških naložbah. Kriza bo manj prizadela področja prehrane, zdravstva in energetike, saj so to področja, ki morajo polno delovati tudi v recesiji.

Kriza je že povzročila slabšanje poslovanja podjetij. Če se zmanjša prodaja in dejavnost podjetja, so tudi rezultati slabši. To pa vpliva na kreditno sposobnost podjetja, na odločitve o poslovanju s takim podjetjem. Kriza v letu 2008 še ni bila tako intenzivna in je vplivala predvsem na vrednost podjetij, vrednost delnic. V vsaki krizi pa je tudi priložnost. Tista podjetja, ki bodo sposobna pridobiti finančna sredstva, bodo imele dobre možnosti tudi za poceni nakupe v tujini. S tem bodo pridobila prednost pred konkurenti in bodo lahko izkoristila obdobje, ko bo gospodarska rast ponovno v porastu.

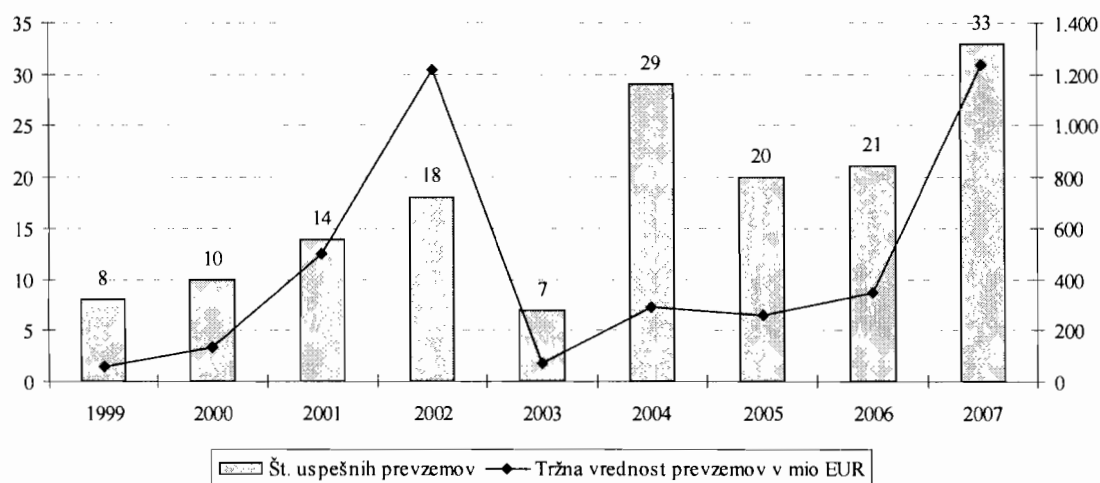


Finančna kriza v Sloveniji je vnesla precej negotovosti tudi med managerske prevzemnike, saj imajo zaradi padca vrednosti delnic veliko kapitalsko izgubo. Zaradi nesposobnosti vračanja kreditov, ki so jih najeli za izvedbo managerskih prevzemov, se rešujejo z odprodajo vitalnih delov slovenskega gospodarstva, na katerega je vezano veliko dobaviteljev. Istrabenz je že začel z razprodajo uglednih blagovnih znamk Droge Kolinske ter lastnih naložb, sledijo mu že tudi druga podjetja. Glavno usodo bodo krojile banke, ki so po ocenah ekonomistov precej izpostavljene s kreditiranjem tovrstnih odkupov.

## 2.4 Pregled prevzemov in združitev v Sloveniji

Razvoj ekonomskih in tudi političnih razmerij v devetdesetih letih prejšnjega stoletja je prinesel v Sloveniji velike spremembe predvsem v odnosu do lastnine, razpolaganja s pravicami ter razumevanja strukture trga in delovanja tržne ekonomije. Slovenija je imela v procesu tranzicije lastninskega preoblikovanja podjetij več faz. Namen lastninskega preoblikovanja in privatizacije je bil oblikovanje učinkovito vodenih in tržno naravnanih podjetij. V drugi fazi (1995–2000) je postala pomembna konkurenčna sposobnost podjetij. Povečalo se je število prevzemov in združitev. Zaradi uspešne tranzicije je kmalu sledil vstop Slovenije v Evropsko unijo.

**Slika 2.3** Prevzemi v Sloveniji 1999–2007



Vir: ATVP 2008.

V Sloveniji je bilo v obdobju od leta 1999 do konca leta 2007 po podatkih ATVP 160 uspešnih prevzemov v skupni tržni vrednosti približno 4,114 mrd EUR, prevladalo pa je leto 2007, kar je razvidno s slike 2.3. V letu 2005 so se prevzemi zmanjšali, v letu 2007 pa dosegli najvišjo vrednost, kar je vplivalo tudi na porast SBI20. Prevzemniki so bila večinoma domača podjetja, le 18 uspešnih prevzemov so izvedla tuja podjetja. Največji tuji prevzemi so bili v letih 2001 in 2002 ter so zajemali prevzeme večjih

družb: SKB, d. d., Banke Koper, d. d., Krekove banke, d. d., Pivovarne Union, d. d., in Lek, d. d. V letu 2007 je borzni indeks SBI20 porasel za 73,54 odstotkov, predvsem zaradi povečanih prevzemnih aktivnosti. Na intenzivnost prevzemov pa so vplivali tudi ugodni makroekonomski kazalci.

Tuja podjetja bodo v prihodnosti v večji meri kapitalsko vstopala skozi prevzeme slovenskih podjetij, slovenska podjetja pa se bodo združevala za uspešen nastop na evropskih in svetovnih trgih ali pa tudi sama sodelovala pri prevzemih tujih podjetij (Bertoncelj 2005, 20).

V prihodnosti bo prihajalo tudi do tega, da bo tuji prevzemnik podjetje po prevzemu enostavno zaprl, meni Bešter (Bešter 1996, 75) in nadalje komentira, da bodo delničarji ciljnega podjetja dobili precejšnje premije za odkup njihovih delnic, vendar se bo z zaprtjem podjetja povečala brezposelnost, sorazmerno se bo zmanjšal tudi bruto domači proizvod, državni in občinski proračuni bodo imeli manjše prilive od dajatev, povezanih z aktivnostmi ukinjenih podjetij, negativne so lahko tudi posledice za plačilno bilanco države, lahko se zmanjša njen delež v svetovnih gospodarskih tokovih.

Dubrovski (2004, 240) meni, da so bili prevzemi v Sloveniji večkrat bolj poslovna nuja in je prihajalo celo do pretirane prevzemne aktivnosti. Negativne posledice so se pokazale predvsem v izčrpavanju podjetja, prestavljanju pozornosti iz lastnih težav drugam in preusmeritvi razvojnih investicij.

V Sloveniji se velikokrat napačno razume pojem prevzema kot nekaj negativnega, predvsem zaradi strahu pred zapiranjem podjetij in menjavo uprav. Kar nekaj prevzemov v Sloveniji se je zgodilo zaradi nepremičnin v lasti ciljnega podjetja, ukinjajo pa se dejavnosti, ki dolgoročno dajejo ustrezne donose.

V nadaljevanju bom predstavila raziskavi, ki sta vključevali prevzeta slovenska podjetja in izkušnje slovenskih prevzemnikov.

V empirični raziskavi, ki sta jo izpeljala Bertoncelj in Kovač (2007, 181–184), sta opravila raziskavo o petih najpomembnejših prevzemnih ciljih, uresničenih v procesih prevzemov ali združitvev. Analizirala sta 12 podjetij, ki so izvedla prevzem ali združitvev doma in/ali v tujini, in so svojo uspešnost ocenila z oceno dobro (povprečje 3,35) v primerjavi postavljenih prevzemnih ciljev z dejansko doseženimi rezultati. Ocenili so tudi pomembnost vsakega posameznega trdega in mehkega dejavnika uspeha za uspešen prevzem ali združitvev z vidika prevzemnega podjetja. Ocenjevali so naslednje cilje: večji tržni delež (4,27), dostop do novih trgov (4,00), večja prepoznavnost (3,92), dostop do distribucijskih kanalov (3,58) in dostop do blagovnih znamk (3,36). Izsledki raziskave kažejo, da so slovenski prevzemniki svojo uspešnost ocenili z »delno doseženo«, in so primerljivi z rezultati raziskav v Združenih državah Amerike.

Povzetek analize empirične raziskave Lahovnika o strateških dejavnikih, ki vplivajo na uspešnost prevzemov v Sloveniji (Lahovnik 2003, 2–20), izhaja iz njegovega mnenja, da je uspešnost prevzemov mogoče meriti glede na uresničitev motivov, ki

pogojujejo posamezni prevzem. Uresničevanje motivov, kot sta prenos poslovnih praks in povezovanje aktivnosti, je močno povezano z rentabilnostjo kapitala in ustvarjeno dodatno vrednostjo na zaposlenega v prevzetem podjetju. Analiza 45 prevzemov je tudi pokazala, da se uresničitev finančnih sinergij ni potrdila v višji rentabilnosti kapitala prevzetega podjetja in tudi ne v povečanju dodane vrednosti na zaposlenega v prevzetem podjetju. Identificiral je tri ključne dejavnike, ki so vplivali na uspešnost prevzemov. Sposoben prevzemnik z dobro poslovno prakso je uspešnost poslovanja prevzetega podjetja še povečal. Drugi dejavnik za uspešnost je dobro poslovno sodelovanje prevzemnika in prevzetega podjetja pred prevzemno ponudbo, tretji dejavnik pa naj bi bila podpora prevzema s strani managementa prevzetega podjetja, kar se je preneslo tudi na ostale zaposlene in je vplivalo na uspešnost prevzema. Lahovnik je tudi ugotovil, da so povezani horizontalni prevzemi poslovno uspešnejši od nepovezanih.

#### ***2.4.1 Portfeljske in neposredne tuje investicije***

Neposredne naložbe tujcev v Sloveniji so proste, izjema so neposredne naložbe v gospodarske družbe, ki opravljajo dejavnost proizvodnje in prometa z oborožitvenimi sredstvi in vojaško opremo, ter jih dovoli Vlada Republike Slovenije.

V letu 2007 so se prilivi neposrednih tujih investicij (NTI) občutneje povečali, v primerjavi z letom 2006 celo podvojili in dosegli skoraj enako raven kot odlivi. V letu 2007 so bili največji prilivi NTI po letu 2002. Po podatkih Banke Slovenije o neposrednih naložbah za leto 2007 največ NTI prihaja iz držav EU in Švice. Vrednost NTI v Sloveniji je konec leta 2007 znašala 9.542,9 milijona EUR in je bilo glede na leto 2006 zaznati 39,9-odstotno povečanje. NTI so bile v letu 2007 koncentrirane v 4,9 % od vseh slovenskih podjetij, predvsem v dejavnosti finančnega posredništva brez zavarovalništva (19,3 %), v proizvodnjo kemikalij, kemičnih izdelkov in umetnih vlaken (13,4 %) ter v druge poslovne dejavnosti (11,3 %). Tuje naložbe so v letu 2007 predstavljale 15,8 % kapitala, 17,5 % sredstev in 15,1 % zaposlenih vseh podjetij. Tako so ustvarili 22,8 % vseh čistih prihodkov od prodaje in 22,5 % vsega dobička iz poslovanja ter 26,1% celotne izgube iz poslovanja. Največ tujih naložb je bilo v osrednji Sloveniji, vrednostno pa so bile najpomembnejše naložbe v obstoječa podjetja. Iz podatkov je razvidno, da tuji lastniki v podjetjih ne namenjujejo ustvarjenega dobička za reinvestiranje, kar kaže na to, da niso dolgoročno razvojno naravnana. Največ dobičkov so v letu 2007 tujim lastnikom v Švico, Avstrijo ter Nizozemsko izplačala podjetja iz panoge proizvodnje kemikalij in kemičnih izdelkov.

Odlivi NTI iz Slovenije se stalno in hitro povečujejo, kar je eden najbolj pozitivnih vidikov slovenske internacionalizacije po vstopu v EU. Slovenija investira v tujino več sredstev, kot jih priteče iz tujine. Po tem smo izjema med novimi članicami EU, ki so vse izrazite neto uvoznice neposrednih tujih naložb. Slovenija je po podatkih Unctada

(investicijsko poročilo Konference Združenih narodov za trgovino in razvoj) o NTI za leto 2007, ki zajema 141 držav, po pritoku tujih neposrednih investicij na 94. mestu, po izhodnih investicijah pa na 31. mestu. V letu 2007 je bilo 1,425 mrd dolarjev vhodnih investicij (10,58 % BDP), obseg izhodnih investicij pa je dosegel 1,569 mrd dolarjev (11,9 % BDP). Izhodne naložbe so znašale 6,1 mrd dolarjev (13,3 % BDP), tuje neposredne naložbe v državo pa 10,5 mrd dolarjev (22,5 % BDP). Slovenija je med državami EU z najnižjim deležem stanja vhodnih NTI v BDP, saj imajo druge države EU v povprečju 40 % vhodnih in 50 % izhodnih investicij. Z višjimi prilivi NTI bi se povečale spodbude za prestrukturiranje gospodarstva v smeri tehnološko zahtevnejših dejavnosti za hitrejše dohitevanje razvitih držav v ravni produktivnosti, ki je ključni dejavnik konkurenčnosti gospodarstva, in prenesli bi se učinki prelivanja znanja. Slovenija bo morala zagotoviti boljšo regulacijo trga, podjetja pa izboljšati svojo strategijo poslovanja predvsem v panogah, ki so mednarodno konkurenčne, da bomo za tuje vlagatelje privlačnejši.

#### **2.4.2 Aktualni prevzemi – MBO**

Na tujih razvitih trgih so vsakdanja praksa odkupi podjetij s strani managerjev. Vlagatelji ponavadi pozitivno ocenijo nakup delnic, ki ga opravi management, saj to pomeni, da vodstvo zaupa v podjetje in nadaljnjo rast. Prevzemniki imajo tudi boljše podatke o poslovanju in realni vrednosti podjetja kot prodajalci.

Gospodarska zbornica Slovenije (2007) je v svojem članku na temo sprememb prevzemne zakonodaje navedla, da je managerski prevzem možen le, če ima podjetje neaktivne ali nezainteresirane lastnike, ki želijo izstopiti iz lastniške strukture ali ovirajo hitrejši razvoj podjetja. Ko lastnik objavi, da namerava prodati svoj delež, je podjetje na dražbi, zato se odgovorni managerji odzovejo z lastno ponudbo za vstop v lastništvo.

V raziskavi revije *Manager* (2008) so primerjali 14 največjih MBO odkupov in ugotovili, da so managerji kupovali ceneje, kot so bila podjetja knjigovodsko vredna. Večina MBO odkupov je bila dobro pripravljena in je koncentracija lastništva potekala tudi dlje časa. V tem obdobju managerji niso prikazovali visokih donosov. Po prevzemu so nekatera podjetja izplačevala visoke dividende in so prevzemniki že kmalu dobili povrnjeno kupnino. Drugi klasični način financiranja MBO odkupa pa je pripojitev kupljenega podjetja k prevzemniku.

Pred letom 2004 sta bila najbolj odmevna MBO odkupa BTC, d. d., in Gospodarskega vestnika, d. d., po letu 2004 pa so managerji odkupili pomembne družbe kot so: Merkur, Istrabenz, Pivovarno Laško, SCT, Primorje, Vegrad, MIP, Perutnina Ptuj, Jata Emona. Državne deleže sta velikokrat odprodala državni KAD in SOD.

Mnogi slovenski MBO so se izvedli zaradi obrambe pred morebitnim sovražnim prevzemom in prepuščanjem slovenskih podjetij tujcem, zato ne smemo vseh MBO vnaprej razumeti negativno. S spremembo zakonodaje je potrebno povečati

konkurenčnost slovenskega gospodarstva ter onemogočiti negativne pojave povezane z izigravanjem zakonodaje.

Zakonodaja o prevzemih kot tudi konkurenčna zakonodaja sta pri nas vedno bolj v ospredju zaradi aktualnih politično-ekonomskih dogajanj, predvsem zaradi managerskih odkupov. Z zadnjo spremembo zakona o prevzemih se je prepovedalo zastavljanje vrednostnih papirjev ciljne družbe. Z zakonskimi spremembami bančnega zakona pa so otežili pridobitev posojil, ki bi se zavarovala z zastavljenimi delnicami prevzemne družbe, kar posledično lahko pomeni, da bodo prevzemniki začeli najemati posojila pri tujih bankah. ATVP je predložil novo spremembo zakona o prevzemih, saj po zadnjih dogajanjih okoli MBO odkupa Istrabenza niso uspeli pravočasno omejiti delovanja povezanih oseb. V parlamentarni proceduri pa se trenutno nahaja zakonodaja, ki bo določila pogoje reprogramiranja t. i. tajkunskih kreditov.



### **3 ZAKONSKA UREDITEV PREVZEMOV IN ZDRUŽITEV**

Prevzemi ter združitve so v mednarodni korporacijski praksi tesno povezani. Združitve so praviloma urejene v statusnih – korporacijskih zakonodajah, prevzemi podjetij pa spadajo predvsem v pravo vrednostnih papirjev.

#### **3.1 Zakonska ureditev prevzemov v Sloveniji**

Pravna podlaga za združitve, prevzeme in managerske odkupe v Sloveniji so Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o prevzemih in Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence. Zakon o prevzemih je doživel številne spremembe, ki pa niso bile vedno tudi dobre, kar je posledica vpliva političnih in ekonomskih konfliktov. Namen prevzemne zakonodaje je zaščita malih delničarjev, povečanje transparentnosti dogajanja na trgu kapitala, zmanjšanje možnosti trgovanja na osnovi notranjih informacij ter omejevanje managementa ciljnih podjetij v dejanjih, ki bi lahko škodovala njihovim delničarjem. Pravno podlago za združitve vsebuje Zakon o gospodarskih družbah.

Prvi prevzemni zakon smo v primerjavi z zahodnimi državami sprejeli dokaj zgodaj. Avstrija je sprejela prevzemni zakon konec leta 1998, Nemčija pa konec leta 2001. Avgusta 1997 je v Sloveniji začel veljati prvi Zakon o prevzemih (Zpre), objavljen v Ur. l. RS, št. 47/97, in je temeljil na načelih, objavljenih v Direktivi Evropske skupnosti, št. 90/C 240/09 z dne 14. 9. 1990. Zakon je urejal način in pogoje za nakup vrednostnih papirjev posamezne delniške družbe z obvezno ponudbo (po doseganju 25-odstotnega praga glasovalnih pravic), obveznost javnega razkrivanja pomembnih informacij, omejitev obrambnih mehanizmov uprave ciljnega podjetja in enako obravnavo vseh delničarjev.

Zakonu so večkrat očitali, da ne zagotavlja dovolj učinkovitega varstva malih delničarjev, še posebej pri prevzemih s pomočjo t. i. parkirišč delnic (Kocbek 2006, 2).

Na podlagi trinajste direktive o prevzemnih ponudbah EU (2004/25/ES), ki je začela veljati 20. 5. 2004 z zahtevo po implementaciji v nacionalno zakonodajo do 20. 5. 2006, je bil 14. 7. 2006 sprejet dopolnjeni Zakon o prevzemih (Zpre-1) in objavljen v Ur. l. RS, št. 79/2006. S sprejemom novega zakona so bile odpravljene tranzicijske posebnosti zakona iz leta 1997 in prevzemi urejeni v skladu z mednarodnimi standardi. Zakon opredeljuje zaščito manjšinskih delničarjev ter enakost njihove obravnave, določitev pravične cene, obveznost prevzemne ponudbe, varstvo pridobljenih pravic, pravno varstvo, transparentnost prevzemnega postopka, obveščanje vseh strank, posebno predstavnikov zaposlenih, o vseh ustreznih elementih, povezanih s prevzemno ponudbo, in transparentnost obrambnih mehanizmov. Zakon je tudi razširil krog zavezancev za uporabo zakona, in sicer se uporablja za delniške družbe, ki imajo najmanj 250 delničarjev in vsaj 4,17 mio EUR osnovnega kapitala, za javne delniške

družbe, s katerimi delnicami se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, in tudi za večje nejavne delniške družbe, katerih delovanje je zaradi nekonsolidiranega lastništva in njihove finančne moči podobno delovanju javnih delniških družb (KAD in SOD).

Zakon o prevzemih je bil v začetku leta 2008 noveliran v zvezi s financiranjem managerskih odkupov, in sicer s prepovedjo zastavljanja vrednostnih papirjev ciljne družbe (Zpre-1A). Z zakonskimi spremembami Zakona o bančništvu pa se je otežila pridobitev posojil, ki bi se zavarovala z zastavljanjem delnic prevzemne družbe. Sprememba Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-A1) je prinesla spremembe določbe 248. člena, ki opredeljuje fiktivne, nične pravne posle, s katerimi se pridobi predujem ali posojilo za pridobitev delnic.

Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (ZPOmK-1) ureja področje koncentracij in je bil v letu 2008 noveliran. S stališča prevzemov sta poleg koncentracije pomembni še prepoved kartelov in prepoved zlorabe dominantnega položaja. Zakon opredeljuje koncentracijo kot pridobitev posrednega ali neposrednega nadzora nad podjetjem. Po zakonu se morajo Uradu za varstvo konkurence priglasiti vse ponudbe za prevzem, saj Urad za varstvo konkurence izdaja soglasje k prevzemu ali pa ga prepove.

### **3.2 Zakonska ureditev prevzemov v Evropski uniji**

Začetki sodobnih prevzemov segajo v zgodnja 70. leta dvajsetega stoletja. V Združenih državah Amerike so prevzemi bolj agresivni, saj ima kapital glavno vlogo, medtem ko je v Evropi pomemben tudi socialni vidik. Za Evropo je značilno prevzemanje podjetij v novo pridruženih članicah EU.

V EU je področje prevzemov urejeno s 13. direktivo, ki jo je evropski parlament sprejel 16. decembra 2003, ter velja od 20. maja 2004 in je zavezujoča za države članice, da jo uvedejo v nacionalno zakonodajo.

Trinajsta direktiva izhaja iz naslednjih načel:

- zagotovitev potrebnega varstva manjšinskih delničarjev,
- enako obravnavanje vseh delničarjev pri nakupovanju delnic s strani prevzemnika,
- zagotovitev obvezne ponudbe s strani prevzemnika in preprečevanje špekulativne delne ponudbe,
- zagotovitev pravočasne informiranosti vseh delničarjev,
- delovanje uprave delniške družbe v dobro vseh delničarjev, ki ne sme onemogočiti ponudbe,
- prepoved ustvarjanja navideznega trga vrednostnih papirjev ciljne in prevzemne družbe.



V Evropomočniku (2008) je navedeno, da Evropska unija lahko ukrepa, kadar ima združitve dveh podjetij ali prevzem podjetja s strani drugega negativne posledice na delovanje notranjega trga. Za nadzor nad združitvami z razsežnostjo EU je odgovorna Evropska komisija. Komisija lahko prepove ali določi pogoje za združitve in prevzeme podjetij, če bi nastajajoče večje podjetje s trga izpodrinilo svoje tekmece in tako oviralo konkurenco. Pri presojanju o dovoljenih združitvah se vedno pretehta vprašanje, ali bo združitve koristila potrošnikom ali bo škodila drugim podjetjem.



## 4 RAZLOGI ZA PREVZEME IN ZDRUŽITVE

Vsak prevzem je edinstven poslovni dogodek, saj povzroči večje organizacijske spremembe, ki vplivajo na nadaljnji razvoj prevzetega podjetja. Najpomembnejši dejavnik uspeha prevzemnika je, da na podlagi izbranih meril izbere primerno tarčo za prevzem, ki ima potencial za veliko rast v isti ali sorodni dejavnosti ter tudi primerno ekipo ljudi.

Priznani ameriški finančni guru Warren Buffett (1994) upošteva naslednji princip pri odločanju: »Iščemo le podjetja, katerih poslovanje poznamo in razumemo. Hočemo, da jih vodijo ljudje, ki so nam všeč. Njihova cena mora biti privlačna, pač glede na to, kaj lahko dolgoročno pričakujemo od njih« (Hagstrom 2004, 76).

### 4.1 Argumenti za in proti

Prednost podjetja, ki se odloči za prevzem, so predvsem manjši stroški, kot so stroški notranje rasti, zunanja rast je hitrejša od notranje, porazdelijo se tveganja, obstaja veliko možnih tarč za prevzem, kot vir financiranja se lahko uporabijo vrednostni papirji prevzemnega podjetja, prevzemno podjetje lahko izkoristi tudi davčne ugodnosti ter sinergije.

Argumenti, ki govorijo proti zunanji rasti, so povečana možnost za neuspeh, premalo ustreznih tarč za prevzem, izbira neustrezne tarče izven osnovne dejavnosti prevzemnega podjetja. Previsoka prevzemna premija se plača zaradi neustrezne ocene vrednosti ciljnega podjetja. Neskladnost korporacijskih kultur, dolgotrajen proces prevzema, neustrezna in dolgotrajna integracija prevzetega podjetja so še dodatni argumenti, ki govorijo proti zunanji rasti. Empirične študije kažejo, da več kot polovica vseh prevzemov ne ustvarja pričakovane vrednosti za lastnike.

Weston (1990, 296) je definiral naslednje dejavnike uspeha:

1. prevzemi so najhitrejša oblika širitve zmogljivosti (proizvodnih, prodajnih in drugih) za učinkovito odzivanje na potrebe hitro rastočih trgov,
2. prevzemi so kot oblika rasti, v primerjavi z možnostjo notranje rasti podjetja, manj tvegana alternativa,
3. razlike v ocenah vrednosti podjetja se med delničarji in drugimi potencialnimi investitorji v obdobjih rasti cen delnic povečujejo, zunanji investitorji imajo pogosteje občutek podcenjenosti podjetij,
4. optimizem managerjev v obdobjih gospodarske rasti se odraža v njihovem povečanem zanimanju za prevzeme,
5. glede na to, da se prevzemniki običajno pri prevzemih dodatno zadolžijo, je vpliv rasti obrestnih mer na intenzivnost prevzemov negativen.

KPMG (1999, 3) je izvedel globalno študijo, na podlagi katere je definiral mehke in trde dejavnike uspeha, ki povečajo možnost uspešnega prevzema. Pri mehkih dejavnikih

ima 26-odstotni vpliv ustrezna izbira managementa. Identifikacija ter reševanje medkulturnih konfliktov povečata možnost uspeha za 26 %, ustrezna komunikacija z interesnimi javnostmi pa za 13 %. Med trde dejavnike, ki vplivajo na možnost uspešnega prevzema, uvrščajo definiranje sinergij. To za 28 % poveča možnosti za uspeh, načrtovanje integracije za 13 % in profesionalno izveden skrbni pregled za 6 %.

Za uspešnost prevzemov je potrebno uravnotežiti ekonomski kot tudi človeški kapital. Uspešnost prevzemnih procesov ni odvisna le od količine denarja, temveč tudi od ljudi (Harding in Rouse, 2007).

Bertoncelj in Kovač (2007, 181–184) sta v empirični raziskavi opravila poleg raziskave o petih najpomembnejših prevzemnih ciljih, uresničenih v procesih prevzemov ali združitvah, še meritev pomembnih ključnih dejavnikov uspeha pri prevzemnih podjetjih. Izsledki so pokazali, da so pri uspešni izvedbi prevzema ali združitve trdi dejavniki ocenjeni za bolj pomembne kot mehki dejavniki. Največ poudarka so prevzemniki namenili skrbnemu pregledu tarče in managementa ciljnega podjetja. Raziskovalca zaključujeta, da ocenjevanje prevzemnih učinkov le na osnovi finančnih kazalnikov ni dovolj in je potrebno upoštevati tudi človeški dejavnik.

A. T. Kearneyjeva globalna študija (Bertoncelj 2008) je analizirala štiri dejavnike uspeha. Najuspešnejši so prevzemi v sorodni dejavnosti (80 %). Približno 30 % prevzemnikov je prezrlo priložnost za trajnostno rast (76 % prevzemnikov se osredotoči na zmanjševanje stroškov poslovanja). Le 32 % prevzemnih podjetij se dejavno ukvarja s tveganji. Z ekipo strokovnjakov za izvedbo prevzema je delalo 74 % prevzemnikov.

Raziskave A. T. Kearneyja (Dnevnik 2008) kažejo, da velik odstotek združitve ne ustvarja dodane vrednosti, v nekaterih primerih jo celo zmanjšuje. Neuspešna poprevzemna integracija ima po raziskavi 53-odstotni vpliv na neuspešnost prevzema. Doseganje ciljev je odvisno tudi od tega, kako uspešen je management pri komuniciranju in prepričevanju zaposlenih ter drugih deležnikov o viziji in dejavnostih za njeno izpolnitev. Uspešno komuniciranje je eden od sedmih bistvenih A. T. Kearneyjevih dejavnikov uspeha spajanj. Tako je od faze strateškega načrtovanja prek akcijskega načrta združevanja do njene izvedbe potrebno slediti naslednjim pravilom: uspešna komunikacija, premostitev kulturnih razlik, ustvarjanje vizije in strategije, realna presoja sinergije, določitev odgovornosti vodstva, doseganje hitrih učinkov in obvladanje tveganja.

## **4.2 Razlogi za prevzeme in združitve**

V literaturi najdemo različne teorije razvrščanja razlogov za prevzeme in združitve. Bertoncelj (2008, 23) loči tri glavne skupine motivov. Teorija sinergijskih učinkov določa, da podjetje po prevzemu deluje bolj učinkovito in uspešno, kot so poslovala posamezna podjetja pred združitvijo (sinergijski učinek). Teorija sposobne managerske ekipe govori o tem, da bo prevzeto podjetje po zamenjavi managementa in izboljšanju

vodenja delovalo bolj učinkovito in uspešno. Teorija podcenjenosti podjetja tarče govori o tem, da je ciljno podjetje v določenem časovnem obdobju lahko zaradi različnih razlogov podcenjeno in je njegova tržna cena nižja od notranje vrednosti.

#### **4.2.1 Sinergijski učinki**

S prerazporeditvijo poslovnih resursov in ustvarjanjem pozitivnih operativnih in finančnih sinergijskih učinkov je mogoče izboljšati učinkovitost poslovnega sistema. Vrednost novega podjetja je po združitvi večja od vrednosti posameznih podjetij pred združitvijo, skupaj je ustvarjen večji pozitiven denarni tok, kot bi ga ustvarili posamezni podjetji. Ločimo sinergije v poslovanju (ekonomija obsega, novi trgi, nove tehnologije, produktna diverzifikacija, omejevanje konkurence, zmanjšanje tveganja, davčni učinki, specializacija in delitev dela, boljša izkoriščenost človeških potencialov) ter finančne sinergije (dokapitalizacija, boljši pogoji zadolževanja oziroma nižji odhodki z naslova financiranja, manjše tveganje stečaja).

Podjetje po prevzemu deluje učinkoviteje in uspešneje, kot so poslovala posamezna podjetja pred njihovo združitvijo. Kupec pogosto plača prevzemno premijo za pričakovano dodano vrednost. Večji ko so pričakovani in s finančnimi modeli izračunani sinergijski učinki, večje so ponavadi te premije. Previsoko ocenjene sinergije povzročijo nerealna pričakovanja in precenjenost ciljnega podjetja (sinergijska past).

#### **4.2.2 Managerski dejavnik**

Človeški kapital podjetja in sposoben management sta ključna dejavnika za poslovni uspeh. Glavni motiv lastnikov podjetja je večanje vrednosti podjetja, glavni motiv managementa pa večanje premoženja podjetja, zato velikokrat nastopi konflikt interesov med lastniki in managerji. Management v večini primerov sproži procese povezovanja, zato je pridobitev uspešnega managementa lahko zadosten razlog za nakup ciljnega podjetja. Prevzeto podjetje po zamenjavi managementa in izboljšanju vodenja posluje učinkoviteje in uspešneje.

#### **4.2.3 Podcenjenost podjetja tarče**

Obstoječi in potencialni investitorji ne razpolagajo z vsemi pomembnimi informacijami o podjetju, ki omogočajo natančnejšo oceno vrednosti podjetja. Če ima nekdo dostop do notranjih informacij, ki jih drugi udeleženci na trgu kapitala ne poznajo, to imenujemo »insiderstvo«, ki je škodljiv pojav, in ga ATVP sankcionira. Ciljno podjetje je v določenem časovnem obdobju zaradi različnih razlogov lahko podcenjeno in je njegova tržna cena nižja od notranje vrednosti. Razlogi za podcenjenost so notranje informacije, neenakomerna obveščenost udeležencev trga kapitala, špekulativni nameni itd.



## 5 ANALIZA USPEŠNOSTI PREVZEMOV V SLOVENIJI 2004–2007

### 5.1 Opis splošnih ekonomskih razmer

Svetovna gospodarska rast je v letu 2007 znašala 4,9 % in je bila že peto leto zapored blizu 5 %. Med državami v razvoju sta Kitajska in Indija dosegli najvišjo rast. Cene nafte na svetovnih trgih so v letu 2007 ves čas naraščale, na porast cen so vplivale komaj zadostne zaloge nafte, šibkejši dolar, pa tudi večje povpraševanje na Kitajskem. Ameriška finančna kriza se je konec leta 2007 prelila v druge razvite države (tudi evropske) in vpliva na nadaljnji padec gospodarske rasti.

Po podatkih UMAR je bila v letih 2004–2006 gospodarska rast v Sloveniji v povprečju 4,7 %, v evroobmočju pa za 2,6 % nižja. Najvišja gospodarska rast v višini 6,1 % je bila leta 2007. Slovenija je med leti 2004 in 2007 uspela gospodarsko rast povečati bolj, kot je to veljalo za druge članice EU. Glavni dejavniki rasti so bili izvoz blaga in storitev, rast investicij v osnovna sredstva ter povečano domače povpraševanje in učinki sprejetih reform, predvsem na davčnem področju.

Po stabilni rasti cen v letih 2005–2006 se je letna inflacija z 2,8 % v decembru 2006 povišala na 5,6 % v decembru 2007, predvsem zaradi rasti cen hrane in dražitev tekočih goriv ter drugih surovin. Na visoko rast blagovnega izvoza je, poleg ugodnih konjunktur gibanj v mednarodnem okolju, vplivala tudi pospešena proizvodnja avtomobilske industrije. Rast izvoza storitev se je okrepila predvsem zaradi izvoza storitev posredovanj in finančnih storitev. Investicijska dejavnost je bila v letu 2007 najbolj intenzivna, predvsem zaradi gradnje infrastrukture, močno so se okrepile tudi druge gradbene investicije. V letu 2007 se je močno zmanjšalo število brezposelnih, spremembe dohodninske zakonodaje pa so zvišale rast neto plač v primerjavi z bruto plačami.

Rast tržne kapitalizacije delnic glede na BDP se je v letu 2007 še okrepila in je predstavljala 64,8 % BDP. Celotna tržna kapitalizacija delnic na borzi je 31. decembra 2007 znašala 19.740,1 mio EUR. Vrednost delnic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, je bila tako kar za 72 % višja kot ob koncu leta 2006. Rast tržne kapitalizacije delnic v letu 2007 je predvsem posledica rasti cen delnic in uvrstitev delnic Nove kreditne banke v borzno kotacijo.

Ekonomisti napovedujejo v letu 2009 negativno rast, in sicer za euroobmočje 4,5-odstotno, za Slovenijo pa 4-odstotno. Nižja rast bo predvsem v segmentih, ki so v zadnjih letih naraščali najhitreje (izvoz, dejavnosti gradbeništva, trgovine in finančno posredništvo). Pričakuje se upad tujega povpraševanja in investicij ter prevzemov podjetij. Negativna gospodarska rast bo močno vplivala na povečano brezposelnost (predvsem v gradbeništvu) in zaustavitev rasti plač. Kupna moč gospodinjstev se bo zmanjšala, padlo bo povpraševanje po nepremičninah.

## **5.2 Predstavitev vzorca 17 podjetij**

Od 29 uspešnih prevzemov v letu 2004 sem v analizo zajela le 17 podjetij, ki so poslovala tudi v nadaljnjih treh letih. Iz analize sem izločila tudi podjetje, katerega prevzem je bil sicer uspešen, vendar je prevzemnik pridobil le 2 % delnic in ni mogel vplivati na poslovanje podjetja, ki je bilo v večinski državni lasti in je sedaj v stečaju. V analizi je zajeto časovno obdobje od leta 2004 do 2008, poudarek pa je predvsem na gibanjih v zadnjem letu. Podlaga so podatki iz podatkovne baze GVIN o finančnih podatkih<sup>1</sup> ter letna poročila za leto 2007, ki so jih družbe v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah predložile Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. Z letom 2006 je prišlo do sprememb slovenskih računovodskih standardov, ki pa po oceni ekonomistov niso bile tolikšne, da bi otežile medletno primerjavo podatkov. Tečaje delnic sem pridobila s spletne strani Ljubljanske borze.

Pri analiziranih podjetjih sem izkazala šest kazalcev finančne uspešnosti. Statistična raziskava temelji tudi na ugotavljanju sprememb v gibanju tečajev delnic pred in po prevzemu. Upoštevala sem ceno delnice mesec dni pred dano ponudbo s ceno v ponudbi in nato naslednja leta po prevzemu.

## **5.3 Teoretična opredelitev izbranih kazalcev**

V nadaljevanju povzemam opredelitev naslednjih izbranih kazalcev v skladu s slovenskimi računovodskimi standardi objavljenimi, v Ur. l. RS, št. 118/05: prihodki od prodaje, dobiček iz poslovanja oz. poslovni izid iz celotnega poslovanja (EBIT), čisti dobiček oz. čisti poslovni izid poslovnega leta, povprečno število zaposlenih, donosnost sredstev in kapitala. Kazalniki donosnosti sredstev in kapitala predstavljajo enega izmed načinov analize poslovanja.

Prihodke od prodaje sestavljajo prodajne vrednosti prodanih proizvodov oziroma trgovskega blaga in materiala ter opravljenih storitev v obračunskem obdobju. Zaradi narave poslovanja finančnih holdingov, ki ustvarjajo prihodek iz upravljanja s finančnimi naložbami, sem pri njih upoštevala finančne prihodke.

Poslovni izid (dobiček ali izguba) celotnega poslovanja je razlika med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki. Od poslovnega izida iz prodaje se razlikuje za preostale poslovne prihodke in poslovne odhodke, med katerimi so tudi prevrednotovalni poslovni prihodki in prevrednotovalni poslovni odhodki.

Čisti poslovni izid poslovnega leta je razlika med vsemi prihodki ter vsemi odhodki, zmanjšana za obračunan davek iz dobička kot deležem države v njem in odloženimi davki. Pozitivni rezultat je čisti dobiček poslovnega leta, negativni pa čista

---

<sup>1</sup>Rezultati in kazalniki poslovanja so izračunani na podlagi podatkov iz letnih poročil na poenotenih obrazcih, ki so jih družbe predložile za posamezna leta.



izguba poslovnega leta. To je poslovni izid, s katerim je mogoče razpolagati po odbitku obračunanega davka ter po pribitku oziroma odbitku za obračunane odložene davke.

Podatki o številu zaposlenih pomenijo povprečno število zaposlencev na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju.

Kazalnik donosnosti sredstev kaže, kako uspešno je poslovodstvo upravljalo s sredstvi. Razmerje pove, koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je izkazanih na denarno enoto sredstev. Čim večja je vrednost kazalnika, tem uspešnejše je poslovanje podjetja. Čista donosnost sredstev je zmnožek dveh drugih kazalnikov, izraženih v obliki razmerja, čiste dobičkovnosti prihodkov ter proizvodnosti sredstev. Večja kot je vrednost obeh kazalnikov, večja je vrednost kazalnika čiste donosnosti sredstev. V primeru izkazane čiste izgube je vrednost kazalnika negativna. Kazalnik se izračunava po naslednji formuli:

$$\frac{\text{čisti poslovni izid obračunskega obdobja}}{(\text{sredstva} + \text{sredstva preteklega leta})/2} * 100$$

Kazalnik donosnosti kapitala je s stališča lastnikov družbe najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje, kako uspešno upravlja poslovodstvo s premoženjem lastnikov. Pokaže tudi, koliko čistega dobička/izgube je ustvarjeno z denarno enoto vloženega kapitala. Družba je poslovno uspešnejša, če je vrednost tega kazalnika čim večja (pozitivna). Vendar pa višja vrednost kazalnika lahko pomeni tudi večje tveganje zaradi velikega zadolževanja družbe. Čista donosnost kapitala je namreč odvisna od sestave virov financiranja sredstev. V primeru izkazane izgube je vrednost kazalnika negativna. Čisto donosnost kapitala je mogoče primerjati z zahtevano donosnostjo kapitala. Lastniki za svojo udeležbo pri financiranju družbe zahtevajo določen donos, odvisen od tveganja. Če management ne zmore zagotavljati zahtevanega donosa, potem ne uresničuje cilja lastnikov. Donosnost kapitala je zmnožek treh kazalnikov: dobičkovnosti prihodkov, obračanja vseh sredstev ter razmerja med sredstvi in kapitalom, ki izraža finančno tveganje. Kazalnik se izračunava po naslednji formuli:

$$\frac{\text{čisti poslovni izid obračunskega obdobja}}{(\text{kapital} + \text{kapital preteklega leta})/2} * 100$$

#### 5.4 Analiza finančnih podatkov

##### *SVILANIT tekstilna tovarna, d. d., Kamnik*

Glavna dejavnost: 17.400 – proizvodnja tekstilnih izdelkov, razen oblačil

Prevzem je izvedla družba BPT, d. d., Tržič, ki je videla kar nekaj sinergij, predvsem sinergije pri nabavi, saj obe podjetji uporabljata podobne materiale in si lahko kot večji kupec zagotovijo boljše pogoje nabave, s širšo ponudbo pa boljši položaj ter hkrati racionalizirajo stroške promocije in pospeševanja prodaje.

BPT je v letu 2004 povečal svoj lastniški delež v Svilanitu z 42,30 na 52,56 %. Prevzemna ponudba je znašala 8,34 EUR za delnico. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prezema v višini 4,38 EUR, ob objavi 6,25 EUR, po prevzemu 6,25 EUR, konec leta 2004 2,52 EUR in ob umiku delnic z borze (junija 2005) v višini 2,5 EUR. Postopek kapitalskega in fizičnega združevanja podjetij je bil zaključen jeseni 2005 s preselitvijo proizvodnje tekstila v Kamnik, trženje izdelkov obeh blagovnih znamk pa je prevzela novoustanovljena hčerinska družba. V letu 2007 so širili prodajno mrežo in odprli več trgovin na področju Slovenije ter držav bivše Jugoslavije. V letu 2008 so iztislili male delničarje, sedaj pa je, po uspešnem managerskem prevzemu, podjetje v likvidaciji.

**Tabela 5.1** Finančni podatki Svilanit, d. d., 2004–2007

SVILANIT tekstilna tovarna, d. d., Kamnik	2004	2005	indeks 2005/2004	2006	indeks 2006/2005	2007	indeks 2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	12.933.070	14.362.390	111,05	12.339.207	85,91	12.607.767	102,18
Poslovni izid iz poslovanja	-1.849.919	157.047	-8,49	-259.565	-165,28	60.330	-23,24
Čisti poslovni izid iz poslovanja	-2.141.236	288.446	-13,47	57.479	19,93	331.018	575,89
Povprečno število zaposlenecv	369	320	86,72	305,7	95,53	290,38	94,99
Čista donosnost sredstev	-10,13	1,36	-13,43	0,28	20,59	1,69	603,57
Čista donosnost kapitala	-16,34	2,48	-15,18	0,52	20,97	3,01	578,85

Vir: GVIN 2008.

Podjetje je po letu 2004 ves čas poslovalo pozitivno. Čisti prihodki iz prodaje so v celoti ustvarjeni na domačem trgu in so v letu 2007 znašali 12,6 mio EUR. Glede na preteklo leto so se povečali za 2 %, vendar niso presegli višine iz leta 2005. V primerjavi s predhodnim letom so povečali dobiček za 576 %. Število zaposlenih se je od leta 2004 zmanjšalo za 79 delavcev.

##### *Color, d. d., Medvode*

Glavna dejavnost: 24.300 – proizvodnja in prodaja izbranih, visokokvalitetnih industrijskih izdelkov iz programa premazov, praškastih premazov in sintetičnih smol

Prevzem je izvedla družba Helios, d. d., Domžale, ki izhaja iz iste panoge in je že bila 85-odstotni lastnik. Helios je ponudil 19,17 EUR za delnico. Prevzemna premija je znašala glede na povprečno ceno delnice v prvih petih mesecih leta 2004 skoraj 70 %. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 12,52 EUR, ob objavi

18,55 EUR, po prevzemu 11,28 EUR, konec leta 2004 8,40 EUR in ob umiku delnic z borze (julija 2006) v višini 9,18 EUR.

S prevzemom Colorja je Heliosu uspelo delno uresničiti idejo o povezovanju slovenske premazne industrije. Pod novim lastnikom je Color pričel z intenzivno naložbeno fazo ter vključevanjem v prodajno, razvojno in proizvodno filozofijo Skupine Helios. Največjo pozornost so namenili zagotavljanju potrebnih pogojev za pospešitev rasti obsega poslovanja družbe na tržiščih EU, držav bivše SZ in JV Evrope. Finančno uspešnost podjetja sta okrepila uskladitev razvojne strategije podjetja glede na lastne zmožnosti in potrebe Skupine Helios ter izboljššan nadzor nad tekočimi terjatvami. Na povišanje stroškov so vplivale podražitve surovin in energentov ter povečanje stroškov zaradi prilagoditve okoljevarstvene zakonodaje zahtevam EU.

**Tabela 5.2** Finančni podatki Color, d. d., 2004–2007

COLOR, d. d., Medvode	indeks			indeks			
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	indeks 2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	45.889.666	56.838.925	123,86	63.752.334	112,16	66.891.000	104,92
Poslovni izid iz poslovanja	-2.968.183	1.610.433	-54,26	1.295.861	80,47	2.514.000	194,00
Čisti poslovni izid iz poslovanja	-4.102.225	1.424.363	-34,72	1.076.459	75,57	1.854.000	172,23
Povprečno število zaposlenecv	328,02	330	100,60	324,7	98,39	330,84	101,89
Čista donosnost sredstev	-10,66	3,54	-33,21	2,3	64,97	3,55	154,35
Čista donosnost kapitala	-25,35	9,28	-36,61	6,29	67,78	9,97	158,51

Vir: GVIN 2008.

Podjetje je po letu 2004 ves čas poslovalo pozitivno in z vidnim porastom prihodkov iz prodaje. Prodaja Colorja je bila v letu 2007 za 5 % višja kot v letu 2006, čisti dobiček pa je v letu 2007 narasel za 72 %. Število zaposlenih se v analiziranem obdobju skoraj ni spreminjalo.

#### *Kema Puconci, d. d.*

Glavna dejavnost: 26.820 – proizvodnja drugih nekovinskih mineralnih izdelkov

Prevzem je izvedlo podjetje Salonit Anhovo, d. d., in tako so dolgoletno partnerstvo nadgradili s kapitalsko povezavo. Prevzemna ponudba je znašala 30,25 EUR za delnico. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 25,03 EUR, ob objavi 25,03 EUR, po prevzemu 28,41 EUR in ob umiku delnic z borze avgusta 2005 v višini 20,86 EUR. Podjetju se je pod lastništvom Salonita izboljšal pogajalski položaj, saj je nastopal kot del večjega sistema in uresničeval načrt odločnega prodora na tuje trge. Izboljšali so položaj v nabavi, pri pridobivanju poslov, določanju pogojev oskrbe z energijo, financiranju, kar je bilo zelo pomembno zaradi vstopa dveh novih ponudnikov na trg. V letu 2006 se je delniška družba preoblikovala v Kema Puconci, kremen in specialni gradbeni materiali, d. o. o. V decembru 2007 se je osnovni kapital družbe povečal z vplačilom svežega kapitala s strani novega družbenika Wiertersdorfer GmbH iz Avstrije, ki je postal 33,33-odstotni lastnik, Salonit Anhovo pa je lastnik

65,47-odstotnega deleža podjetja. Kemi Puconci je novo partnerstvo prineslo utrditev tržnega položaja, tehnološko sodelovanje, večje možnosti za vstop na tuje trge in boljše nabavne pogoje. V letu 2007 so najbolj povečali prodajo izdelkov na tujih trgih, kamor so izvozili za 26 % več izdelkov, na domačem trgu pa so imeli 12-odstotno rast prodaje, saj se srečujejo z vse večjo tujo konkurenco. Ustanavljali so hčerinska podjetja in predstavnštva na področju bivše Jugoslavije ter srednje in vzhodne Evrope.

**Tabela 5.3** Finančni podatki Kema Puconci, d. d., 2004–2007

KEMA PUCONCI, d. d., Puconci	2004	2005	indeks		indeks		indeks	
			2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006	
Čisti prihodki od prodaje	13.437.678	14.122.305	105,09	15.976.908	113,13	19.383.115	121,32	
Poslovni izid iz poslovanja	937.382	911.809	97,27	944.936	103,63	1.566.648	165,79	
Čisti poslovni izid iz poslovanja	580.000	596.343	102,82	572.426	95,99	1.016.826	177,63	
Povprečno število zaposlencev	121,89	120,14	98,56	118,72	98,82	126,71	106,73	
Čista donosnost sredstev	4,44	4,36	98,20	3,9	89,45	5,76	147,69	
Čista donosnost kapitala	10,48	10,19	97,23	9,18	90,09	11,87	129,30	

Vir: GVIN 2008.

Kema je uspešno poslovala ves čas in v letu 2007 povečala dobiček za 78 %. V primerjavi s predhodnim letom so ustvarili za 21 % več prihodkov od prodaje, predvsem na račun prodaje gradbenih materialov. Rast prodaje gradbenih materialov je bila najvišja v tujini, saj so jih prodali za 52 % več kot v letu 2006. Število zaposlenih se je v analiziranem obdobju minimalno spreminjalo, trenutno je zaposlenih 5 delavcev več.

*Liv Postojna, d. d.*

Šifra dejavnosti: 29.710 – proizvodnja električnih gospodinjskih naprav

Prevzem je izvedlo podjetje Muntalto, B.V. z Nizozemske in tako pridobilo 67,76-odstotni delež podjetja. Po ceni 62,6 EUR/delnico je družba izpeljala uspešen prevzem. V letu 2005 je prišlo do zmanjšanja osnovnega kapitala zaradi prenosa dela premoženja na novo družbo Liv Nepremičnine, k matični družbi pa sta se pripojili še družbi Liv Plastika in Liv Orodjarna. Oddeljeno je bilo poslovno nepotrebno premoženje, medtem ko je LIV Postojna ohranila premoženje, ki ga potrebuje za normalno delovanje ter razvoj ključnih programov sanitarne tehnike in tehničnih proizvodov iz termoplastov, namenjenih avtomobilski in drugim industrijam. Panoga gospodinjskih aparatov je že vrsto let zrela panoga, kjer ni velikih rasti, zato sta uveljavljena blagovna znamka in cenovna konkurenčnost ključna dejavnika uspeha. Družba večino prihodkov iz poslovanja realizira v tujini. Največjo konkurenco jim predstavlja agresivna kitajska konkurenca, ki je z izdelki nižjega cenovnega razreda prevzela večino svetovnega trga, predvsem zaradi nižjih stroškov dela, cenejših vgradnih delov in nižjega tečaja dolarja.

Družba Kolektor Group, d. d., je v letu 2006 izvedla uspešen prevzem družbe in tako postala 98,74-odstotni lastnik družbe. Za prevzem so se odločili v skladu s

strategijo diverzifikacije poslovanja, in sicer na področju programov mehatronike, elektronike in plastike, s ciljem, da Liv izdeluje zahtevne izdelke in sisteme na področju plastike. Po umiku delnic družbe z Ljubljanske borze, so se preoblikovali v družbo Kolektor LIV Predelava plastike, d. o. o.

**Tabela 5.4** Finančni podatki Liv Postojna, d. d., 2004–2007

Liv Postojna, d. d.	2004	2005	indeks		indeks		indeks
			2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	3.618.657	40.021.808	1.105,99	42.973.047	107,37	46.126.509	107,34
Poslovni izid iz poslovanja	-659.055	1.180.630	-179,14	406.308	34,41	380.405	93,62
Čisti poslovni izid iz poslovanja	-898.083	1.381.844	-153,87	398.149	28,81	496.475	124,70
Povprečno število zaposlenecv	60,26	461,25	765,43	462,34	100,24	483,78	104,64
Čista donosnost sredstev	-2,76	4,06	-147,10	1,14	28,08	1,45	127,19
Čista donosnost kapitala	-2,96	5,21	-176,01	1,84	35,32	2,51	136,41

Vir: GVIN 2008.

Družba LIV Postojna je po prevzemu ves čas poslovala pozitivno, čisti dobiček pa se je zmanjšal tako v letu 2006 kot letu 2007, kar je posledica rasti cen plastičnih mas. Prihodki so se od leta 2005, po pripojitvi hčerinskih družb, ves čas povečevali. Sicer pa zaradi vseh preoblikovanj primerjava rezultatov v letu 2004 in 2005 v Liv Postojna ni mogoča. Družba je izplačala dividende v letih 2005 in 2006. Število zaposlenih je naraslo v letu 2005 zaradi pripojitve dveh družb, nato pa se je vsako leto še povečevalo.

*Iskra kondenzatorji, d. d., Semič*

Šifra dejavnosti: 32.100 – proizvodnja elektronskih komponent

Prevzem je izvedlo podjetje Iskra, elektro in elektronska industrija, d. d., ki je imela 31. 12. 2007 v že lasti 93,02 % delnic. Iskra, d. d., je večinski delež semiške Iskre kupila na javni dražbi od nemškega lastnika AEG KuW v začetku leta 2004 in postala lastnica 77,8-odstotnega deleža. Po ceni 8,6 EUR/delnico je družba izpeljala uspešen prevzem. Iskra Kondenzatorji sodi med deset največjih proizvajalcev kondenzatorjev na svetu. V letu 2007 so se intenzivirali pritiski na znižanje cen, predvsem na azijskem trgu, zato se je spremenila struktura prodaje, močno pa je vplivala na rezultate poslovanja tudi porast cen materialov in energije. Podjetje se že sooča s krizo, ker upadajo naročila na evropskem in azijskem trgu, kjer prodajajo kondenzatorje proizvajalcem računalnikov in bele tehnike, zato so že izvedli ukrepe za zmanjšanje števila delovnih ur ter znižanje plač, sledilo pa bo tudi odpuščanje zaposlenih.

**Tabela 5.5** Finančni podatki Iskra kondenzatorji, d. d., 2004–2007

ISKRA KONDENZATORJI, d. d.	2004	2005	indeks		indeks		indeks
			2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	28.615.875	27.556.206	96,30	29.102.835	105,61	25.440.296	87,42
Poslovni izid iz poslovanja	4.042.004	288.025	7,13	1.003.171	348,29	344.111	34,30
Čisti poslovni izid iz poslovanja	4.658.260	584.825	12,55	898.468	153,63	194.217	21,62
Povprečno število zaposlencev	923	818,77	88,71	820,26	100,18	655,73	79,94
Čista donosnost sredstev	20,87	2,58	12,36	6,76	262,02	0,77	11,39
Čista donosnost kapitala	128,15	9,38	7,32	25,06	267,16	2,64	10,53

Vir: GVIN 2008.

Družba je od vstopa koncerna Iskra v lastniško razmerje vseskozi poslovala pozitivno. Prihodki od prodaje v letu 2007 so bili nižji od doseženih v letu 2006. Na tujem trgu (EU 52,3 %, JV Evropa 11,9 %, Azija 19,6 %, ostali 2,8 %) so ustvarili 86,6 % čistih prihodkov iz prodaje. Tako so v letu 2007 ustvarili 25,4 milijona EUR prihodkov od prodaje, kar je 13 % manj kot leta 2006. Kazalniki dobičkonosnosti v primerjavi s prejšnjim letom so pokazatelji težav pri prodaji na azijskem trgu zaradi vse večje konkurence in zniževanja cen, na drugi strani pa so se zviševale cene materialov in energije. Število zaposlenih konec leta 2004 se je znižalo z 923 na 756 delavcev na dan 31. 12. 2007, kar pomeni 18-odstotno znižanje oziroma za 167 delavcev.

*Cimos, d. d., Koper*

Šifra dejavnosti: 34.300 – proizvodnja drugih delov in opreme za motorna vozila

Prevzem je izvedlo več podjetij, in sicer: Banka Koper, d. d., Intereuropa, d. d., Kapitalska družba, d. d., Kovinoplastika Lož, d. d., Triglav, finančna družba, d. d. Prevzemniki so bili podpisniki delniškega sporazuma, s katerim so pristopili k prevzemu zaradi zagotovitve dolgoročne stabilnosti izdajatelja, uresničitve srednjeročnega plana razvoja izdajatelja in večanja vrednosti izdajatelja, in si tako zagotovili večinski delež v podjetju. Po ceni 2,67 EUR/delnico je bil izpeljan uspešen prevzem. Lastniki sedaj podjetju intenzivno iščejo strateškega partnerja, ki bi zagotavljal nadaljevanje uspešnega poslovanja in razvoja Cimos in bi tako izstopili iz lastništva. Skupina Cimos je bila v letu 2007 sestavljena iz obvladujoče družbe Cimos d. d., in 24 odvisnih družb s sedeži v osmih državah.

**Tabela 5.6** Finančni podatki Cimos, d. d., 2004–2007

CIMOS, d. d., Koper	2004	2005	indeks		indeks		indeks
			2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	205.433.211	282.350.135	137,44	311.509.800	110,33	419.195.911	134,57
Poslovni izid iz poslovanja	8.801.978	8.402.942	95,47	8.405.701	100,03	9.813.717	116,75
Čisti poslovni izid iz poslovanja	5.812.692	5.233.901	90,04	5.929.246	113,29	3.432.188	57,89
Povprečno število zaposlencev	923,99	1059,13	114,63	1041,41	98,33	1091,63	104,82
Čista donosnost sredstev	2,54	1,92	75,59	3,59	186,98	0,94	26,18
Čista donosnost kapitala	5,68	4,71	82,92	11,47	243,52	3,27	28,51

Vir: GVIN 2008.

Družba Cimos je v letu 2007 poslovala uspešno, saj je ustvarila 419 mio EUR poslovnih prihodkov, kar je pomenilo 35 % več kot v letu 2006. Delež čistih prihodkov od prodaje na tujih trgih je znašal 89 %. Čisti poslovni izid je znašal 3,4 milijona evrov in je upadel za 42 %. Stopnja dobičkonosnosti kapitala je bila v primerjavi s preteklim obdobjem nekoliko nižja, in sicer 3,27 %. Število zaposlenih se je od leta 2004 do 2007 ves čas povečevalo, kar pomeni povečanje za 169 delavcev oziroma za 16 %.

*Murales, Tovarna masivnega pohištva d. d., Ljutomer*

Šifra dejavnosti: 36.110–proizvodnja kuhinjskega pohištva

Tu je šlo za managerski odkup s strani tedanje uprave. Namera za prevzem je bila objavljena po ceni 3,54 EUR za delnico, katere osnovni namen je bil legalizirati obstoječe stanje, saj so imele tri povezane osebe večinski delež in niso predhodno objavili prevzema. Tečaj delnice na borzi se je v tem času gibal od 7,6 EUR do 7,56 EUR. Po prevzemu so na skupščini sprejeli sklep o umiku delnic z borze. V letu 2007 se je povečala prodaja izdelkov na slovenskem tržišču za 14 %, zmanjšala pa se je prodaja na tujih tržiščih, najbolj v Nemčiji in ZDA, predvsem zaradi nedoseganja lastne cene in padca dolarja proti EUR. Pri pogajanjih za doseganje nabavnih cen repromaterialov so relativno majhni, zato povečanje le teh močno dviguje lastno ceno izdelkov. Zaradi finančne krize so se ti problemi še izostrili, družba je praktično izgubila večji del poslov v Nemčiji, tako da bodo prisiljeni zmanjševati število delavcev.

**Tabela 5.7** Finančni podatki Murales, d. d., 2004–2007

MURALES, d. d., Ljutomer	indeks			indeks			indeks
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	7.907.625	6.954.367	87,95	7.500.744	107,86	7.791.361	103,87
Poslovni izid iz poslovanja	920.357	578.149	62,82	253.191	43,79	333.349	131,66
Čisti poslovni izid iz poslovanja	836.341	506.093	60,51	233.221	46,08	641.102	274,89
Povprečno število zaposlencev	193	194	100,52	191	98,45	195	102,09
Čista donosnost sredstev	9,31	5,09	54,67	2,3	45,19	6,15	267,39
Čista donosnost kapitala	10,88	6,09	55,97	2,7	44,33	7,08	262,22

Vir: GVIN 2008.

Družba je poslovno leto 2007 zaključila z dobičkom, tako kot pretekla leta, vendar pa dobiček zelo niha iz leta v leto. Prihodki od prodaje so se v letu 2007 povečali za 3,9 %, zaradi povečanja cen pri prodaji pod lastno blagovno znamko. Samo število zaposlenih v obdobju 2004–2008 se ni bistveno spreminjalo.

*Gradbeno podjetje Grosuplje, d. d.*

Šifra dejavnosti: 45.210 – gradnja stanovanjskih in nestanovanjskih stavb

Družba Fakt, d. o. o., v 100 % lasti družbe za investiranje in nepremičnine Megafin, d. d., je objavila namero za prevzem GPG in je imela že takrat v lasti 60,90-odstotni delež. Po ceni 27,54 EUR/delnico je družba izpeljala uspešen prevzem.

Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 23,89 EUR, ob objavi 25,87 EUR, po prevzemu 26,7 EUR in ob umiku delnic z borze novembra 2004 v višini 27,54 EUR. V letu 2005 je bila izvedena pripojitev prevzete družbe Fakt, d. o. o., k družbi GPG, d. d.

**Tabela 5.8** Finančni podatki GPG, d. d., 2004–2007

Gradbeno podjetje Grosuplje, d. d., Grosuplje			indeks		indeks		indeks
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	45.496.874	64.847.869	142,53	43.999.031	67,85	73.364.031	166,74
Poslovni izid iz poslovanja	366.533	2.373.195	647,47	-376.521	-15,87	2.171.657	-576,77
Čisti poslovni izid iz poslovanja	764.018	338.965	44,37	461.550	136,16	1.366.667	296,10
Povprečno število zaposlencev	256,86	191,85	74,69	159,21	82,99	126,87	79,69
Čista donosnost sredstev	1,22	0,5	40,98	0,89	178,00	3,17	356,18
Čista donosnost kapitala	4,13	1,76	42,62	4,32	245,45	56,91	1.317,36

Vir: GVIN 2008.

GPG je v letu 2007 ustvaril 73,3 mio EUR prihodkov in tako ustvaril čisti dobiček v višini 1,3 mio EUR, kar je 296-odstotno povečanje glede na leto 2006. Podjetje je doseglo višji obseg prihodkov na področju gradnje za trg in posledično višjo donosnost kapitala. Število zaposlenih se je znižalo za 130 delavcev.

*Gradis, Gradbeno podjetje, d. d., Ljubljana*

Šifra dejavnosti: 45.210 – gradnja stanovanjskih in nestanovanjskih stavb

Uspešni prevzemnik je bila družba Primorje, d. d., ki je že imela 61,28 % delnic Gradisa in kasneje postala 100-odstotni lastnik. Po ceni 6,68 EUR/delnico je družba izpeljala uspešen prevzem. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 2,7 EUR, ob objavi 5,85 EUR, po prevzemu 6,34 EUR in ob umiku delnic z borze julija 2005 v višini 6,38 EUR. Glavni motiv za prevzeme v gradbeni stroki naj bi bile močnejše pozicije na trgu in sklenjene pogodbe za posle, ki bi jih težko zmogli sami. V letu 2007 so izvedli izključitev manjšinskih delničarjev ter izvršili statusne spremembe preoblikovanja v Gradis, Gradbeno podjetje, d. o. o., Ljubljana.

**Tabela 5.9** Finančni podatki Gradis, GP Ljubljana, d. d., 2004–2007

GRADIS, d. d., Gradbeno podjetje Ljubljana			indeks		indeks		indeks
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	20.535.614	19.287.931	93,92	20.084.908	104,13	22.215.261	110,61
Poslovni izid iz poslovanja	198.472	312.345	157,37	104.949	33,60	-1.200.062	-1.143,47
Čisti poslovni izid iz poslovanja	-203.425	30.054	-14,77	27.567	91,72	-379.450	-1.376,46
Povprečno število zaposlencev	360,2	302,04	83,85	166,27	55,05	112,25	67,51
Čista donosnost sredstev	-1,47	0,23	-15,65	0,46	200,00	-2,83	-615,22
Čista donosnost kapitala	-15	2,32	-15,47	4,22	181,90	-15,36	-363,98

Vir: GVIN 2008.

Podjetje je sicer povečevalo prihodke vsako leto, vendar je poslovalo v letu 2007 s precejšnjo izgubo in z negativnimi kazalci donosnosti. Prihodki so v letu 2007 narasli za 10 % in so ob tem realizirali izgubo v višini 379.450 EUR. Vzrok je prenos nekaterih



dejavnosti in zaposlenih (proizvodni delavci) na družbo Nastor, d. o. o., ki je šla v letu 2007 v stečaj.

*SCT, d. d., Ljubljana*

Splošno gradbeno podjetje Slovenija ceste Tehnika Obnova, d. d.

Šifra dejavnosti: 45.230 – projektiranje, inženiring, gradnja visokih in nizkih zgradb, tesarstvo, proizvodnja betonskih izdelkov, finalna in asfalterska dela

Družba Delfi, d. d., je prevzela družbo SCT, d. d., ki je že imela 50,17-odstotni lastniški delež. Po ceni 28,79 EUR/delnico je družba izpeljala uspešen prevzem. V tem primeru je šlo za notranji managersko-delavski odkup, saj je bila družba Delfi v lasti zaposlenih v SCT-ju. S prevzemom so želeli pridobiti aktivno lastniško vlogo v družbi, zaradi vstopa v EU, kjer so se soočili z močno konkurenco, in zaradi ohranjanja vodilnega položaja na trgu gradbeništva v Sloveniji, kjer imajo 11-odstotni delež. V letu 2007 so iz družbe iztisnili male delničarje in tako je družba Delfi postala 100-odstotna lastnica SCT. Delfi si je na skupščini SCT v letu 2008 iz bilančnega dobička izplačal 7,6 mio EUR. V letu 2009 je SCT izvedel pripojitev podjetja Delfi k SCT. Pravno nakup delnic obvladujoče družbe (Delfi) s strani odvisne družbe (SCT) ni sporen. Obstajajo ugibanja o poslovanju SCT, da naj bi zmanjševali dobiček s povečanim investiranjem, po končanem managerskem prevzemu pa napovedujejo povečanje dobička.

Poleg obvladujoče družbe SCT, d. d., zajema skupina SCT še 25 odvisnih družb, dve podružnici in dve predstavništvu.

**Tabela 5.10** Finančni podatki SCT, d. d., 2004–2007

SCT, d. d., Ljubljana	2004	2005	indeks		indeks		indeks
			2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	314.900.180	267.646.080	84,99	300.930.638	112,44	432.763.676	143,81
Poslovni izid iz poslovanja	890.769	3.707.513	416,21	3.228.885	87,09	-503.502	-15,59
Čisti poslovni izid iz poslovanja	1.525.017	766.677	50,27	1.627.262	212,25	1.642.246	100,92
Povprečno število zaposlenecv	2419,5	2234,7	92,36	1729,01	77,37	1454,6	84,13
Čista donosnost sredstev	0,73	0,36	49,32	0,68	188,89	0,59	86,76
Čista donosnost kapitala	4,46	2,35	52,69	5,3	225,53	5,17	97,55

Vir: GVIN 2008.

Podjetje je poslovalo ves čas pozitivno. Čisti prihodki od prodaje so se v letu 2007 zvišali za 44 %, čisti poslovni izid pa je znašal 1,64 mio EUR, kar je skoraj na isti ravni kot v letu 2006. Kljub naraščajočemu obsegu pridobljenega prihodka v preteklih letih se je število zaposlenih močno zniževalo, predvsem zaradi njihove razporeditve v novoustanovljene odvisne družbe. Od leta 2004 se je znižalo število zaposlenih za 966 delavcev.

*Elmo, d. d., Ljubljana*

ELMO, Elektro-montažno podjetje, d. d.

Šifra dejavnosti: 45.310 – inštaliranje električnih napeljav in naprav

Prevzem je izvedla družba M1, d. d., finančni holding, ki je bila tudi sama tarča prevzema v letu 2004 in postala 67,53-odstotni lastnik. Po ceni 3,0 EUR/delnico je družba izpeljala uspešen prevzem. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 2,09 EUR, ob objavi 3,13 EUR, po prevzemu 2,7 EUR, konec leta 2004 2,71 EUR, konec leta 2005 2,71 EUR, konec leta 2006 3,7 EUR, konec leta 2007 4,00 EUR in konec leta 2008 3,5 EUR. Elmo, d. d., ima še dve odvisni družbi. Strategija skupine je povečati konkurenčnost družbe, racionalizirati nabavo materiala in storitev, izboljšati organizacijo izvedbenega procesa posameznega projekta, razširiti območje pridobivanja in izvedbe projektov na tujih trgih.

**Tabela 5.11** Finančni podatki Elmo, d. d., 2004–2007

ELMO Elektromontažno podjetje, d. d.			indeks		indeks		indeks
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	8.155.288	11.236.682	137,78	8.691.192	77,35	11.312.913	130,17
Poslovni izid iz poslovanja	-28.508	117.266	-411,34	-583.478	-497,57	-206.135	35,33
Čisti poslovni izid iz poslovanja	184.206	73.407	39,85	-619.775	-844,30	15.548	-2,51
Povprečno število zaposlencev	110,34	107,07	97,04	101,83	95,11	104,01	102,14
Čista donosnost sredstev	1,94	0,79	40,72	-6,27	-793,67	0,16	-2,55
Čista donosnost kapitala	2,89	1,15	39,79	-10,41	-905,22	0,28	-2,69

Vir: GVIN 2008.

V letu 2007 je družba Elmo, d. d., ustvarila 11,3 mio EUR čistih prihodkov iz prodaje, ki so bili v primerjavi z letom 2006 višji za 30 %, in leto zaključila z minimalnim dobičkom. V primerjavi s preteklim letom so stroški materiala močno porasli zaradi dviga cen surovin na globalnem trgu (baker, nafta). Število zaposlenih se je od leta 2004 znižalo za 16 delavcev.

*RTC Krvavec, d. d.*

Rekreacijsko turistični center Krvavec, d. d.

Šifra dejavnosti: 60.213 – dejavnost žičnic in vlečnic

Unior, d. d., Zreče je uspešno zaključil javno ponudbo za odkup 94,3-odstotnega deleža RTC Krvavec po ceni 0,42 EUR/delnico. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 12,52 EUR, ob objavi 12,52 EUR, po prevzemu 0,5 EUR in ob umiku delnic z borze junija 2007 v višini 4,3 EUR. Za prevzem so se v Uniorju odločili predvsem zato, ker so želeli razširiti svojo ponudbo, povečati prepoznavnost na domačem trgu in primerljivost s konkurenčnimi smučišči v tujini. Sedaj RTC Krvavec po dolgoletnih izgubah izboljšuje poslovanje in povečuje investicije v infrastrukturo, saj želijo postati sodoben turistični center.

**Tabela 5.12** Finančni podatki RTC Krvavec, d. d., 2004–2007

RTC Krvavec, d. d., Cerklje na Gorenjskem	indeks			indeks			indeks
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Čisti prihodki od prodaje	2.939.257	2.864.140	97,44	3.029.600	105,78	3.500.426	115,54
Poslovni izid iz poslovanja	429.572	225.985	52,61	341.188	150,98	482.060	141,29
Čisti poslovni izid iz poslovanja	36.340	49.759	136,93	85.363	171,55	116.836	136,87
Povprečno število zaposlenecv	39,13	37,43	95,66	35,4	94,58	32,21	90,99
Čista donosnost sredstev	0,2	0,27	135,00	0,44	162,96	0,57	129,55
Čista donosnost kapitala	0,56	0,47	83,93	0,81	172,34	1,1	135,80

Vir: GVIN 2008.

S prodajo so ustvarili v letu 2007 za 3,5 mio EUR prihodkov, kar je za 15,5 % več kot v letu 2006. Poslovni uspeh leta 2007 je v primerjavi s preteklimi leti boljši, saj je čisti dobiček narastel za 37 % v letu 2007. V primerjavi z letom 2004 se je število zaposlenih konec leta 2007 znižalo za 7 delavcev.

*Aktiva Naložbe, d. d.*

Šifra dejavnosti: 74.150 – dejavnost holdingov

Družba je nastala s preoblikovanjem pooblaščne investicijske družbe Antena v redno delniško družbo. Aktiva Invest, d. d., ki je že bila lastnica deleža družbe, je prvo prevzemno ponudbo objavila kmalu po preoblikovanju in svoj delež povečala na 66,24 %. Aktiva Invest je ponudila za eno delnico 4,17 EUR, kar je pomenilo za prevzem sicer skromno premijo v višini okoli 10 % nad povprečnim nivojem cene preteklega obdobja. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 3,79 EUR, ob objavi 4,02 EUR, po prevzemu 3,38 EUR, konec leta 2004 4,17 EUR, konec leta 2005 3,96 EUR, konec leta 2006 3,96 EUR, konec leta 2007 5,10 EUR in konec leta 2008 6,5 EUR.

V letu 2007 je Aktiva Invest, d. d., ki je v večinski lasti nizozemske družbe Aktiva Holdings, d. d., ponovno izvedla uspešen prevzem in postala 81,2-odstotni lastnik delnic.

**Tabela 5.13** Finančni podatki Aktiva Naložbe, d. d., 2004–2007

Aktiva Naložbe, d. d.	indeks			indeks			indeks
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Finančni prihodki	5.287.279	4.323.402	81,77	4.511.536	104,35	36.022.302	798,45
Poslovni izid iz poslovanja	-356.030	-151.543	42,56	-634.149	418,46	-1.838.485	289,91
Čisti poslovni izid iz poslovanja	12.194	434.522	3.563,41	2.028.094	466,74	36.262.847	1.788,03
Povprečno število zaposlenecv	0	1,4	0,00	8,92	637,14	13,71	153,70
Čista donosnost sredstev	0,02	0,52	2.600,00	3,95	759,62	23,28	589,37
Čista donosnost kapitala	0,02	0,63	3.150,00	5,08	806,35	34,77	684,45

Vir: GVIN 2008.

Družba skoraj nima prihodkov iz poslovanja, zaradi narave poslovanja finančnih holdingov, ki ustvarjajo prihodek iz upravljanja s finančnimi naložbami. Finančni prihodki pa so se v letu 2007 povečali predvsem zaradi pripojitve treh družb, posledično

je bil tudi čisti dobiček izredno visok, v višini 36 mio EUR. Družba je začela zaposlovati večje število zaposlenih šele v letu 2006.

*M1, d. d., Ljubljana*

Šifra dejavnosti: 74.150 – dejavnost holdingov

Družba je nastala s preoblikovanjem pooblaščenice investicijske družbe v redno delniško družbo. Družba Fond Invest, d. d., je izvedla prevzem družbe M1, d. d., po ceni 3,0 EUR/delnico in postala imetnica 60,73-odstotnega deleža družbe. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 1,6 EUR, ob objavi 1,93 EUR, po prevzemu 1,6 EUR, konec leta 2004 1,91 EUR, konec leta 2005 1,57 EUR, konec leta 2006 2,0 EUR, konec leta 2007 2,71 EUR in konec leta 2008 3,4 EUR. Družba je v letu 2007 nadaljevala z netržnimi naložbami in koncentracijo portfelja v družbah, katerih deleže je pridobila še v času lastniških certifikatov, in niso v kotaciji na Ljubljanski borzi, d. d. V letu 2007 je zaradi vplačila novo izdanih delnic ponovno objavila namero za prevzem družbe M1, d. d., po ceni 4,17 EUR. V začetku leta 2008 se je družba Fond Invest, d. d., pripojila k edinemu lastniku – družbi BPD Fida, d. o. o., Ljubljana, ki je postala večinski lastnik družbe M1, d. d.

**Tabela 5.14** Finančni podatki M1, d. d., 2004–2007

M1, finančna družba, d. d.			indeks				indeks	
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006	
Finančni prihodki	816.185	1.755.182	215,05	2.113.340	120,41	3.427.971	162,21	
Poslovni izid iz poslovanja	-172.699	-198.276	114,81	-266.217	134,27	-266.109	99,96	
Čisti poslovni izid iz poslovanja	-615.925	86.018	-13,97	1.642.015	1.908,92	2.384.573	145,22	
Povprečno število zaposlenecv	0,33	1	303,03	1,35	135,00	2	148,15	
Čista donosnost sredstev	-3,97	0	0,00	8,46	0,00	7,93	93,74	
Čista donosnost kapitala	-4,03	0	0,00	9,95	0,00	9,86	99,10	

Vir: GVIN 2008.

Družba je v poslovnem letu 2007 poslovala uspešno in ustvarila 2,3 mio EUR čistega poslovnega izida obračunskega obdobja. Nima prihodkov iz poslovanja, zaradi narave poslovanja finančnih holdingov, ki ustvarjajo prihodek iz upravljanja s finančnimi naložbami. V primerjavi z letom 2006 so se finančni prihodki povečali za 62 %. Družba ima 2 zaposlena.

*Triglav Naložbe, d. d.*

Šifra dejavnosti: 74.150 – dejavnost holdingov

Družba je nastala s preoblikovanjem pooblaščenice investicijske družbe Triglav Steber PID, d. d., v redno delniško družbo. Zavarovalnica Triglav, d. d., je s prevzemom po ceni 1,77 EUR/delnico v letu 2004 postala večinski lastnik 74,22 % delnic družbe. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo in po prevzemu v višini 1,58 EUR, konec leta 2004 in 2005 1,58 EUR, konec leta 2006 1,83 EUR, konec leta 2007 3,00 EUR in

konec leta 2008 1,56 EUR. Zavarovalnica Triglav, d. d., je v septembru 2008 ponovno uspešno izvedla prevzem družbe s ponudbo po 2,4 EUR na delnico in postala lastnik 79,94 % delnic družbe, preostali del kapitala v višini 20,06 % pa je še vedno zelo razpršen med male delničarje. V letu 2007 je družba povečevala deleže v obstoječih kot tudi novih strateških naložbah, predvsem na JV trgih.

**Tabela 5.15** Finančni podatki Triglav Naložbe, d. d., 2004–2007

Triglav Naložbe, finančna družba, d. d.	indeks		indeks		indeks		
	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006
Finančni prihodki	1.225.006	759.215	62,0	963.342,00	126,9	3.844.720,00	399,10
Poslovni izid iz poslovanja	-236.420	-246.403	104,2	-1.267.568,00	514,4	-1.216.346,00	95,96
Čisti poslovni izid iz poslovanja	-4.224.246	584.003	-13,8	-1.365.631,00	-233,8	874.581,00	-64,04
Povprečno število zaposlenecv	0	0,42	0,0	7,17	1.707,1	6,33	88,28
Čista donosnost sredstev	-26,25	1,74	-6,6	-3,90	-224,1	2,26	-57,95
Čista donosnost kapitala	-27	1,85	-6,9	-4,40	-237,8	2,83	-64,32

\*Podjetje se je preoblikovalo v začetku leta 2004.

Vir: GVIN 2008.

V letu 2007 je družba poslovala uspešno in ustvarila dobiček v višini 0,87 mio EUR. Nima prihodkov iz poslovanja, zaradi narave poslovanja finančnih holdingov, ki ustvarjajo prihodek iz upravljanja s finančnimi naložbami. Finančni prihodki so se v letu 2007 povečali za skoraj 400 %, kar je posledica prevrednotovalnih prihodkov in odhodkov ter realizacije kapitalskih dobičkov s prodajo posameznih naložb. Knjigovodska cena delnice družbe je 31. 12. 2007 znašala 2,4 EUR, tržna cena na Ljubljanski borzi pa 3,00 EUR, kar je bilo za 25 % več od knjigovodske cene delnice. Družba ima 6 zaposlenih.

*Vizija holding Ena, d. d.*

Šifra dejavnosti: 74.150 – dejavnost holdingov

Družba je nastala s preoblikovanjem pooblašene investicijske družbe v redno delniško družbo. Prevzem je izvedla družba Perspektiva FT, d. o. o., po ceni 2,5 EUR/delnico. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 2,29 EUR, ob objavi 2,46 EUR, po prevzemu 2,5 EUR, konec leta 2004 2,5 EUR, konec leta 2005 2,21 EUR, konec leta 2006 3,34 EUR in ob umiku z borze novembra 2007 6,03 EUR. Vizija holding Ena se je po umiku z borze v letu 2008 preoblikovala v komanditno družbo.

**Tabela 5.16** Finančni podatki Vizija holding Ena, d. d., 2004–2007

VIZIJA HOLDING ENA, finančno posredništvo, d. d.	2004	2005	indeks 2005/2004	2006	indeks 2006/2005	2007	indeks 2007/2006
Finančni prihodki	2.921.910	1.439.369	49,26	1.646.473	114,39	1.403.700	85,25
Poslovni izid iz poslovanja	-36.796	-26.565	72,20	-23.606	88,86	-42.381	179,53
Čisti poslovni izid iz poslovanja	2.183.754	1.373.147	62,88	952.349	69,36	354.558	37,23
Povprečno število zaposlenecv	0	0	0,00	0	0,00	0	
Čista donosnost sredstev	14,47	6,5	44,92	5,05	77,69	0,62	12,28
Čista donosnost kapitala	15,66	8,58	54,79	7,58	88,34	1,07	14,12

Vir: GVIN 2008.

Družba je v poslovnem letu 2007 ustvarila manj dobička kot pretekla leta. Nima prihodkov iz poslovanja, zaradi narave poslovanja finančnih holdingov, ki ustvarjajo prihodek iz upravljanja s finančnimi naložbami. Finančni prihodki so se v letu 2007 zmanjšali za 15 %. Družba nima zaposlenih delavcev.

*Vizija holding, d. d.*

Šifra dejavnosti: 74.150 – dejavnost holdingov

Družba je nastala s preoblikovanjem pooblaščne investicijske družbe v redno delniško družbo. Prevzem je izvedla Perspektiva FT, d. o. o., po ceni 2,92 EUR/delnico. Tečaj delnice na borzi se je gibal pred objavo prevzema v višini 2,71 EUR, ob objavi 2,87 EUR, po prevzemu 2,92 EUR, konec leta 2004 2,92 EUR, konec leta 2005 2,5 EUR, konec leta 2006 3,55 EUR in ob umiku z borze novembra 2007 6,31 EUR. Vizija Holding se je po umiku z borze v letu 2008 preoblikovala v komanditno družbo.

**Tabela 5.17** Finančni podatki Vizija holding, d. d., 2004–2007

VIZIJA HOLDING, finančna družba, d. d.	2004	2005	indeks 2005/2004	2006	indeks 2006/2005	2007	indeks 2007/2006
Finančni prihodki	2.064.600	2.183.398	105,75	1.632.871	74,79	2.212.555	135,50
Poslovni izid iz poslovanja	-29.098	-32.704	112,39	-26.782	81,89	-48.415	180,77
Čisti poslovni izid iz poslovanja	1.317.114	2.006.609	152,35	812.863	40,51	561.913	69,13
Povprečno število zaposlenecv	0	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Čista donosnost sredstev	4,7	5,79	123,19	3,18	54,92	0,76	23,90
Čista donosnost kapitala	6,77	8,95	132,20	4,61	51,51	1,26	27,33

Vir: GVIN 2008.

Družba je v poslovnem letu 2007 ustvarila manj dobička kot pretekla leta. Nima prihodkov iz poslovanja, zaradi narave poslovanja finančnih holdingov, ki ustvarjajo prihodek iz upravljanja s finančnimi naložbami. Finančni prihodki so se v letu 2007 povečali za 35,5 %. Družba nima zaposlenih delavcev.

## 5.5 Uspešnost poslovanja podjetij po prevzemu

Pregled finančnih podatkov analiziranih podjetij kaže optimistično sliko, saj so vsa podjetja, zajeta v analizi, razen enega v letu 2007 poslovala pozitivno, v letu 2004 pa je pet podjetij imelo izgubo. Večina podjetij se je po klasifikaciji ZGD uvrščala med

velike družbe, dve sta bili srednji, ena mala ter štiri mikro družbe. V nadaljevanju bom pokomentirala tabele 5.18–5.21, iz katerih je po letih razvidna gospodarska moč prevzetih družb po panogah. Prvi dve leti po prevzemu je bil porast dobička nekoliko manjši, v letu 2007 pa je opazen precejšnji porast. Na tolikšno povečanje neto čistega dobička je vplivalo boljše poslovanje in tudi dobro finančno naložbenje.

Družbe so v letu 2007 zaposlovale 5.026 delavcev, tj. 24 % manj kakor v letu 2004, ustvarile so 1.187 mio EUR prihodkov, kar je 65 % več kot leta 2004, in v letu 2007 ustvarile 51,1 mio EUR neto čistega dobička, kar je 485 % več kakor v letu 2004. Največ neto čistega dobička v letu 2007 so ugotovile družbe s področja dejavnosti holdingov, in sicer 79 %, s področja opreme motornih vozil 6,71 %, s področja gradbene dejavnosti 5,14 % in s področja premazov 3,6 %. Največ neto čistega dobička v letu 2004 so imele družbe s področja opreme motornih vozil (55 %), s področja dejavnosti električnih komponent 44,2 %, s področja gradbene dejavnosti 19,80 %. Družbe s področja tekstilne dejavnosti in s področja premazov pa so imele izgube.

Največ zaposlenih so zaposlovala gradbena podjetja, ki so tudi izkazovala največje prihodke, saj je bila njihova panoga tudi najbolj delovno intenzivna. Največji dobiček na zaposlenega v letu 2007 sta poleg finančnih holdingov dosegli družbi Color in Kema Puconci, kar je odraz porasta prodaje na tujih trgih in uspešne integracije prevzemnikove strategije poslovanja. V analizi je zajetih 5 finančnih holdingov, ki imajo malo zaposlenih in nimajo prihodkov iz poslovanja, temveč pridobivajo finančne prihodke iz upravljanja finančnih naložb, kar se kaže v negativnem EBIT-u. Finančni holdingi večinoma vrednotijo finančne naložbe preko poslovnega izida, to pa ob porastu cene delnice pomeni, da razliko nesejo v dobiček, ob padcu cen delnic pa se za iste naložbe izkaže izguba.

**Tabela 5.18** Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2004

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Prihodki	Neto čisti dobiček/izguba	Dobiček/zaposlenega	Struktura v %
Svilanit	17.400	1	369	12.933.070	-2.141.236	-5.803	-20,33
Color	24.300	1	328	45.889.666	-4.102.225	-12.506	-38,95
Kema Puconci	26.820	1	117	13.437.678	580.000	4.945	5,51
Liv Postojna	29.710	1	61	3.618.657	-898.083	-14.723	-8,53
Iskra kondenzatorji	32.100	1	938	28.615.875	4.658.260	4.968	44,23
CIMOS	34.300	1	872	205.433.211	5.812.692	6.663	55,19
Murales	36.110	1	220	7.907.625	836.341	3.802	7,94
Gradbena podjetja	45.210	3	3.519	380.932.668	2.085.610	593	19,80
Elmo	45.310	1	120	8.155.288	184.206	1.535	1,75
RTC Krvavec	60.213	1	29	2.939.257	36.340	1.253	0,35
Finan.holdingi	74.150*	5	0	11.849.189	3.481.140	0	33,05
Skupaj		17	6.573	721.712.184	10.533.045	-9.273	100,00

\*Za finančne holdinge so prikazani finančni prihodki.

Vir: GVIN 2008.

**Tabela 5.19** Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2005

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Prihodki	Neto čisti dobiček/izguba	Dobiček/zaposlenega	Struktura v %
Svilanit	17.400	1	320	14.362.390	288.446	901	1,83
Color	24.300	1	330	56.838.925	1.424.363	4.316	9,04
Kema Puconci	26.820	1	120	14.122.305	596.343	4.964	3,78
Liv Postojna	29.710	1	461	40.021.808	1.381.844	2.996	8,77
Iskra kondenzatorji	32.100	1	819	29.102.835	584.825	714	3,71
CIMOS	34.300	1	1.059	282.350.135	5.233.901	4.942	33,21
Murales	36.110	1	194	6.954.367	506.093	2.609	3,21
Gradbena podjetja	45.210	3	2.729	351.781.880	1.135.696	416	7,21
Elmo	45.310	1	107	8.691.192	73.407	686	0,47
RTC Krvavec	60.213	1	37	2.864.140	49.759	1.329	0,32
Finan.holdingi	74.150*	5	2	10.460.566	4.484.299	1.868.458	28,46
Skupaj		17	6.179	817.550.543	15.758.976	1.892.331	100,00

\*Za finančne holdinge so prikazani finančni prihodki.

Vir: GVIN 2008.

**Tabela 5.20** Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2006

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Prihodki	Neto čisti dobiček/izguba	Dobiček/zaposlenega	Struktura v %
Svilanit	17.400	1	306	12.339.207	57.479	188	0,39
Color	24.300	1	325	63.752.334	1.076.459	3.315	7,26
Kema Puconci	26.820	1	119	15.976.908	572.426	4.822	3,86
Liv Postojna	29.710	1	462	42.973.047	398.149	861	2,69
Iskra kondenzatorji	32.100	1	820	29.102.835	898.468	1.095	6,06
CIMOS	34.300	1	1.041	311.509.800	5.929.246	5.693	40,02
Murales	36.110	1	191	7.500.744	233.221	1.221	1,57
Gradbena podjetja	45.210	3	2.054	365.014.577	2.116.379	1.030	14,28
Elmo	45.310	1	102	8.691.192	-619.775	-6.086	-4,18
RTC Krvavec	60.213	1	35	3.029.600	85.363	2.411	0,58
Finan.holdingi	74.150*	5	11	10.867.562	4.069.690	380.701	27,47
Skupaj		17	5.467	870.757.806	14.817.105	395.252	100,00

\*Za finančne holdinge so prikazani finančni prihodki.

Vir: GVIN 2008.

**Tabela 5.21** Moč gospodarskih družb po panogah za leto 2007

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Prihodki	Neto čisti dobiček/izguba	Dobiček/zaposlenega	Struktura v %
Svilanit	17.400	1	290	12.607.767	331.018	1.140	0,65
Color	24.300	1	331	66.891.000	1.854.000	5.604	3,62
Kema Puconci	26.820	1	127	19.383.115	1.016.826	8.025	1,99
Liv Postojna	29.710	1	484	46.126.509	496.475	1.026	0,97
Iskra kondenzatorji	32.100	1	656	25.440.296	194.217	296	0,38
CIMOS	34.300	1	1.092	419.195.911	3.432.188	3.144	6,71
Murales	36.110	1	195	7.791.361	641.102	3.288	1,25
Gradbena podjetja	45.210	3	1.694	528.342.968	2.629.463	1.552	5,14
Elmo	45.310	1	104	11.312.913	15.548	149	0,03
RTC Krvavec	60.213	1	32	3.500.426	116.836	3.627	0,23
Finan.holdingi	74.150*	5	22	46.911.248	40.438.472	1.834.776	79,03
Skupaj		17	5.026	1.187.503.514	51.166.145	1.862.629	100,00

\*Za finančne holdinge so prikazani finančni prihodki.

Vir: GVIN 2008.



Rezultati uspešnosti poslovanja analiziranih podjetij se izboljšujejo že več let zapored, kar potrjuje tudi kazalnik čiste dobičkovnosti kapitala v tabelah 5.22–5.25. V letu 2004 so družbe na 100 EUR kapitala ustvarile 99 EUR neto čistega dobička, v letu 2007 pa 138 EUR. Skoraj vsa podjetja pa so se postopno iz leta v leto bolj zadolževala, predvsem je to opazno pri finančnih holdingih in gradbenih podjetjih, ki so donosnost kapitala povečevala tudi s povečano zadolženostjo. Družbe so v letu 2007 povečale kazalnik donosnosti sredstev. V letu 2004 so na 100 EUR sredstev ustvarile 5,20 EUR neto dodane vrednosti, v letu 2007 pa 56,82 EUR.

**Tabela 5.22** Kazalci donosnosti za leto 2004

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Donosnost sredstev	Donosnost kapitala
Svilanit	17.400	1	369	-10,13	-16,34
Color	24.300	1	328	-10,66	-25,35
Kema Puconci	26.820	1	117	4,44	10,48
Liv Postojna	29.710	1	61	-2,76	-2,96
Iskra kondenzatorji	32.100	1	938	20,87	128,15
CIMOS	34.300	1	872	2,54	5,68
Murales	36.110	1	220	9,31	10,88
Gradbena podjetja	45.210	3	3.519	0,48	-6,41
Elmo	45.310	1	120	1,94	2,89
RTC Krvavec	60.213	1	29	0,20	0,56
Finan.holdingi	74.150*	5	0	-11,03	-8,58
	Skupaj	17	6.573	5,20	99,00

Vir: GVIN 2008.

**Tabela 5.23** Kazalci donosnosti za leto 2005

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Donosnost sredstev	Donosnost kapitala
Svilanit	17.400	1	320	1,36	2,48
Color	24.300	1	330	3,54	9,28
Kema Puconci	26.820	1	120	4,36	10,19
Liv Postojna	29.710	1	461	4,06	5,21
Iskra kondenzatorji	32.100	1	819	2,58	9,38
CIMOS	34.300	1	1.059	1,92	9,38
Murales	36.110	1	194	5,09	6,09
Gradbena podjetja	45.210	3	2.729	1,09	6,43
Elmo	45.310	1	107	0,79	1,15
RTC Krvavec	60.213	1	37	0,27	0,47
Finan.holdingi	74.150*	5	2	8,76	20,01
	Skupaj	17	6.179	33,82	80,07

Vir: GVIN 2008.

**Tabela 5.24** Kazalci donosnosti za leto 2006

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Donosnost sredstev	Donosnost kapitala
Svilanit	17.400	1	306	0,28	0,52
Color	24.300	1	325	2,30	6,29
Kema Puconci	26.820	1	119	3,90	9,18
Liv Postojna	29.710	1	462	1,14	1,84
Iskra kondenzatorji	32.100	1	820	6,76	25,06
CIMOS	34.300	1	1.041	3,59	11,47
Murales	36.110	1	191	2,30	2,70
Gradbena podjetja	45.210	3	2.054	2,03	13,84
Elmo	45.310	1	102	-6,27	-10,41
RTC Krvavec	60.213	1	35	0,44	0,81
Finan.holdingi	74.150*	5	11	16,74	22,82
Skupaj		17	5.467	33,21	84,12

Vir: GVIN 2008.

**Tabela 5.25** Kazalci donosnosti za leto 2007

Podjetje	Panoga	Št.družb	Št.zaposlenih	Donosnost sredstev	Donosnost kapitala
Svilanit	17.400	1	290	1,69	3,01
Color	24.300	1	331	3,55	9,97
Kema Puconci	26.820	1	127	5,76	11,87
Liv Postojna	29.710	1	484	1,45	2,51
Iskra kondenzatorji	32.100	1	656	0,77	2,64
CIMOS	34.300	1	1.092	0,94	3,27
Murales	36.110	1	195	6,15	7,08
Gradbena podjetja	45.210	3	1.694	0,93	46,72
Elmo	45.310	1	104	0,16	0,28
RTC Krvavec	60.213	1	32	0,57	1,10
Finan.holdingi	74.150*	5	22	34,85	49,79
Skupaj		17	5.026	56,82	138,24

Vir: GVIN 2008.

Na borzni trg so bila vključena vsa podjetja razen družb Cimos, d. d., Iskra kondenzatorji, d. d., in SCT, d. d. V tabeli 5.26 je prikazana donosnost tržne vrednosti delnic kotirajočih podjetij v primerjavi s SBI20. Primerjava je pokazala, da sta v letu 2004 le dve podjetji presegali donosnost SBI20, v letu 2005 in 2006 tri podjetja, v letu 2007 pa le dve holdinški podjetji.

**Tabela 5.26** Pregled donosnosti tržne vrednosti delnic

Podjetje	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
SVILANIT tekstilna tovarna, d.d., Kamnik*	-60,19%	-0,79%		
COLOR, d.d., Medvode*	-16,86%	8,90%	0,00%	
KEMA PUCONCI, d.d., Puconci*	60,15%	-26,54%		
Liv Postojna, d.d.*	19,04%			
MURALES, d.d., Ljutomer*	-0,53%			
Gradbeno podjetje Grosuplje, d.d., Grosuplje*	18,61%			
GRADIS, d.d., Gradbeno podjetje Ljubljana*	73,84%	-60,82%		
ELMO Elektromontažno podjetje, d.d.,	-8,45%	0,00%	38,75%	6,38%
RTC Krvavec, d.d., Cerklje na Gorenjskem*	-93,09%	371,46%	2,66%	1,42%
Aktiva Naložbe, d.d., Ljubljana	11,20%	-4,80%	-0,25%	28,79%
M1, finančna družba, d.d., Ljubljana	14,97%	-17,71%	26,58%	35,50%
Triglav Naložbe, finančna družba, d.d.	-4,79%	0,00%	15,72%	63,04%
VIZIJA HOLDING ENA, finančno posredništvo, d.d.*	7,76%	-11,60%	59,81%	80,54%
VIZIJA HOLDING, finančna družba, d.d.*	6,18%	-14,38%	54,35%	77,75%
Slovenski borzni indeksi	25,03%	-5,68%	38,50%	73,54%

\*Delnice so bile umaknjene z borze pred 31. 12. tekočega leta.

Vir: Ljubljanska borza 2008.

V tabeli 5.27 je predstavljeno, kako je prevzemna ponudba vplivala na gibanje tečaja delnic prevzetih podjetij. Dvigi delnic so najvišji po najavi ponudbe za prevzem, pred tem pa so lahko tudi zaradi nezakonitega trgovanja z notranjimi informacijami. Glede na gibanje tečajev delnic pred prevzemom in po njem so prodajalci delnic prejeli v večini primerov kar visoke prevzemne premije. Izjema sta bila Murales (predhodno že v večinski lasti managementa) ter RTC Krvavec. Največja negativna nihanja tečaja do konca leta 2004 so zaznale delnice družbe RTC Krvavec, d. d., in Svilanit, d. d., največja pozitivna nihanja tečaja pa delnice Kema Puconci, d. d., in Gradis Ljubljana, d. d. Tržna vrednost prevzetih delnic je po zaključeni fazi prevzema začela rahlo padati. V naslednjih letih so gibanja prikazana predvsem za delnice finančnih holdingov, ki so izkazale precejšnjo tržno donosnost.

**Tabela 5.27** Gibanje tečaja delnice prevzetega podjetja pred in po prevzemu

Podjetje	30 dni pred			Po			
	prevzemom	cena	prevzemu	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
SVILANIT tekstilna tovarna, d.d., Kamnik*	4,38	8,35	6,25	2,52	2,5		
COLOR, d.d., Medvode*	12,52	19,18	11,28	8,43	9,18	9,18	
KEMA PUCONCI, d.d., Puconci*	25,03	30,25	28,41	28,41	20,87		
Liv Postojna, d.d.	61,39	62,59	61,3	70,91	70,96	0,96	
MURALES, d.d., Ljutomer*	7,6	3,55	7,56	7,56			
Gradbeno podjetje Grosuplje, d.d., Grosuplje*	23,89	27,54	26,7	27,53			
GRADIS, d.d., Gradbeno podjetje Ljubljana*	2,7	6,68	6,34	6,38	2,5		
ELMO Elektromontažno podjetje, d.d.,	2,09	3,00	2,7	2,71	2,71	3,76	4
RTC Krvavec, d.d., Cerklje na Gorenjskem*	12,52	0,42	0,5	0,88	4,13	4,24	4,3
Aktiva Naložbe, d.d., Ljubljana	3,79	4,17	3,38	4,17	3,97	0,96	5,1
M1, finančna družba, d.d., Ljubljana	1,6	3,00	2,94	1,92	1,58	2	2,71
Triglav Naložbe, finančna družba, d.d.	1,58	1,77	1,58	1,59	1,59	1,84	3
VIZIJA HOLDING ENA, finančno posredništvo, d.d.*	2,29	2,50	2,5	2,5	2,21	3,34	6,03
VIZIJA HOLDING, finančna družba, d.d.*	2,71	2,92	2,92	2,92	2,5	3,55	6,31

\*Delnice so bile umaknjene z borze pred 31. 12. tekočega leta.

Vir: Ljubljanska borza 2008.

V tabeli 5.28 sem prikazala knjigovodske vrednosti delnic in primerjavo prevzemne cene s knjigovodsko v letu 2004. Čisti dobiček je povečeval kapital družbe in s tem tudi knjigovodske vrednosti delnic, ki so v naslednjih letih rastle. Podjetja Color, Kema in Gradis Ljubljana so imela nižjo knjigovodsko vrednost od prevzemne cene, ostala pa so krepko presejala prevzemno ceno.

**Tabela 5.28** Knjigovodska vrednost delnic v obdobju 2004–2007

Zap št.	Podjetje	Št delnic	Prevzemna KV delnice		Indeks KV 2004/prevzemno		KV delnice		KV delnice	
			cena	31.12.2004	ceno	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007		
1	SVILANIT tekstilna tovarna, d.d., Kamnik	233.235	8,35	29,23	350,20	33,67	29,67	47,83		
2	COLOR, d.d., Medvode	950.391	19,18	14,83	77,32	18,46	18,58	20,53		
3	KEMA PUCONCI, d.d., Puconci*	217.346	30,25	26,45	87,43	29,17				
4	Liv Postojna, d.d.*		62,59	193,21	308,67	139,88				
5	ISKRA KONDENZATORJI, d.d., Semič	570.070	8,60	10,43	121,32	11,45	12,58	13,17		
6	CIMOS, d.d., Koper	16.650.247	2,67	6,92	259,13	6,44	7,16	7,40		
7	MURALES, d.d., Ljutomer	322.045	3,55	25,10	707,58	26,50	27,14	29,13		
8	Gradbeno podjetje Grosuplje, d.d., Grosuplje	12.653	27,54	94,13	341,79	101,10	135,78	243,79		
9	GRADIS, d.d., Gradbeno podjetje Ljubljana*	304.750	6,68	4,14	61,95	4,37	103,14			
10	SCT, d.d., Ljubljana	452.175	28,79	78,72	273,40	64,98	70,80	69,62		
11	ELMO Elektromontažno podjetje, d.d.,	708.000	3,00	9,09	302,63	8,85	8,00	7,97		
12	RTC Krvavec, d.d., Cerklje na Gorenjskem	1.119.493	0,42	9,33	2.235,88	9,34				
13	Aktiva Naložbe, d.d., Ljubljana	18.228.251	4,17	5,10	122,22	5,13	5,88	7,88		
14	M1, finančna družba, d.d., Ljubljana	3.932.515	3,00	5,57	185,52	5,61	4,91	7,33		
15	Triglav Naložbe, finančna družba, d.d.	13.182.366	1,77	2,37	133,43	2,39	2,30	2,40		
16	VIZIJA HOLDING ENA, finančno posredništvo, d.d.	2.129.960	2,50	7,04	280,99	7,99	11,80	19,28		
17	VIZIJA HOLDING, finančna družba, d.d.	2.277.503	2,92	8,80	301,29	10,90	15,48	23,78		

\*Preoblikovanje iz d. d. v d. o. o.

Vir: GVIN 2008.

V tabeli 5.29 sem navedla bistvene značilnosti analiziranih prevzemov. Razdelila sem jih glede na dejavnost, motiv prevzema, menjavo managementa in osebno oceno uspešnosti prevzema.

**Tabela 5.29** Pregled vrste prevzemov prevzetih podjetij

Podjetje	Dejavnost	Prevzem glede na dejavnost	Strateški/finančni /managerski prevzem	Menjava managementa	Uspešen prevzem
SVILANIT tekstilna tovarna, d.d., Kamnik	tekstilna dejavnost	horizontalni	strateški	da	ne
COLOR, d.d., Medvode	proizvodnja barv	kongenerični	strateški	da	da
KEMA PUCONCI, d.d., Puconci	gradbeni material	horizontalni	strateški	ne	da
Liv Postojna, d.d.	predelava plastike	konglomeratni	finančni + strateški	da	da
ISKRA KONDENZATORJI, d.d., Semič	proiz.el. komponent	konglomeratni	strateški	da	ne
CIMOS, d.d., Koper	avtomobilska dejavnost	konglomeratni	strateški	ne	da
MURALES, d.d., Ljutomer	pohištvena dejavnost	fizične osebe	managerski	ne	da
Gradbeno podjetje Grosuplje, d.d., Grosuplje	gradbena dejavnost	konglomeratni	finančni	da	da
GRADIS, d.d., Gradbeno podjetje Ljubljana	gradbena dejavnost	horizontalni	strateški	da	ne
SCT, d.d., Ljubljana	gradbena dejavnost	konglomeratni	managerski	ne	da
ELMO Elektromontažno podjetje, d.d.,	elektroinstalacije	konglomeratni	finančni	da	da
RTC Krvavec, d.d., Cerklje na Gorenjskem	turistična dejavnost	konglomeratni	strateški	da	da
Aktiva Naložbe, d.d., Ljubljana	finančni holding	horizontalni	finančni	da	da
M1, finančna družba, d.d., Ljubljana	finančni holding	horizontalni	finančni	da	da
Triglav Naložbe, finančna družba, d.d.	finančni holding	konglomeratni	strateški	da	ne
VIZIJA HOLDING ENA, finančno posredništvo, d.d.	finančni holding	horizontalni	finančni	ne	da
VIZIJA HOLDING, finančna družba, d.d.	finančni holding	horizontalni	finančni	ne	da

Vir: GVIN 2008.

V večini primerov je šlo za konglomeratne in horizontalne prevzeme, slednji so pokazali uspešnejše poslovanje kot konglomeratni prevzemi. Vsa podjetja, razen enega, so prevzele domače pravne in fizične osebe. Dva prevzema sta bila izpeljana s strani managementa. S prevzemi so se uprave ciljnih družb strinjale in je šlo v vseh primerih za prevzeme z odkupom delnic, ki so bili izvedeni z gotovino. V večini prevzetih podjetij se je management menjal.

S predstavitvijo lastne ocene uspešnosti prevzemov sem skušala z vsemi razpoložljivimi podatki proučiti poslovanje in integracijo prevzemnika in sem ocenila, da je bil pri 13 od 17 podjetij proces prevzema izveden pozitivno. Pozitivno ocenjena podjetja so povečevala prihodke in donosnost kapitala, negativno ocenjena pa so kljub menjavi managementa zašla v težave pri poslovanju. V obdobju gospodarskega razcveta niso uspela maksimizirati donosnosti poslovanja, kar je tudi posledica napačnih odločitev managementa. Sinergija v poslovanje tekstilnega podjetja Svilanit, d. d., se ni pozitivno prenesla, kar je vodilo v dokončno likvidacijo podjetja, pred tem pa je management podjetja izvedel uspešen prevzem in odkupil delnice od večinskega lastnika. Iskra Kondenzatorji, d. d., je bila že v preteklosti prejemnica državnega denarja za prestrukturiranje in ohranitev delovnih mest, kar pa ni bilo uspešno izvedeno. Po prevzemu niso uspeli bistveno povečati prodaje in zaradi nepripravljenosti na spopad s svetovno recesijo se ponovno srečujejo z zapiranjem delovnih mest. Ker produkte večinoma izvažajo, bi morali že v preteklih letih razmisliti, kako bi se tudi kapitalsko razširili na azijske trge. Gradis GP Ljubljana, d. d., je del skupine Primorje, ki je eno najpomembnejših gradbenih podjetij v Sloveniji. Kljub cvetoči gradbeni dejavnosti podjetje ni imelo pozitivnih rezultatov, število zaposlenih pa je rapidno padlo. Menim, da je šlo za zmanjšanje konkurence pri prevzemniku. Poslovni rezultati pri Triglav Naložbe, d.d., zelo nihajo in imajo med vsemi analiziranimi finančnimi holdingi najnižjo knjigovodsko rast delnice. Integracija v skupino Triglav se še ni izrazila v poslovnih rezultatih.



## 6 SKLEP

Namen moje diplomske naloge je bil opis in predstavitev prevzemne zakonodaje in prakse v Sloveniji ter predstavitev izsledkov analize poslovanja prevzetih podjetij v obdobju 2004–2007. Izhajala sem iz postavljene hipoteze, da ima prevzem dolgoročno v povprečju pozitiven učinek na izboljšanje učinkov poslovanja prevzetega podjetja. Glede na kratko obdobje, na katerega se izračuni nanašajo, nas v večini primerov ugotovitve niso presenetile. Analizirana podjetja so po prevzemu dosegala višje prihodke in dobičke ter s tem prispevala k višji gospodarski rasti in splošni blaginji.

V letu 2007 je bil največji porast dobičkov pod vplivom ugodnih gospodarskih razmer v mednarodnem okolju, učinkov sprejetih davčnih reform ter pozitivnih učinkov pridružitve v EU. Gradbena panoga je bila najbolj delovno intenzivna zaradi gradnje avtocest ter stanovanjskih in drugih stavb, zaposlovala je tudi največ delavcev. Donosnost kapitala pa so si povečevali tudi z povečano zadolženostjo.

Večina kotirajočih podjetij se je po prevzemu umaknila iz borzne kotacije. Borzna kotacija pred prevzemom koristi predvsem manjšim delničarjem, ki lahko zaradi boljše preglednosti informacij lažje sprejmejo odločitev o prodaji svojih delnic. V večini primerov se je izkazalo, da se je po izvedenem umiku iz borzne kotacije, iztisnilo še male delničarje. Management uprave, ki je želel prevzeti podjetje, je bil zainteresiran za umik z borze, saj sta jim nepreglednost in slabša obveščenost malih delničarjev precej koristili. Borzni kotaciji pa se niso mogli izogniti tisti preoblikovani finančni holdingi, ki so na podlagi t. i. popidovske zakonodaje (Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb) bili celo zavezani, da se ponovno uvrstijo v kotacijo, če niso bili več, zaradi zaščite malih delničarjev. Ta zakonodaja je prišla prepozno, saj se je lastništvo že skoncentriralo, kjub temu da imajo še veliko delničarjev, ki pa v povprečju razpolagajo le s parimi delnicami, in jih postopek prodaje stane več kot iztržek za prodano delnico.

Borzni prevzemi pomenijo priliv novega denarja na finančne trge in praviloma pozitivno vplivajo tudi na tečaje drugih delnic, kar je vidno iz porasta indeksa SBI20. Primerjava gibanja tečaja delnic pred prevzemom in po njem je pokazala, da so prodajalci delnic prejeli kar visoke prevzemne premije. Po zaključenem prevzemu pa so tečaji delnic začeli padati, vendar pa so bile prevzemne cene krepko pod knjigovodsko vrednostjo delnic in so prevzemniki ugodno kupovali podcenjene delnice.

Prevzemi so se večinoma izkazali pozitivni za razvoj podjetja in nenazadnje za celo gospodarstvo. Horizontalni prevzemi so bili uspešnejši, kar je z raziskavo potrdil že Lahovnik (2003, 2–20). Število zaposlenih se ni drastično znižalo, tudi managerji v večini primerov niso bili menjani. Na podlagi napisanega lahko zaključimo, da smo s pomočjo finančnih kazalnikov in podatkov našo hipotezo v celoti potrdili. Na grobo bi

lahko rekli, da so k uspešnosti delno pripomogla tudi ugodna makroekonomska gibanja, predvsem v letu 2007.

Analiza finančnih kazalcev ciljnih podjetij je le ena plat pregleda uspešnosti prevzemov. Za poglobljeno študijo bi morali preveriti poslovanje prevzemnikov in izdelati analizo poprevzemne integracije. V večini prevzetih podjetij so se lotili racionalizacije stroškov, pravi učinki pa bodo opazni šele čez čas. Po sedaj dostopnih podatkih se nekatera podjetja že soočajo s posledicami vsesplošne gospodarske recesije. Podjetje Svilanit je v likvidaciji, v Iskri Kondenzatorji so začeli z odpuščanjem zaposlenih, finančni holdingi so prezadolženi, kar vpliva tudi na bilančno vsoto bank. Iz analize izhaja, da je večino prevzemov izvedla večja skupina. Skupine podjetij s hčerinskimi družbami, ki so pospešeno nastajala zadnja leta, dokazujejo, da se je lahko le finančno in organizacijsko zelo močno podjetje sposobno boriti s svetovno konkurenco. Koncentracija panog je neizbežna tudi za Slovenijo, čas pa bo pokazal, ali so taki sistemi velikih skupin zmožni preživeti tudi dolgoročno in v kriznih časih.

Za slovenska podjetja je značilno, da so lastniško zelo prepletena, kar je posledica majhnosti slovenskega gospodarstva, privatizacije družbenega premoženja in odklonilnega odnosa do tujih lastnikov. Iz analize izbranih podjetij je razvidno, da so v kar nekaj primerih lastniško konsolidacijo prikrito izvajale ozke skupine ljudi, za katere se vse bolj uporablja naziv tajkuni, in izhajajo iz časov privatizacijskih zgodb pooblaščenih investicijskih družb. V večini primerov so prevzemniki kupovali ceneje, kot so podjetja knjigovodsko vredna, saj so razpolagali z notranjimi informacijami. Nakupi pa niso bili kriti iz lastniških virov financiranja, temveč večinoma s posojili. Glede na negativne trende gospodarskih kazalnikov doma in v tujini, krize v bančnem sektorju, negativnega trenda na kapitalskih trgih in velike zadolženosti, predvsem finančnih holdingov in gradbenih podjetij, je napoved dosega donosnosti analiziranih podjetij v prihodnje skoraj nemogoča. Najpogostejši načini financiranja analiziranih prevzemov so bile dividende, prenos nepremičnin in finančnih naložb prevzete družbe na prevzemnika, pripojitev prevzete družbe k prevzemniku, združitev prevzemnika in tarče.

V času krize bodo poslovne priložnosti lahko izkoristili le tisti, ki bodo imeli denar ali pa bodo sposobni, da se pravočasno zadolžijo pod sprejemljivimi pogoji. V vsaki krizi je tudi priložnost za sposobne managerje, se pa bo s sedanjo kriza začela spreminjati tudi svetovna ekonomija, ki bo pustila kar veliko posledic. Trenutno so pri nas najbolj na udaru t. i. tajkunska posojila, ki jih financirajo državne banke. Pod drobnogledom državnega zbora se bosta tako znašla predvsem prevzema Istrabenza in Pivovarne Laško. V primeru reševanja takih podjetij s strani države bi država ponovno postala večinski lastnik takih podjetij, kar bi dokazalo, da država vendarle ni tako slab lastnik, kar je bil do sedaj vedno argument pri odprodaji državnega premoženja s strani KAD-a in SOD-a. Dnevno prihaja vedno več podrobnosti o poslih managerskih



prevzemnikov, ki imajo težave s prezadolženostjo, in po mnenju nekaterih ekonomistov bodo ceno njihovih nesposobnih prevzemov plačali slovenski davkoplačevalci. V primeru reševanja takih podjetij manjša podjetja ne bodo mogla pridobiti virov financiranja za tekoče poslovanje, zagotavljanje sredstev za plače in za nadaljnji razvoj. Vrstijo se stečaji in prisilne poravnave malih proizvodnih podjetij, ki bi lahko z zagotovitvijo dolgoročnih virov financiranja in pametno razvojno politiko preživela.

Z izbruhom krize se je izkazalo, da so podjetja najemala predvsem kratkoročna posojila, ki so bila cenejša kot dolgoročna. Zaradi nizke donosnosti in manjšega denarnega toka so morali rasti financirati z zadolževanjem in so sedaj s krizo doživeli velik udarec. Podjetja bodo morala zmanjšati zadolženost, bolje izkoristiti notranje vire in obdržati večji obseg likvidnih sredstev. Podjetja, ki so manj zadolžena, so sedaj v boljšem položaju, da pridobijo posojila in financirajo svojo širitev, tudi s prevzemanjem drugih. Borzne vrednosti podjetij so se že v letu 2008 izredno znižale in so ta tako postala lažje prevzemne tarče, vendar pa je prevzemna aktivnost v Sloveniji povsem zamrla, saj je bil v letošnjem letu izveden le en prevzem. Rasti ali padanju cen delnic sledi krivulja prevzemov. Podjetja, ki poslujejo uspešno in imajo še možnost za rast, bodo še naprej tarče prevzemov, predvsem tujih podjetij. Lahko pa se temu izognejo in namesto da so tarča, sami nastopajo na tujih trgih kot prevzemniki. Več časa morajo nameniti za odkrivanje podjetij, ki bodo sposobna preživeti v različnih gospodarskih situacijah, trenutno so najbolj aktualna podjetja, ki niso preveč zadolžena in so sposobna ustvarjati denarni tok.

Trajnostni razvoj je alternativa našemu sedanjemu načinu razvoja, ki izčrpava naravne vire, povzroča neenakomerno bogatenje in poslabšuje pogoje za življenje našim potomcem. Trajnostni razvoj temelji na treh stebrih: družbenem, okoljevarstvenem in gospodarskem. Zaradi vse večjega povpraševanja po surovinah bodo prevzemi in združitve postali orodje za povečanje kupne moči in zagotavljanja zanesljive oskrbe s surovinami. V prihodnosti so bo še povečeval trend strateških povezav, predvideti poslovanje katerekoli družbe pa bo vedno težje, predvsem zaradi posledic sedanje recesije.

Prevzemna zakonodaja se bo morala spremeniti, da bo bolje zaščitila male delničarje pred okoriščanjem s strani velikih delničarjev. Gospodarstvo bo moralo ponovno služiti ljudem z upoštevanjem družbenih in okoljskih stroškov ter dobičkov, tako da bo spodbujalo človeku in okolju prijazne dejavnosti ter zagotavljalo trdno rast v daljšem časovnem obdobju.



## LITERATURA

- Bertoncelj, Andrej. 2005. *Čas prevzemov*. Ljubljana: GV založba.
- Bertoncelj, Andrej in Darko Kovač. 2007. An integrated approach for a higher success rate in mergers and acquisitions. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci* 25 (1): 167–188.
- Bertoncelj, Andrej. 2008. *Poslovne in kapitalske povezave*. Prosojnice s predavanj. Koper: Fakulteta za management.
- Bertoncelj, Andrej. 2008. *Prevzemi in združitve*. Koper: Fakulteta za management.
- Bešter, Janez. 1996. *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Dubrovski, Drago. 2009. *Strateške poslovne zveze in kapitalske povezave*. Koper: Fakulteta za management.
- Feldman, Mark L. in Michael F. Spratt. 1999. *Five frogs on a Log*. New York: HarperCollins.
- Easterby-Smith, Mark, Richard Thorpe in Andy Lowe. 2007. *Raziskovanje v managementu*. Koper: Fakulteta za management.
- Evropomočnik. 2008. [Http://evropa.gov.si/evropomocnik/](http://evropa.gov.si/evropomocnik/) (16. 10. 2008).
- Hagstrom, Robert G. 2006. *Warren Buffetov način*. Varaždin: Katarina Zrinski.
- Harding, David in Ted Rouse. 2007. Human due diligence. *Harward Business Review* 85 (4): 124-131.
- Kocbek, Marijan. 2006. Uskladitev prevzemne zakonodaje s 13. direktivo EU, prevzemni prag in skupni prevzem. *Podjetje in delo* (7):1040.
- KPMG. 1999. Unlocking Shareholder Value: The Key to Success. *Mergers & Acquisitions: Global Research Report*. [Http://www.mandainstitute.org/docs/m&a/kpmg\\_01\\_Unlocking%20Shareholder%20Value%20-%20The%20Keys%20to%20Success.pdf](http://www.mandainstitute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking%20Shareholder%20Value%20-%20The%20Keys%20to%20Success.pdf) (5. 1. 2009).
- Lahovnik, Matej. 2003. Strateški dejavniki, ki vplivajo na uspešnost prevzemov v Sloveniji. *Delovni zvezki Ekonomske fakultete* (št. 132). Ljubljana: Ekonomska fakulteta. [Http://miha.ef.uni-lj.si/\\_dokumenti/wp/Lahovnik%20Januar%202003.doc](http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti/wp/Lahovnik%20Januar%202003.doc) (5. 1. 2009).
- Latsis, Elias. 2008. *A mergermarket report on global M & A activity*. [Http://www.mergermarket.com/pdf/Monthly\\_MA\\_December\\_08.pdf](http://www.mergermarket.com/pdf/Monthly_MA_December_08.pdf) (6. 1. 2009).
- Shapiro, Alan C. 1990. *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
- Tajnikar, Maks. 2000. Združitve in prevzemi gospodarskih družb. *1. strokovno posvetovanje*, Portorož, 8. in 9. junij 2000, 25-38. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
- Tekavec, Janez in Janko Pučnik. 2002. *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Tržič: Učila International.
- Weston, Fred J., Kwang S. Chung in Susan E. Hoag. 1990. *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. New Jersey: Prentice-Hall.

## VIRI

- Ajpes. 2008. *Javna objava letnih poročil*. [Http://www.ajpes.si/jolp/](http://www.ajpes.si/jolp/) (16. 4. 2009).
- Agencija za trg vrednostnih papirjev. 2008. *Poročilo o stanju VP na trgu VP 2007*. [Http://www.atvp.si](http://www.atvp.si) (16. 10. 2008).
- Banka Slovenije. 2008. *Neposredne naložbe 2007*. [Http://www.bsi.si/iskalniki/ekonomski-odnosi-s-tujino.asp?Mapald=230](http://www.bsi.si/iskalniki/ekonomski-odnosi-s-tujino.asp?Mapald=230) (23. 2. 2009).
- Dnevnik. 2008. *Komuniciranje kot eden ključnih dejavnikov uspeha pri spajanju podjetij*. Priloga SKOJ (22. 10. 2008).
- Gospodarska zbornica Slovenije. 2007. [Http://www.gzs.si/slo/storitve/vpliv\\_na\\_zakone\\_predpise\\_in\\_ekonomske\\_politike/36657](http://www.gzs.si/slo/storitve/vpliv_na_zakone_predpise_in_ekonomske_politike/36657) (5. 1. 2009).
- GVIN. 2008. *Finančni podatki podjetij*. [Http://www.gvin.com/FinancniPodatki/Index.aspx?stran=ProIsk&Jezik=SL](http://www.gvin.com/FinancniPodatki/Index.aspx?stran=ProIsk&Jezik=SL) (1. 10. 2008).
- Hall, Jessica. 2008. *Global M&A falls in 2008*. [Http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSTRE4BL36B20081222?sp=true](http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSTRE4BL36B20081222?sp=true) (5. 1. 2009).
- Kocbek Marijan, Nina Plavšak in Dušan Pšeničnik. 2006. *Zakon o prevzemih (ZPre-1) z uvodnimi pojasnili*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- KPMG. 2008. *Decline in global deal activity predicted*. [Http://www.kpmg.com/Global/IssuesAndInsights/ArticlesAndPublications/Pages/Declineinglobaldeal.aspx](http://www.kpmg.com/Global/IssuesAndInsights/ArticlesAndPublications/Pages/Declineinglobaldeal.aspx) (5. 1. 2009).
- Lipnik, Karel. 2008. *Kdo je kupil najceneje?* [Http://www.finance.si/manager/?200867](http://www.finance.si/manager/?200867) (5. 11. 2008).
- Ljubljanska borza. 2008. *Arhiv tečajev*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=rZQXkFGOz1dj5Bbv](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=rZQXkFGOz1dj5Bbv) (10.4.2009).
- Razgledi. 2008. *Finančna kriza ohromila investicijske sklade*. [Http://razgledi.net/blog/2008/05/22/](http://razgledi.net/blog/2008/05/22/) (16. 10. 2008).
- Slovenski inštitut za revizijo. 2006. *Slovenski računovodski standardi*. [Http://www.si-revizija.si/publikacije/index.php](http://www.si-revizija.si/publikacije/index.php) (5. 3. 2009).
- Thomson Reuters. 2008. *Worldwide Completed M&A*. [Http://www.thomsonreuters.com/products\\_services/financial/league\\_tables/merger\\_acquisition/](http://www.thomsonreuters.com/products_services/financial/league_tables/merger_acquisition/) (5. 4. 2009).
- UMAR. 2007. *Napoved gospodarskih gibanj*. [Http://www.umar.gov.si/publikacije/?no\\_cache=1](http://www.umar.gov.si/publikacije/?no_cache=1) (10. 12. 2008).
- UNCTAD. 2008. *World investment report 2007*. [Http://www.unctad.org/en/docs/wir2007overview\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2007overview_en.pdf) (5. 1. 2009).
- Vidic, Ivan. 2008. *Unctad: Lani rekordne naložbe*. [Http://www.vecer.com/clanek/2008092505363963](http://www.vecer.com/clanek/2008092505363963) (16. 10. 2008).
- Zakon o gospodarskih družbah - ZGD-A1. Uradni list RS, št. 10/2008.
- Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb - ZPNPID. Uradni list RS, št. 68/2007).
- Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence - ZPOmK-1. Uradni list RS, št. 36/2008.
- Zakon o prevzemih - Zpre-1. Uradni list RS, št. 79/2006. Zpre-1A. Uradni list RS, št. 1/2008.