

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA UČINKOVITOSTI IN TVEGANJ V PROCESIH
ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV PODJETIJ S POSEBNIM
POUDARKOM NA NAFTNI INDUSTRIJI**

Ljubljana, Oktober 2019

BOJAN DIMOVSKI

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani, Bojan Dimovski, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza učinkovitosti in tveganj v procesih združitve in prevzemov podjetij s posebnim poudarkom na naftni industriji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Vlado Dimovski

IZJAVLJAM

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

KAZALO

UVOD	1
1 TREND ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV PODJETIJ: OSNOVNI VIDIKI IN RAZVOJ	2
1.1 Pojem in evolucija združitve in prevzemov.....	2
1.2 Osnovni dejavniki razvoja trga združitve in prevzemov	3
1.3 Motivi in cilji za združitve in prevzeme	6
1.3.1 Motivi učinka subaditivnosti.....	7
1.3.2 Motivi učinka superaditivnosti.....	9
1.3.3 Neutralni motivi.....	11
1.4 Vrste združitve in prevzemov	12
1.5 Analiza rezultatov združitve in prevzemov podjetij	14
2 IZVAJANJE POSLOV ZA ZDRUŽITVE IN PREVZEME PODJETIJ NA PRIMERU PODJETIJ V NAFTNI INDUSTRIJI.....	21
2.1 Tehnika izvajanja pogodb za združitve in prevzeme	21
2.2 Izvedbeni postopki za poglobljeno analizo združitve in prevzemov	23
2.2.1 Poglobljena analiza makro ali zunajnega okolja	25
2.2.2 Pravna in ekološka poglobljena analiza	26
2.2.3 Poglobljena analiza marketinga.....	27
2.2.4 Poglobljena analiza proizvodnje.....	27
2.2.5 Poglobljena analiza informacijskega sistema.....	29
2.2.6 Finančna poglobljena analiza	30
2.3 Postopek analize konkurenčnega okolja pri izvajanju dogovorov o združitvah in prevzemih naftnih družb	34
2.4 Načrtovanje strukturnih sprememb v naftnih družbah na podlagi združitve in prevzemov.....	38
3 VREDNOTENJE UČINKOVITOSTI IN TVEGANJ PRI ZDRUŽITVAH IN PREVZEMIH.....	41
3.1 Kazalniki za ocenjevanje učinkovitosti in tveganj v pogodbah za združitve in prevzeme	41
3.2 Uporabna modelna analiza učinkovitosti in tveganj v pogodbah za združitve in prevzeme	42
SKLEP.....	52
LITERATURA IN VIRI	55

KAZALO SLIK

Slika 1: Osnovni motivi za združitve in prevzeme, na podlagi pregleda vodij	10
Slika 2: Odstotek uspeha odvisno od podobnosti poslovanja in velikosti podjetij	18
Slika 3: Udeleženci v procesu združitve in prevzemov	21
Slika 4: Udeleženci v procesu združitve in prevzemov	23
Slika 5: Gibanje delnic Rosnefta	51
Slika 6: Gibanje delnic družbe Rosneft pred in po prevzemu družbe TNK-BP	52

KAZALO TABEL

Tabela 1: Struktura motivov združitve/prevzemov podjetij	7
Tabela 2: Uspeh združitve in prevzemov	14
Tabela 3: Načini strukturiranja procesov združitve in prevzemov	16
Tabela 4: Zaporedje izvajanja kompleksne poglobljene analize	32
Tabela 5: Sestava ekipe za globinsko analizo	33
Tabela 6: Splošne informacije, potrebne za analizo posla	43
Tabela 7: Izračun denarne vrednosti in premije pod tveganja	44
Tabela 8: Analiza pričakovane začetne reakcije na trgu	46
Tabela 9: Izračun denarne vrednosti in premije za tveganje po objavi posla	48
Tabela 10: Rezultati uporabe modela	50

SEZNAM KRATIC

ang. - angleško

FMV- (ang. Fair market value); Objektivna tržna vrednost

MVIC- (ang. Market value of invested capital); Tržna vrednost vloženega kapitala

EV- (ang. Enter prise value); Vrednost podjetja

FCF- (ang. Free cash flow); Prosti denarni tok

PV- (ang. Present value); Sedanjo vrednost denarnih tokov družbe

NPV- (ang. Net present value); Neto sedanja vrednost denarnih tokov družbe

IRR- (ang. Internal rate of return); Notranja stopnja rentabilnosti

SVAR- (ang. Shareholder value at risk); Tvegano vrednost delničarja

UVOD

Trend globalizacije v šestdesetih letih 20. stoletja je neposredno vplival na mednarodne trge in s tem na povečano globalno konkurenco na vseh področjih svetovnega gospodarstva (Robinson, 2010). Iz tega razloga je potrebno podjetja, ki želijo zagotoviti rast poslovanja, učinkovito prilagoditi spreminjajočim se tržnim razmeram. Združitve in prevzemi postajajo del strategije rasti, ki podjetjem zagotavlja ne le ohranitev obstoječih ampak tudi prevzem vodilnih položajev na trgu (Checun, 2006).

Danes si je težko predstavljati razvoj nacionalnega ali svetovnega gospodarstva brez procesov združitvev in prevzemov. Zato so razprave o konsolidaciji sredstev podjetij, koncentraciji kapitala in vplivu procesov združitvev in prevzemov podjetij na konkurenco znotraj držav in na globalno konkurenco zelo aktualne (Christensen & Raynor, 2005, str. 290). To vprašanje je povezano z dinamiko procesov združitvev in prevzemov. Do začetka svetovne gospodarske krize v obdobju 2007-2009 je bila zabeležena rast ne le števila združitvev in prevzemov, temveč tudi njihove vrednosti. Vrednost vseh sklenjenih in prevzetih sporazumov v letu 2001 je znašala 1,6 bilijona dolarjev, v letu 2004 - 1,9 bilijona, v letu 2007 pa celo 4,2 bilijona dolarjev (Coase, 1998). Dinamika je tako zaznavna, da ne dopušča dvomov v izredno velikem pomenu teh procesov.

Doseganje globalne razsežnosti združitvev in prevzemov postaja eden od kazalnikov svetovnega gospodarstva (Molotnikov, 2005a). Kvantitativne in kvalitativne spremembe tega kazalnika dajejo priložnost oceniti ne le stopnje razvoja nacionalnih gospodarstev, temveč tudi stanje v svetovnem gospodarstvu ter njegove težave in perspektive.

Kljub dvigu priljubljenosti združitvev in prevzemov se še vedno postavljajo aktualna vprašanja v zvezi z učinkovitostjo izvajanja sporazumov o združitvah in prevzemih, pa tudi tveganji pri njihovi izvedbi. Dosedanje izkušnje na tem področju kažejo, da je približno 83% sporazumov o združitvah in prevzemih propadlo (Gort, 1969). Skladno s tem, je strategija rasti podjetja z združitvami in prevzemi zelo učinkovita, vendar pogojena z brezkompromisno pravilnim izvajanjem pogodb v vseh fazah.

Nujnost raziskovanja združitvev in prevzemov podjetij ter vloga načinov njihovega izvajanja, korakov in načrtovanja procesa izvajanja pogodb z analizo konkurenčnega okolja je predvsem posledica potrebe, da podjetja razvijejo optimalno strategijo v smislu njihovega nadaljnjega razvoja (Porter, 2005, str. 378). To delo daje odgovore na specifičnost, medsebojno povezanost in soodvisnost korakov pri izvajanju sporazumov o združitvah in prevzemih iz pravilno opravljene poglobljene analize. V tem delu je poseben poudarek na pregled primerov iz naftne industrije. V obdobju okrevanja po svetovni gospodarski krizi naftno industrijo spremlja težnja po oblikovanju velikih korporativnih struktur, ki temeljijo na združevanju in pridobivanju zakonitih in ekonomsko neodvisnih podjetij s konsolidacijo sredstev in izvajanjem sporazumov za doseganje skupnih ciljev.

Posebej zanimiv je trend oblikovanja VINK (Vertikalno integriranih naftnih kompanij) - podjetij, ki se sočasno ukvarjajo tudi s proizvodnjo in trgovanjem z nafto in naftnimi derivati. Na naftnih trgih, od učinkovite realizacije vseh procesov v proizvodnji (geo-raziskave, izkop surove nafte, njena predelava itd.) (Pavlovskij, 2005). Prodaja je odvisna od celotnega delovanja naftne družbe in njene konkurenčnosti na trgu. Vedoč, da je uporaba alternativnih virov energije omejena in da nafta ostaja vodilni vir v svetu, je učinkovitost

ново ustanovljenih podjetij, ki so nastala z združitvami in prevzemi, analizirana predvsem z njihovo konkurenčnostjo na naftnih trgih. Glede na vpliv globalizacije danes, podjetje mora biti konkurenčno ne samo na domačem trgu, ampak tudi na naftnih trgih po svetu. Zato menimo, da je analiza združitev in prevzemov naftnih družb še posebej aktualna.

Namen te raziskave je proučiti procese združitev in prevzemov podjetij, načine izvajanja združitev in prevzemov z vidika podjetij iz naftne industrije ter razvoj modela ocenjevanja učinkovitosti izvajanja združitev in prevzemov.

Glavni **cilj** je polobljeno spoznati teoretični in praktični razvoj modela za ocenjevanje učinkovitosti prestrukturiranja podjetij z združitvami in prevzemi s sprejemljivo stopnjo tveganja za vse udeležence. Za doseg tega cilja je v delu obdelan primer združitev TNK-BP in Rosfnet ter so zastavljene naslednje naloge: retrospektivna analiza glavnih faz razvoja trenda združitev in prevzemov glede na posebnosti vsakega obdobja; sistematizirati in analizirati cilje in motive podjetij za sodelovanje pri združitvah in prevzemih; razvrščanje vrst združitev in prevzemov po različnih merilih; analizirati in oblikovati cilje in zahteve postopka poglobljene analize (due diligence) družbe, ki sodelujejo v sporazumih o združitvah in prevzemih, ter analizo korakov za izvedbo poglobljene analize primera nekaterih naftnih družb; razviti metodologijo za ocenjevanje učinkovitosti prestrukturiranja z združitvami in prevzemi z namenom njihovega izvajanja; praktično uporabiti eno od metod za analizo učinkovitosti in tveganja združitve ter na primeru naftnih družb.

Glavna raziskovalna vprašanja, ki so postavljena v raziskavi so:

- Kateri dejavniki vplivajo na proces združitev in prevzemov podjetij? Kako učinek sinergije prispeva k bolj učinkoviti organizaciji?
- S katerimi težavami se uprava sooča pri združitvi? Kako bi se lahko temu izognili?
- Na kakšne načine se izvajajo pogodbe o združitvi in kateri postopki se izvajajo?

Iz vidika metodologije, delo obravnava kompleksna vprašanja in vprašanja, ki zajamejo velik obseg uporabe modelov uspešnosti in ocene tveganja. Sistematična in podrobna raziskovalna dejavnost je bila podprta in utemeljena z najpomembnejšimi znanstvenimi metodami na tem področju: metode mikro in makro objektivne (predmetne) analize, funkcionalna analiza: kvantitativne in kvalitativne metode, strukturna analiza, primerjalna metoda, statistične in grafične metode, metoda strokovnih ocen in znanstvene klasifikacije.

1 TREND ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV PODJETIJ: OSNOVNI VIDIKI IN RAZVOJ

1.1 Pojem in evolucija združitev in prevzemov

Pojma združitev in prevzem se običajno uporabljata za označevanje procesa združevanja gospodarskih subjektov, zaradi česar se oblikuje enoten sistem. Združitev in prevzem vključujeta vse načine pridobivanja korporativnega nadzora v vseh oblikah na različnih ravneh. Pojma združitev in prevzem se uporabljata tudi posamično, v nekaterih primerih sta uporabljena kot sinonima, najpogosteje pa se ju ločuje. Če ločimo pravne posebnosti opredelitve teh izrazov v državah po vsem svetu, je splošno sprejeta opredelitev izraza združitev – proces združevanja gospodarskih subjektov s prostovoljnim nakupom premoženja enega podjetja od drugega podjetja. Izraz prevzem predstavlja poenotenje

gospodarskih subjektov s pridobitvijo pravice nadzora enega gospodarskega subjekta nad drugim, ki je sovražne narave. (Halpern, 1982b). Prevzem podjetja se pogosto zgodi z nakupom vseh delnic družbe na borzi, kar pomeni nakup celotne družbe. (Jansen & Meckling, 1976).

Poleg teh dveh pojmov se uporabljata tudi pojma pridružitve (Monahov, 2009, str. 42-47) in konsolidacija (Eliseev, 2011, str. 7-12) ki nekoliko širše opredelita poenotenja gospodarskih subjektov. Pojma združitve in prevzem sta v znanstveni in ekonomski literaturi pridobili široko uporabo po vsem svetu. Pojma sama po sebi vključujeta ne samo združitve več družb v eno ali pridobitev nadzora enega podjetja nad drugim, temveč tudi spremembo v lastniški strukturi, dokapitalizacijo in vse druge vrste pogodb, ki bi lahko vodile do sprememb v upravljanju in nadzoru družbe.

Opozoriti je treba, da je v resnici precej težko razlikovati, ali gre za združitve ali prevzem. "V večini sporazumov o združitvah ali prevzemih podjetij je vedno mogoče ločiti prevladujočo in odvisno stranko v pogodbi. Z drugimi besedami, zaradi združitve ali prevzema pride do nakupa podjetja. Zato se oba izraza v svetovni literaturi uporabljata kot sinonima za označevanje dogodkov, ki imajo skupno gospodarsko naravo" (Džafarov, 2002, str. 178.). Ker je to delo ekonomskega značaja, menimo, da je primerno upoštevati ta pristop in uporabiti izraza "združitve" in "prevzem" kot sinonima.

Združitve in prevzemi so gospodarski procesi konsolidacije podjetij in povečanja kapitala ali združitve več gospodarskih subjektov z ustanovitvijo nove pravne osebe. Obstajata dve obliki združevanja:

- Združitve strukture - združujoče se družbe prekinejo samostojen obstoj kot pravne osebe, novo ustanovljeno podjetje pa prevzame svoje obveznosti in nadzira vsa sredstva.
- Združitve sredstev - združujoče se družbe prenesejo pravico do upravljanja svojih družb kot naložbo v ustanovitveni kapital. Pri tem je ohranjena dejavnost in organizacijska struktura združenih podjetij.

1.2 Osnovni dejavniki razvoja trga združitve in prevzemov

Osnovni dejavniki so: globalizacija, rast cen proizvodov, razpoložljivost nizko obrestnih virov financiranja. Toda poleg navedenih so še drugi:

Prvi dejavnik je obstoj *investitorjev-aktivistov*. Glavna značilnost je pritisk na podjetja s strani aktivistov hedge skladov, kot tudi institucionalni investitorji-aktivisti (Lang, 1989). Kot je že bilo omenjeno, poslovodstvo podjetja ne strmi vedno k maksimiranju dobičkov podjetij, vendar ima pogosto svoje osebne cilje, ki ne ustrezajo interesom delničarjev. Posledica takega upravljanja je lahko izvajanje preveč tvegane strategije za razvoj podjetja ali neučinkovito upravljanje virov. Z drugimi besedami, takšna strategija, ki je za upravljalce stroškovno učinkovita, ni vedno primerna za delničarje. Bistvo dejanj aktivistov je pritisk na poslovanje podjetja in s tem prisiljevanje menedžerjev, da upoštevajo njihove interese in zahteve. Primer takega ukrepa je: maksimiranje vrednosti podjetja in spreminjanje strategije podjetja. Takšen pritisk nedvomno vodi v krepitev delovanja trga korporativnega upravljanja in spodbuja rast števila združitve in prevzemov.

Opozoriti je treba, da je hitra rast aktivizma v zadnjem času povezana predvsem z odpravo nekaterih omejitev v ZDA in več evropskih državah v smislu glasovanja delničarjev, pa tudi z večjo aktivnostjo hedge skladov in institucionalnih vlagateljev. V letu 2007 je sklad Ichigo Asset Management uspel blokirati prodajo Tokija Kotetsu v družbi Osaka Steel, The Children's Investment Fund pa je ABN Amro prisilil prodati del svojih sredstev. Neposredno vlogo so imeli tudi aktivisti hedge skladov v konkurenčnem boju NYSE in Deutche Borse za Euronext (Michaelson & Salin, 2003). Vsi ti primeri zagotavljajo jasne dokaze, da imajo investitorji-aktivisti resnično priložnost vplivati na trg za združitve in prevzeme.

Drugi dejavnik je *deregulacija*. Približanje tržnemu kapitalizmu in privatizaciji državnih podjetij je v svetu pripeljalo do znatnega povečanja števila združitev. Proces privatizacije je v številnih državah aktualen, v nekaterih obdobjih intenzivnejši, v nekaterih pa tudi z manjšo intenzivnostjo. Denacionalizacija poteka predvsem v smeri razvoja konkurence in podjetništva (Halpern, 1983a). Kot rezultat predaje delnic zasebnim lastnikom raste konkurenčnost posameznih panog; narašča priliv domačih in tujih naložb v nova podjetja in konkurenčna podjetja; spodbuja se diverzifikacija proizvodnje in prodaje. Učinkovitost se povečuje s ponovno vzpostavitvijo upravljanja in prestrukturiranja podjetij, kar se pozitivno odraža na uspešnosti gospodarstva kot celote in posebej na trg združitev in prevzemov. Spremljevalne spremembe v zvezi z nadnacionalnimi združitvami imajo enak učinek. Deregulacija posameznih industrij, na primer posojilnih in finančnih trgov ter energetskega trga, je prispevala tudi k rasti obsega združitev in prevzemov na svetovni ravni. (Jansen, 1986).

Tretji temeljni dejavnik je *protekcionizem*. Po drugi strani pa je opazen tudi vpliv protekcionizma, ki omejuje procese konsolidacije. V nasprotju s konkurenco tujih korporacij si podjetja prizadevajo utrditi svoj položaj na domačem in tujih trgih. Po eni strani konsolidirajo lastna proizvodna sredstva, kar vodi v povečanje gospodarske koncentracije na lokalnih trgih, po drugi strani pa se vedno bolj obračajo državi za zaščito pred negativnim vplivom tujega uvoza. Zato se pred državno gospodarsko in konkurenčno politiko postavljajo nove naloge.

Dolgoletna zgodovina razvoja protimonopolne zakonodaje v razvitih državah kaže, da njena učinkovita uporaba na eni strani predpostavlja zaščito nacionalnega trga s strani tujih monopolistov in na drugi strani regulacijo koncentracije notranjih trgov, z namenom oblikovanje velikih proizvodnih enot in s tem povečanje nacionalne konkurenčnosti zunaj države. Glede zadnjega je treba opozoriti, da je velikost gospodarskega subjekta dejavnik konkurenčnosti v gospodarskem smislu. Najbolj konkurenčna podjetja so velike nacionalne korporacije. Z drugimi besedami, spodbujanje prevzema teh podjetij manjših podjetij je zagotovilo za povečanje konkurenčnosti gospodarstva v širšem smislu.

Naslednji dejavnik je *protimonopolna zakonodaja*. Vladna politika lahko pozitivno vpliva na združitve in prevzeme in hkrati negativno na njihovo upočasnitev ali oviranje. Zaradi tega je ta pomemben dejavnik, ki vpliva na trg korporativnega upravljanja. Protimonopolna ureditev v ZDA, Kanadi, Evropski uniji in drugod po svetu je bila zelo naklonjena ali prijazna procesom konsolidacije po svetu. Priznali so dejstvo, da trgi postajajo vse bolj globalni in da je treba urediti in posledično sprejeti nekatere omejevalne ukrepe za reševanje nastalih težav (Bazoev, 2003). Vendar pa ni mogoče povsem povedati, da izvajanje politik držav danes preveč omejuje procese združitev in prevzemov.

Peti dejavnik so *strokovnjaki*. Razvoj spretnosti in znanja strokovnjakov pri analiziranju, ocenjevanju in uresničevanju združitve in prevzemov je prav tako postal pomemben dejavnik, ki vpliva na razvoj trga združitve in prevzemov. Prvič, sposobnost direktorjev, delničarjev in vodij podjetij, da pridobijo pomoč visokokvalificiranih odvetnikov, svetovalcev, računovodij, revizorjev in tako zagotovijo uspeh pri prevzemni pogodbi, je pogosto dejavnik, ki vpliva na njihovo odločitev za začetek postopka združitve ali spodbujanje razvoja trga kot celote. Drugič, velike mednarodne investicijske banke, ki ponujajo storitve za izvedbo združitve in prevzemov si prizadevajo pritegniti pozornost vseh večjih svetovnih podjetij potencialnih pogodb za združitve in prevzemov. To nadalje spodbuja procese konsolidacije.

Pomemben dejavnik so *trgi*. Občutljivost kapitalskega trga je ključni dejavnik za dejavnost združitve in prevzemov. Med petim valom združitve, ko so se cene delnic in njihov donos močno povečale, je bilo opaziti znatno povečanje obsega trga združitve in prevzemov. Vrednost pogodb na svetu se je povečala z 339 milijard dolarjev leta 1991 na rekordnih 3,3 bilijona dolarjev v letu 2000 (Molotnikov, 2005b). Letna rast je v tem obdobju presegla rekordno raven iz preteklega leta. Zdelo se je, da se bo val nadaljeval v novem tisočletju. Toda visoka hitrost združitve se je močno upočasnila, "finančni balon" 21. stoletja je "eksplodiral" in dejavnost na področju združitve se je začela zmanjševati.

Makroekonomski kazalniki v veliki meri pojasnjujejo močno zmanjšanje koncentracij med letoma 2000 in 2003. Upočasnitev rasti delniških trgov se je izkazala kot najpomembnejši dejavnik vpliva pri zmanjševanju doslej velike dejavnosti združitvenega trga. Do leta 2003 se je NASDAQ zmanjšal za okoli 70% glede na svoj maksimum leta 2000, uvrstitev delnic številnih telekomunikacijskih, internetnih in tehnoloških podjetij pa se je zmanjšala za več kot 75%, nekatere celo za 98% (Roll, 1986). Poleg tega je oslabitev ameriškega gospodarstva in drugih držav skupaj z dogodki 11. septembra 2001 ter nadaljnjim notranjim in mednarodnim konfliktom, kakor tudi škandali, povezani s finančnim poročanjem in upravljanjem podjetij, še dodatno zmanjšali število potencialnih vlagateljev na trgih in jih naredili manj raspoloženi za združitve.

Vendar se je dejavnost na področju združitve ni zmanjšala na nič. Kljub nevarnosti primanjkljajev, mednarodnih konfliktov in korporativnega upravljanja, izboljšanje tržnih pogojev skupaj z rastočim optimizmom za severnoameriška in evropska gospodarstva je že leta 2004 ustvarilo ugodnejše makroekonomske pogoje za združitve. To je povzročilo znatno povečanje poslovne aktivnosti tega trga, ki se je nadaljeval do svetovne finančne krize v letu 2008. Glavni dejavniki, ki so v tem obdobju prispevali k povečanju poslovne aktivnosti, so: pomembna rast prihodkov in prostih denarnih sredstev za korporacije, vračanje varnosti delničarjem in direktorjem, relativno nizke obrestne mere in stopnja inflacije, ki je lahko dostopno vzajemno financiranje iz ogromnih obseg in rastoči investicijski kapital, ki ga uporabljajo skladi za neposredne naložbe in hedge skladi v pogodbah za združitve in prevzemov.

Naslednji dejavnik je pojav *novih podjetij*. Ker je hitra rast novih podjetij v drugi polovici XIX. stoletja prispevala k pojavu prvega in drugega vala združitve, je ustanovitev tisočih novih podjetij na področju tehnologije vplivala na povečanje števila združitve in prevzemov v času petega vala (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2011). Ta tendenca ostaja eden glavnih dejavnikov na trgu združitve in prevzemov v XXI. stoletju. Predzadnji dejavnik je *nakup in prodaja vrednostnih papirjev*. Arbitrarji ostajajo gonilna sila procesov združitve in prevzemov, vendar imajo manjšo vlogo kot v obdobju tretjega in četrtega vala združitve.

Zadnji dejavnik so *valute*. V svetu, kjer se tečaji valut nenehno spreminjajo, imajo podjetja iz močnih valut dodatne ugodnosti pri nakupih v državah s šibkimi valutami. Prednost je lahko do 20-30% nakupne cene v primerjavi s šibkejšimi valutami. V osemdesetih letih so japonske družbe v ZDA izvedle pomembne prevzeme v obliki sredstev finančnih institucij in podjetij v nepremičninskem sektorju (Schwert, 1996). Glavni dejavnik je bila šibkost dolarja v primerjavi z japonskim jenom. V naslednjih letih je šibak dolar na podoben način privlačil naložbe iz Brazilije, Kitajske in Indije, kar je prispevalo k rasti združitve in prevzemov.

1.3 Motivi in cilji za združitve in prevzeme

Potem, ko je bila upoštevana zgodovina dogovorov o združitvah in prevzemih, je treba upoštevati njihove motive in cilje. Čeprav so bili cilji, ki vodijo podjetja v različnih obdobjih razvoja združitve in prevzemov že obravnavani, menimo, da je primerno strukturirati cilje in motive za združevanje podjetij, da bi lahko opredelili z njimi povezana tveganja. Predvsem pa je treba podati definicijo **učinka sinergije**, katere doseganje temelji na osnovi sporazumov o združitvah in prevzemih in se pogosto obravnava kot temeljni motiv.

Učinek sinergije predstavlja pojav, ki ob povezanosti v dva večkomponentna sistema, prinaša vsoto večjo od običajne matematične zbirke komponent teh dveh sistemov. Jasna predstava o strukturi sinergije je pridobljena z modelom profesorja Robina Matthews (Matthews, 1994, str. 38) z Univerze Kingston. Po njegovem modelu nastane sinergija kot posledica dveh učinkov: **subadikcije in superadidicije**. Učinek subadivabilnosti je zmanjšanje skupnih stroškov podjetij, ki združujejo na primer stroškov privabljanja kapitala, podvojenih struktur, izmenjave tehnologij itd., pri čemer obstoječi obseg prodaje ostane nespremenjen. Učinek superadvisnosti je povečanje prihodkov z rastjo priliva sredstev in prodaje zaradi okrepljenega položaja združenega podjetja na trgu, realizacije novih investicijskih projektov, katerih uresničevanje je možno le z združevanjem premoženja podjetij itd.

Cilj večine združitve in prevzemov je - rast vrednosti združenega podjetja. Seveda obstajajo podjetja-kupci, katerih cilj je z nakupom in nadaljnjim zaprtjem odstraniti konkurenčno podjetje. Opredelitev motivov za združitve in prevzeme je zelo pomembna, saj določajo razloge, zaradi katerih sta dve ali več podjetij po združitvi vredni več kot vsako posebej (Brigham & Daves, 2007).

Pogosto dostopi do skupine motivov v pogodbe o združitvah in prevzemih niso sistematizirani. Delno so in ne vključujejo vseh načinov združevanja zaradi njihovih podobnosti ali zamenljivosti. Prispevek predlaga racionalnejši pristop k razvrščanju motivov, odvisno od vzročno-posledične povezave z nastankom ustreznega učinka subadikcije ali superadidicije. Z drugimi besedami, motive lahko razdelimo v tri skupine:

- motivi učinka subadivilnosti ali zmanjšanje odlivov sredstev (predvsem gotovina, ki je v obliki stroškov podjetja);
- motivi učinka superadvisnosti ali povečanja dotoka sredstev;
- nevtralni motivi v smislu gibanja sredstev.

Osredotočeni na to delitev, smo sestavili naslednjo tabelo:

Tabela 1: Struktura motivov združitvev/prevzemov podjetij

Učinek subadikcije	Nevtralni motivi	Učinek superadidicije
1. Ekonomika obsega	1. Razlika med tržno vrednost z računovodsko in rezidualno trenutno tržno vrednostjo	1. Dopolnilna sredstva
2. Centralizacija funkcij	2. Too big to fail	2. Velike pogodbe
3. Združevanje za raziskave in razvoj	3. Osebni motivi menegerjev	3. Kapitalski trg
4. Zmanjšanje neučinkovitost	4. Zaščita pred prenosov	4. Monopol
5. Cena kapitala	5. Ozemeljska širitev	5. Diverzifikacija
6. Podvojene funkcije		6. Dostop do informacij
7. Davčni motivi		

Vir: Lastno delo.

1.3.1 Motivi učinka subadivilnosti

Ekonomija obsega je glavni cilj horizontalnih prevzemov, ki je dosežen, ko se zmanjšajo povprečni stroški na enoto izdelek, s povečanjem obsega proizvodnje (Doerr, 2000, str. 171–177). Eden od virov ekonomije obsega je porazdelitev fiksnih stroškov na večje število proizvedenih kosov izdelka. S tem povečanje obsega proizvodnje na določeno raven omogoča učinkovitejšo uporabo obstoječih zmogljivosti. Vendar pa obstajajo omejitve, pri katerih lahko proizvodnja raste. Proizvajalni stroški se, potem ko presežejo meje, množijo, kar povzroči zmanjšanje stroškovne učinkovitosti proizvodnje. Ta motiv je še posebej izrazit pri horizontalnih združitvah.

Centralizirani funkcij - primer tega motiva je možnost večjega pritiska na dobavitelje glede na cene surovin. To je mogoče doseči s povečanjem celotnega obsega nakupov z pridobivanjem priložnosti za dodatne popuste, pa tudi z neposrednim pritiskom in grožnjo za spremembo dobavitelja.

Združevanje za raziskave in razvoj - prednosti združitve na področju visokotehnoloških izdelkov so varčevanje z dragimi raziskavami za razvoj novih tehnologij in ustvarjanje novih vrst izdelkov ter vlaganje v nove tehnologije in izdelke. Združitve in prevzemi se uporabljajo za poenotenje znanstvenih raziskav in znanstvenega potenciala podjetja z denarjem drugega podjetja (Shea, 1991). Ta sredstva so potrebna za znanstveni razvoj in napredek. Na primer, če ima podjetje veliko raziskovalcev, znanstvenih raziskav in izkušenj pri njihovem izvajanju, je drugo razvilo kanale oskrbe, blagovno znamko itd. V primeru njihove združitve bo nova družba istočasno prejela prednost na obeh področjih, sporazum o združitvah in prevzemih pa bo za obe podjetji veliko bolj učinkovit kot dolgotrajen proces pridobivanja

potenciala v nerazvitih območjih. Danes je opazen trend prevzemov in združitvev podjetij, povezanih s proizvodnjo in uporabo visokotehnoloških izdelkov.

Zmanjšanje neučinkovitosti - združitve in prevzemi so lahko usmerjeni v doseganje učinkovitosti upravljanja. To pomeni, da upravljanje premoženja ene od družb ni bilo učinkovito, po združitvi pa so se njegova sredstva v večji meri uporabljala. Podjetja se vedno lahko najdejo, pri čemer možnosti za zmanjšanje stroškov in povečanje obsega prodaje in prihodkov niso vedno čim bolj izkoriščene ali pa podjetja, ki nimajo talenta in motivacije vodstvenega osebja ali podjetij, ki imajo neučinkovito upravljanje (Stigler, 1950). Praksa kaže, da so najpogostejši predmeti pridobitve podjetja, katerih ekonomski kazalniki niso zelo visoki.

Nakup slabo upravljanih podjetij z nadaljnjim odstranjevanjem obstoječega upravljanja ali spreminjanjem obstoječih načinov upravljanja je lahko pomemben dejavnik za uspešno delovanje na novo oblikovane enotne strukture podjetja. Osnovni dejavniki za uspeh tega motiva so:

- slabo delovanje podjetja, pri kateremu je namen pridobitve da izhaja iz notranjih težav pri upravljanju in vodenju podjetja, ne pa iz tržnih dejavnikov;
- takoj po nakupu mora slediti spremembam v upravljanju. Včasih je lahko "učinkovitejše upravljanje" preprosto potreba po zmanjšanju osebja ali reorganizaciji poslovanja podjetja;
- tržna cena, ki prevzema ciljne družbe ne bi smela vključevati premije za neučinkovito upravljanje in obstoječe upravljanje, sicer se lahko drastično zmanjša možnost, da podjetje-kupec doseže dodaten dobiček.

Treba je opozoriti, da združitve in prevzemov ne bi smeli obravnavati kot univerzalna instrumenta za izboljšanje metod upravljanja. Obstaja velika stopnja tveganja, da bi s tem precenili možnosti za upravljanje kompleksne organizacije ali podjetja z neznanimi tehnologijami in trgi. Poleg tega je v nekaterih situacijah radikalna sprememba v upravljanju družbe najenostavnejši in najbolj racionalen način za povečanje kakovosti vodenja, saj delničarji podjetij nimajo vedno možnosti neposredno vplivati na odločitve o tem, kdo bo vodil podjetje. Pomembno je poudariti, da neracionalno in neučinkovito upravljanje - kot glavni vzrok težav znotraj podjetja - ni vedno vidno.

Velikost družbe in njena kapitalizacija pomembno vplivata na njeno bonitetno oceno in posledično vplivata na *ceno kapitala*, ki so na voljo podjetju. Zato je lahko konsolidacija družbe z združitvami in prevzemi dodatni instrument za pritisk na finančne institucije, da bi dobili boljše obrestne mere za posojila.

Podvojene funkcije - osnovna ideja tega motiva je predvsem zmanjšanje števila vodstvenih in administrativnih kadrov v podjetjih. Odpravljanje podvojenih sektorjev in oddelkov ter centraliziranje dela operativnih dejavnosti (računovodstvo in finance, kontroling itd.). Z drugimi besedami, odpravljene so podvojene funkcije, kar omogoča zmanjšanje stroškov plač in prispevkov. Ta motiv se najpogosteje pojavlja v primeru horizontalnih združitvev, čeprav njegov pojav pri konglomeratnih združitvah ni izključen.

Ciljno podjetje prevzema ima lahko pomembne *davčne motive*, ki niso v celoti izkoriščene iz ustreznih razlogov. Hkrati ima lahko podjetje-kupec prihodke, za katere plača višje davke.

V tem primeru združitve ali prevzem bo oblikovala sinergijo v obliki davkov (Williamson, 2000). Poleg tega lahko združitve ali prevzemi družbenega interesa prispevajo k dodatnim davčnim olajšavam. V nekaterih državah po stečaju in nadaljnji reorganizaciji lahko družba uveljavlja pravico do prenosa realizirane izgube obdavčljivega dobička v prihodnjih obdobjih. Vendar pa se združitve, sklenjene izključno za ta namen, štejejo za sumljive in najpogosteje se lahko pravica do prenosa izgub iz dobička v naslednjih obdobjih prekliče.

1.3.2 Motivi učinka superadvisnosti

Dopolnilna sredstva - predpostavlja da imajo podjetja sredstva, s katerimi se lahko obojestransko dopolnjujejo. Ta podjetja bodo po združitvi vredna več kot njihova vrednost pred združitvijo, saj vsaka od njih dobi tisto, kar ji je manjkalo. Pri tem pridobijo potrebna sredstva bolj ugodno, kot če bi jih ustvarjali samostojno. Ena od znanih teoretičnih hipotez predpostavlja, da bo podjetje pridobilo dobiček, če je globoko specializirano glede njenih sredstev. V tem primeru lahko vertikalna integracija zagotovi boljše usklajevanje z uporabo dopolnilnih specializiranih sredstev na različnih stopnjah proizvodnje. Take združitve so značilne za velika in mala podjetja. Predmet prevzema so pogosto majhna specializirana podjetja velikih podjetij, ker lahko zagotovijo proizvodnjo manjkajočih komponent za njihovo učinkovito delovanje. Čeprav lahko velika podjetja sama ustvarijo potrebne komponente, je veliko bolj priročno in hitreje priti do njih s prevzemom podjetja, ki jih že proizvaja.

Po velikosti združeno podjetje pridobi zadostno zmogljivost, da lahko zaprosi za *velike pogodbe* (vključno z državnimi pogodbami), in ta možnost sodelujočim družbam v pogodbi o združitvi ali prevzemu prej ni bila na voljo. Pridobitev take pogodbe zagotavlja optimalno raven obremenitve zmogljivosti in omogoča uresničevanje ekonomije obsega. Največje transnacionalne družbe imajo tudi gospodarsko moč, da svoje interese lobirajo na najvišji ravni. Učinek je bil najbolj izrazit v 50-ih letih XX-ega stoletja, ko je "sedem sester" določilo svetovno raven proizvodnje nafte in narekovalo cene tako držav proizvajalk kot držav potrošnic.

Kapitalizacija (vrednost) podjetja se lahko šteje kot jamstvo za pridobivanje obojestranskih sredstev, kar je eden od osnovnih dejavnikov za razvoj podjetja. Poleg tega velika količina prostih denarnih sredstev omogoča optimizacijo njene uporabe znotraj podjetja. Transferne cene in notranja razpršenost kapitala sta le del možnih instrumentov za optimizacijo kapitalskega dela znotraj podjetja.

Pri združitvah, predvsem horizontalni, je odločilna vloga pogosto težnja po doseganju ali krepitvi *monopolnega položaja*. Veliko podjetje ima velik vpliv na trg, kar je zelo pomembno v sodobnih pogojih nepopolne konkurence (oligopol ali monopol). Združitve v takšnih razmerah omogoča podjetju, da pridobi nadzor nad cenami in tako zmanjša cenovno konkurenco. Kljub protimonopolnim zakonom, ki preprečujejo prenos, da dvignejo cene, se včasih lahko kupijo konkurenti, da bi jih v prihodnje zaprli, ker je stroškovno učinkovitejše od vodenja cenovne vojne, ki prisili vse konkurente, da trpijo izgube.

Diverzifikacija, kot pomemben vir pozitivne sinergije, lahko pogosto utira pot za učinkovitejšo uporabo dopolnilnih sredstev in učinkovitejšo uporabo proizvodnih zmogljivosti. Diverzifikacija pogosto spodbuja spremembo in prestrukturiranje celotne gospodarske strategije podjetja, s poudarkom na pomembnosti ponujanja novih izdelkov in storitev. Prav tako pomaga stabilizirati tokove prihodkov, ki so stroškovno učinkoviti za

zaposlene v podjetju, za dobavitelje in za kupce, in sicer s povečanjem ponudbe in storitev. Po mnenju strokovnjakov iz vodilnih svetovalnih podjetij za združitve je uspeh podjetij v prihodnosti odvisen od povečanja ponudbe storitev in izdelkov, kar nedvomno vključuje konsolidacijo sredstev.

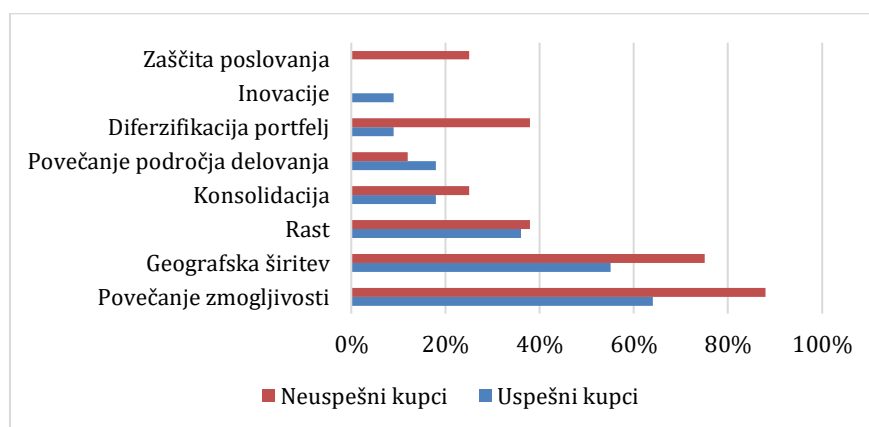
Združitve in prevzemi so lahko praktičen način črpanja kapitala iz industrijskih sektorjev, v katerih se zmanjšuje proizvodnja. Ta način je še posebej pomemben pri dolgoročnem zmanjšanju povpraševanja po izdelkih podjetja. To je samo po sebi spodbuda za združitve podjetij, ki so specializirana na različnih področjih.

Nakup tujih podjetij se lahko obravnava tudi kot način diverzifikacije, kjer bi se iskali možni razlogi za naložbe pri obdavčitvi, različni valuti itd. V zvezi s tem se je primerno sklicevati na raziskave R. Harrisa in D. Ravenscrafta (Harris & Ravenscrafta, 1991, str. 825-844) in videti zaključke, na katere so prišli:

- $\frac{3}{4}$ transnacionalnih sporazumov o združitvah je med podjetji iz podobnih industrijskih sektorjev;
- tuji kupci pogosto plačujejo več premij za obvladovanje zalog kot domača podjetja (39,8% proti 26,3%);
- na območjih visoko razvitega sektorja raziskav in razvoja so nadnacionalni prenosi bolj priljubljeni kot nacionalnih;
- trdnost valute je pomemben dejavnik - ko je valuta kupca trdno določena za dolar - premija je višja.

Poudariti je treba, da kljub očitnim prednostim diverzifikacije v sporazumih o združitvah in prevzemih niso tako velike. To potrjujejo raziskave da podjetja imajo za motiv samo diverzifikacijo, z veliko nižjo rast proizvodnje. Podobno mnenje o potrebi po diverzifikaciji imajo tudi upravljalci številnih podjetij. Po McKinseyjevi raziskavi, rezultati raziskav o sporazumih o podjetjih, usmerjenih v diverzifikacijo, so bili precej nižji od tistih, ki so dali prednost drugim ciljem.

Slika 1: Osnovni motivi za združitve in prevzeme, na podlagi pregleda vodij



Vir: Lastno delo.

Informacije so eden najpomembnejših virov za podjetje. Pridobitev novega podjetja pogosto zagotavlja dodatno znanje o izdelkih in trgih, razviti mreži strank, tehnologij, patentov, licenc in visoko usposobljenega osebja. Ne smemo pozabiti na posebnosti korporativne kulture, ki jo lahko obravnavamo tudi kot določeno znanje. To se lahko delno uporabi za ekstrapolacijo celotne organizacije (Doyle, 2006, str. 544). Ampak včasih zelo velike razlike v kulturah podjetij vodijo do neuspeha pri združitvah in prevzemih, ki jih spreminjajo v boj dveh nasprotujočih pristopov upravljanja. Zato so zelo pomembne integracijske dejavnosti v vseh fazah združitve in prevzemov. Nezačuden je z združitvijo, prvi učenci in delavci na najvišji ravni zapuščajo. Večinoma čutijo posledice sprememb v korporativnem upravljanju in z njim lažje najdejo nove ponudbe na trgu dela. Z drugimi besedami, pridobivanje novih, cenejših informacij ali know-how med združitvijo ali prevzemi osvobaja družbo velikih stroškov za svetovalne storitve od tretje osebe, ki prispeva k varčevanju.

1.3.3 Neutralni motivi

Prvi nevtralni motiv je preučevanje *razlike med trgom in knjigovodsko vrednostjo na eni strani ter sedanjo tržno in rezidualno vrednostjo na drugi strani*. Podobno kot pri tehnologiji je pogosto lažje kupiti obstoječe podjetje kot oblikovati novo. Nakup je stroškovno učinkovit v pogojih, ko je tržna cena premoženja ciljnega podjetja bistveno nižja od njihove dejanske vrednosti (Borghesi, Houston & Naranjo, 2007, str. 5–31). Z vidika vlagateljev tržna vrednost podjetja temelji na njeni zmožnosti ustvarjanja prihodkov. Tržna vrednost ni vedno objektivna in je pogosto zaradi določenih dejavnikov realna vrednost podjetja podcenjena. V skladu s tem je tržna vrednost podjetja precej nižja od potencialno možne, zlasti v situacijah, ki so nastale kot posledica neučinkovitega upravljanja ali poslabšanja tržnih razmer, pri čemer se finančni kazalniki podjetja močno znižujejo.

Druga razlika se imenuje tudi "kupi poceni, prodaj dražje". Pogosto je preostala vrednost podjetja višja od trenutne tržne vrednosti. V tem primeru, čeprav je kupljeno po ceni, ki je višja od trenutne tržne vrednosti, se lahko podjetje kasneje prodaja po delih, z dobičkom za prodajalca. Danes ima ta motiv v svetu veliko popularnost. Kupci, ki za krajši čas pridobivajo del ali celotna podjetja, jih vodijo v stečaj za nadaljnjo prodajo delov. Pri tem ne samo neučinkoviti sektorji, ampak tudi tisti, ki so trajnostni, so v stečaju. Podjetja niso zainteresirana za dolgoročne naložbe s tveganjem nezadostne donosnosti naložb v prihodnosti, ko obstaja možnost v kratkem času, skoraj brez tveganja dobiti bistveno višje dobičkonosnosti od prodaje podjetja na dele.

Do neke mere, velikost samega podjetja predstavlja jamstvo za njeno varnost. V tuji literaturi se ta učinek imenuje *„too big to fail” – prevelik, da bi propadel*. Ker je država zaradi socialnih in ekonomskih razlogov prisiljena izvajati politiko protekcionizma glede na največja podjetja v industriji, pridobiva dodatno konkurenčno prednost pred manjšimi podjetji.

Ker so upravitelji najpogostejše tisti, ki se pogajajo o pogojih, cenah in drugih pogojih v sporazumih o združitvah in prevzemih, imajo njihovi *osebni interesi* pomembno vlogo pri odločanju. Čeprav večina sporazumov o združitvah in prevzemih temelji na gospodarskih koristih v ospredju so osebne ambicije menegmenta na višji ravni. Najpogostejši motivi so: motiv za izgradnjo imperijev od njihovih podjetij, ki ni vedno v skladu z interesi delničarjev, samozavest in samozavest vodstvenih delavcev. Posledica teh motivov je sklenitev nerazumnih pogodb, na primer zaradi želje, da se ne „izgubi”, pred druge potencialne kupce. Ker je moč in plače menegerjev povezana z velikostjo podjetja, je v njihovem interesu

najnižja rast. Tudi v obdobjih rasti borznih trgov vlagatelji pri nakupu delnic združenih podjetij vidijo možnost špekulacij o rasti njihove cene. Zanimanje za nakup delnic je povezano s pričakovanji oslabitve konkurence v industriji po združitvi. Vlagatelji pričakujejo povečanje prihodkov družbe in s tem povečanje lastnih prihodkov. Z uporabo takšnega ozračja med vlagatelji finančni posredniki pogosto sami sprožijo združitve in prevzeme, pri čemer računajo na špekulativne zaslužke.

Za nekatera podjetja so združitve edini način za preživetje trga pod pritiskom velikih tujih korporacij. V prizadevanju, da bi se *zaščitili pred prevzemom*, so se podjetja združila s "prijaznim podjetjem", tako imenovanim "belim vitezom". Najpogostejša združitve so podjetja, ki niso privlačna za tuje korporacije ali podjetja, ki bodo pri prevzemu ustvarila protimonopolne težave.

Širitev ozemlja dejavnosti podjetja omogoča vstop na nove trge v okoliščinah, v katerih se izčrpajo možnosti obstoječega trga. Poleg tega postaja transnacionalno podjetje zmanjšuje izpostavljenost lokalnim političnim in gospodarskim tveganjem in krepi svoj položaj v pogajanjih z oblastmi. Po proučevanju razvrstitve motivov v sporazumih o združitvah in prevzemih, in v skladu s prakso, lahko sklepamo, da so najpogostejši motivi za združitve in prevzeme varčevanje dragih razvojnih dosežkov pri ustvarjanju novih izdelkov, naložbe v nove tehnologije, kot tudi motivi komplementarnih virov in diverzifikacije. Manj motiviran je motiv varčevanja z odpravo podvojenih funkcij in motiv za ekonomijo obsega.

Naslednji zaključek, do katerega smo prišli, je dejstvo, da je izbira določenega motiva v glavnem cilju - povečanje bogastva delničarjev predpogoj za uspešno pogodbo. Hkrati pa pojav napake v fazi izbire strategije neizogibno vodi v manj učinkovitosti kot združitve ali prevzem.

1.4 Vrste združitev in prevzemov

Ker smo predhodno upoštevali motive in cilje sporazumov o združitvah in prevzemih ter dali kratek opis načel združitev in prevzemov, menimo, da moramo v tem poglavju združiti elemente prejšnje analize s pregledovanjem vrst združitev in prevzemov. Poleg tega bo to poglavje obravnavalo tudi razloge za združitve in prevzeme z različnimi teorijami, ki vključujejo razlago narave združitev in prevzemov. Ob upoštevanju različnih vrst združitev in prevzemov so pogodbe razdeljene glede na: način integracije podjetij, nacionalno pripadnost sodelujočih podjetij, obnašanje podjetij do združitve, način poenotenja potencialov.

V ta namen smo določili predvsem šest vrst pogodbenih delitev. V nadaljevanju bomo podrobneje pojasnili, začeli bomo pa s prvim tipom. Glede na način integracije podjetij ločimo naslednje. **Horizontalne združitve** so združitve dveh ali več podjetij, ki pripadajo enemu industrijskemu sektorju, poslovnemu sektorju in so v istem proizvodnem ciklu enega samega izdelka. Z drugimi besedami, združitve dveh ali več konkurenčnih podjetij. Primer horizontalnih združitev so združitve v bančnem sektorju in združitve trgovcev na drobno. Če podjetja pripadajo različnim sektorjem, vendar združitve omogoča združeni družbi, da razširi svojo dejavnost na prejšnjo ali naslednjo stopnjo proizvodnega procesa končnega izdelka, gre za **vertikalno združitve**. Primer vertikalnih združitev so združitve podjetij na področju metalurgije, strojne proizvodnje in rudarstva. Združitve **povezanih družb** so združitve podjetij, ki proizvajajo medsebojno povezane izdelke. Primer takšnih združitev je lahko združitve podjetja, ki proizvaja fotoaparte, in podjetja, ki proizvaja foto - papir ali

reagente za izdelavo fotografij. **Konglomeratne združitve** se pojavijo, če združitve vključuje podjetja, ki nimajo medsebojno neposrednih povezav, bodisi na področju poslovanja bodisi v proizvodnem procesu - potem je to konglomeratna združitev podjetij, ki niso v vlogi dobaviteljev, kupcev ali konkurentov med seboj. V konglomeratu združena podjetja nimajo tehnoloških enotnosti, niti enotnosti pri ciljih osnovne dejavnosti integratorja. Cilj konglomeratnih združitvev je povečati konkurenčnost podjetja.

Glede na metode je mogoče identificirati tri vrste konglomeratnih združitvev. Združitve, ki se dogajajo, da bi **razširili ponudbo** z ustvarjanjem nekonkurenčnih proizvodov, katerih prodajne poti in proizvodni proces so podobni. Združitve, namenjene **širitvi trga** s pridobivanjem novih prodajnih poti s povečanjem prisotnosti trgov in zmanjševanjem tveganj z diverzifikacijo trga. Na primer, odpiranje novih trgov v regijah, kjer družba prej ni bila prisotna. **Navadno konglomeratna združitev** je združitev podjetij, ki nimajo popolnoma nobenih medsebojnih tržnih povezav.

Glede na nacionalno pripadnost sodelujočih podjetij v sporazumu o združitvi in prevzemu se delijo na **nacionalne združitve**, ki predstavljajo združitve podjetij, ki se nahajajo v eni državi in **transnacionalne združitve** predstavljajo združitve podjetij iz različnih držav.

Glede na način poenotenja potenciala je mogoče identificirati naslednje vrste združevanja. **Korporativne alianse** – poenotenje dveh ali več podjetij, ki so specializirana za določen sektor poslovanja. Takšno poenotenje zagotavlja doseganje sinergijskega učinka le v tem sektorju, druge dejavnosti podjetij pa delujejo samostojno. Primer takšnih skupnih struktur so zadrage. **Korporacije** – ta vrsta združitve vključuje združitev vseh sredstev družb, ki sodelujejo v pogodbi.

Glede na vrsto potenciala, ki združuje med združitvijo ločimo: **Proizvodne združitve** – združitve, v katerih so združene proizvodne zmogljivosti dveh ali več podjetij. Cilj je doseči sinergijski učinek s povečanjem obsega proizvodnje (Reed & Babool, 2003, str. 63–77). **Finančne združitve** – združitve, v katerih podjetja ne delujejo kot celota. V tem primeru ni pričakovati bistvenega povečanja proizvodne zmogljivosti, temveč centralizirano finančno politiko, ki prispeva h krepitvi položaja trgov vrednostnih papirjev.

Glede na vedenje samega vodstva lahko ciljno podjetje s pogodbo za združitev ali prevzem, ločimo na: **Prijateljska združitev** – združitev, pri kateri vodstvo in delničarji družbe-kupca in ciljnega podjetja podpirajo idejo združitve. **Sovražne združitve** – pogodbe, v katerih uprava ciljne družbe nasprotuje sporazumu in lahko sprejme ukrepe proti njenemu izvajanju. Najpogostejše se to zgodi, ko večja konkurenta vzamejo relativno majhna podjetja. Obstaja več načinov sovražnega prevzema: ponavadi so to nakupi delnic, prevzem s stečajem, uporaba vrzeli v zakonih, podkupnine, ponarejanje dokumentov, ustvarjanje dvojnega upravljanja itd. Pod pogoji združitve in prevzemov so razdeljeni na združitev s **paritetnimi pogoji**, ki je združitev, pri kateri je vsak udeleženec sporazuma enak, združitev z **ne-paritetnimi pogoji** je združitev, pri kateri je vsak udeleženec sporazuma neenak.

Prvzemii: Popolni prevzem – ko se vsa sredstva družbe prenesejo v last družbe – kupca in **delni prevzem** – kadar se le del sredstev podjetja prenese v last kupca. Prevzem je lahko tudi odstotek delnic in določena faza proizvodnje. Glede na mehanizem, se združitve in prevzemi delijo na združitve z **združevanjem vseh sredstev in obveznosti** - poenotenje dveh ali več družb, kar predpostavlja prevzem ene stranke v pogodbi vseh sredstev in obveznosti drugih strank. Da bi dosegli dogovor v tej obliki, je potrebno pridobiti soglasje vsaj 50% delničarjev družb, ki sodelujejo v pogodbi, v nekaterih primerih pa več kot 50%, odvisno od notranje

organizacije družbe in zakonov. **Nakup dela ali vseh sredstev prevzetih družb** – poenotenje dveh ali več podjetij, kar predpostavlja ustanovitev nove pravne osebe, ki prevzame vsa sredstva in obveznosti združujočih se družb. Najpogosteje je treba pogodbo odobriti vsaj 50% delničarjev družb, ki sodelujejo v pogodbi, v nekaterih primerih pa še več, odvisno od predpisov družbe in zakonov. **Nakup delnic družbe** je neke vrste sporazum, kjer ima pobudnik pogodbe pravico, da se individualno pogaja z delničarji o namenu ciljne družbe pri tem odobritev pogodbe delničarjev ni potrebno.

Obstajata dve obliki nakupa delnic: nakup delnic s **plačilom v denarni obliki** in nakup delnic s **plačilom z delnicami ali drugimi vrednostnimi papirji**. Kot zaključek analize, lahko sklepamo, da je vrsta združitve odvisna od stanja na trgu in uspešnosti podjetja ter od virov, ki jih ima na voljo.

1.5 Analiza rezultatov združitve in prevzemov podjetij

Stalno povečevanje števila in obsega pogodb za združitve in prevzeme v zadnjih desetletjih, kot tudi privlačnost potencialnih priložnosti, ki jih imajo v njih udeleženci, dajejo vtis nesporne prednosti na ta način za razvoj podjetja. Vendar pa veliko število empiričnih raziskovalnih podatkov zanika to tezo in kaže povratno sliko. Največje število združitve in prevzemov ne vodi do doseganja zastavljenih ciljev. To stanje potrjuje vrsta raziskav, ki so jih izvedli neodvisni strokovnjaki.

Tabela 2: Uspeh združitve in prevzemov

Vir	Leto publikacije	Država pobudnika	Raziskovalni okvir	Rezultat		
				Uspešno	Nevtravno	Neuspešno
Glede na obseg prodaje						
Jansen/Koerner	2000	Nemčija	103 mednarodnih in nacionalnih združitev, 1994- 1999	44%		
Glede na doseganje zastavljenih ciljev						
Booz- Allen/Hamilton	1998	Globalno	150 podjetij			34%
Glede na povečanje vrednosti podjetja						
Jansen/Koerner	2000	Nemčija, Globalno	103 mednarodnih in nacionalnih združitev, 1994- 1999	24%		
McKinsey	2000	Globalno	507 združitve in prevzeme, 1996- 1998			50%

se nadaljuje

Tabela 2: Uspeh združitve in prevzemov (nadaljevanje)

<i>Glede na povečanje vrednosti podjetja</i>						
KPMG	2000	Globalno	107 od 700 največjih transnacionalnih združitve in prevzemov, 1996-1998	16%	30%	54%
A.T.Kearney	1999	ZDA, Evropa, Azija	115 združitve, 1993-1996			58%

Vir: Lastno delo.

Iz tabele je razvidno, da nekatere študije kažejo, da je do 58% pogodb neuspešnih. Ločene raziskave je težko primerjati zaradi: različnih obravnav izraza "uspešne pogodbe", različnih metod zbiranja podatkov, obsega analiziranega statističnega gradiva, analiznih metod itd. Kljub temu je veliko število študij privedlo do zaključka, da so združitve in prevzemi povezane z visoko stopnjo tveganja. Poleg tega se delež neuspešnih združitve in prevzemov sčasoma ne zmanjšuje, kar je presenetljivo, saj bi morala podjetja, ki pridobivajo negativne izkušnje, postati bolj previdna, strokovnjaki in svetovalci, vključeni v pogodbe, pa bi morali pridobiti več izkušenj. Vse to bi moralo voditi v "učenje o napakah" in povečati učinkovitost v prihodnosti. Vendar pa takšne logične predpostavke statistika negira. Ena od razlag je stalna sprememba splošnih pogojev pogodb, tako da pridobljene izkušnje v prihodnosti ne veljajo (Carey, Aiello, Watkins & Eccles, 2001). Drugi možni razlog je pomanjkanje sistematične akumulacije in uporaba predhodno pridobljenih izkušenj.

Visok odstotek neuspešnih pogodb ne vodi k zmanjšanju števila združitve in prevzemov, saj je njihova potencialna prednost v primerjavi s tradicionalnimi metodami za širjenje poslovanja. Zato je očitna neizogibnost analize razlogov za neuspeh sporazumov o združitvah in prevzemih ter predlog ukrepov za zmanjšanje tveganja v njih. S ciljem, da bi dobili popolno sliko slabosti sporazumov o združitvah in prevzemih, bomo obravnavali vprašanja, ki se lahko pojavijo med izvajanjem združitve in prevzemov podjetij. Kot osnovne probleme ločimo naslednje:

- povečana fluktuacija zaposlenih;
- odsotnost strategije;
- podcenjevanje stroškov;
- zavestno subjektivna ocena;
- odsotnost nadzora;
- počasne odločitve in nejasno opredeljene odgovornosti;
- kulturne ovire;
- neizkušenost vodstva;

Vsaka pogodba o združitvah in prevzemih je povezana s številnimi tveganji, saj podatki, pridobljeni za družbo, niso popolnoma zanesljivi in vsebujejo podatke napovednega značaja in visoko stopnjo negotovosti, kot so: prihodnje tržne razmere, položaj konkurence, denarna sredstva enotnega podjetja. Eden od glavnih dejavnikov v sporazumih je pripravljenost na reševanje problemov in, kar je še pomembneje, pripravljenost za konstruktivno in hitro odzivanje nanje.

Da bi zagotovili takšno pripravljenost, je zelo pomembno vnaprej določiti ne le pozitivne strani, temveč tudi možna tveganja, ki se pojavijo v postopku pogajanj o združitvah ali prevzemih. Ob upoštevanju negativnih strani in osnovnih težav, ki se lahko pojavijo v procesu združitve in prevzemov, je bistveno, da se predložijo **predlogi za zmanjšanje tveganj** pri združitvah in prevzemih (Piispanen, 2010, str. 167-169). Projekti združitve in prevzemov so še posebej zapleteni zaradi njihove kompleksnosti.

Da bi zmanjšali kompleksnost, je potreben celoten proces, da se ločimo posamezne faze ali korake. Zaradi specifičnosti združitve in prevzemov (po obsegu, udeležencih, vsebini itd.) ni mogoče oblikovati univerzalne strukture procesa, ki bi se uporabljal v vsaki pogodbi.

V znanstveni literaturi obstaja veliko načinov strukturiranja procesov združitve in prevzemov, ki so predstavljeni v naslednji tabeli. To tabelo je treba prilagoditi za vsako konkretno situacijo.

Tabela 3: Načini strukturiranja procesov združitve in prevzemov

Avtor	Faze	Avtor	Faze
Larcier (1973)	• Opredelitev vzrokov za združitve / prevzem • Priprava • Pogajanja • Fiksiranje rezultata	Coenenberg/Sautter (1988)	• Razvijanje strategije • Prevzem • Ustvarjanje vrednosti • Realizacija prihodkov
Jung (1983)	• Načrtovanje združitve / prevzema • Izbira ciljna podjetja • Prejšnje raziskave • Podrobne raziskave • Nakup	Gomez/Webber (1989)	• Ustvarjanje organizacijskega ozadja • Izbira najboljših kandidatov • Ocenjevanje kandidatov • Izvajanje poslov • Integracija

se nadaljuje

Tabela 3: Načini strukturiranja procesov združitve in prevzemov (nadaljevanje)

Avtor	Faze	Avtor	Faze
Parsons (1984)	• Opredelitev lastnih priložnosti • Izbira ustreznih smeri razvoja • Razvijanje strategije razvoja • Prepoznavanje in vrednotenje ustreznih ciljni podjetij • Pogajanja in prevzemi	Krueger (1988)	• Faza motivacije pogodbe • Zahteva • Ocenjevanje in izbira • Kontakt in pogajanja • Prevzem in integracija • Faza usklajevanja delovanja

Vir: Lastno delo.

Prvi dve stopnji sta fazi **priprave**, tretja in četrta - **realizacija**, peta in šesta - **integracija**. Kar zadeva ključne faze procesov združitve in prevzemov, je posebna pozornost namenjena dvema fazama: fazi razvoja strategije in fazi integracije, ki sta ključni. Zato je treba za obe fazi najprej razviti metode za reševanje prej omenjenih problemov. Ko bomo oblikovali klasifikacijo stopenj združitve in prevzemov, bomo pripravili predloge za zmanjšanje tveganj na vsaki stopnji, začnši s prvo - **fazo razvijanja strategije**. Kot smo že omenili, se faza integracije najpogosteje obravnava kot ključna v procesu združitve in prevzemov. Toda le majhno število podjetij ima jasno opredeljeno razvojno strategijo. Brez jasno opredeljenih ciljev je njihovo doseganje nemogoče.

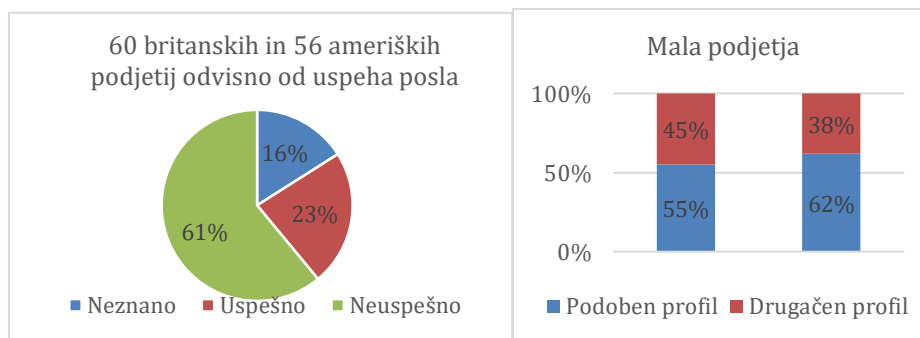
V nemščini sta dva izraza, ki sta prevedena kot "učinkovitost", vendar imata drugačno vsebino. "Effizienz" - narediti stvari pravilno, pomeni doseči cilje na najbolj optimalen način (Nolan & Zhang, 2010, str. 97–108). Kot na primer, maratonec, ki teče maraton. Za njega je ta vrsta učinkovitosti sestavljena iz pravilne porazdelitve moči in energije, izbire pravilne hitrosti na različnih stopnjah, pravilnega dihanja itd.

Izraz "Effektivität" - izvajanje pravih stvari pomeni določanje in doseganje pravih ciljev, tj. Izbira pravih ciljev. Če se obrnemo na primer z maratonom, tovrstna učinkovitost za njega pomeni izbiro pravilnega cilja in optimalnega načina za doseg tega cilja. Če izbere obvozno cesto, tudi če jo vozi z optimalno hitrostjo, bo verjetno izgubil. In če izbere popolnoma nepravilno pot, jo bo kljub vsem prizadevanjem oddaljil od končnega cilja. Z drugimi besedami, bolje je na neoptimalen način približati se cilju, kot pa se izogniti optimalno. Ravno zaradi tega, je razvoj pravilne strategije podjetja in v okviru strategije za združitve in prevzeme zelo pomemben. Ampak poleg svojega velikega pomena, redko katero koli podjetje ima strategijo za združitve in prevzeme.

V okviru strategije so opredeljeni osnovni cilji podjetja, vključno z misijo - najširšo predstavitev zelenega kraja družbe v dolgoročni perspektivi, pa tudi glavne načine za njihovo doseganje. V bistvu se cilji podjetja nahajajo na preseku idealnih predstav o prihodnosti in realnosti podjetja. V tej idealni predstavitvi je pomeni zeleni del trga, zeleno raven cen itd.,

na drugi strani pa realnost bodisi podpira priložnosti bodisi prisili podjetje, da se odreče nerealnim idejam. Ravno zaradi odsotnosti strategije se pojavijo situacije, ko po izvedbi pogodbe postane jasno, da prevzeta družba iz nekega razloga ne spada v portfelj družbe - prevzemnika. Zato je treba v začetne faze pogodb vključiti zaposlene iz oddelka za strateško načrtovanje. Treba je opozoriti, da se podjetja zaradi visoke verjetnosti neuspeha vse bolj odpovedujejo nakupu podjetij, ki se ukvarjajo z drugo dejavnostjo.

Slika 2: Odstotek uspeha odvisno od podobnosti poslovanja in velikosti podjetij



Vir: Quarterly, (2004).

Po pregledu predlogov za zmanjšanje tveganj v prvi fazi bomo pripravili predloge za zmanjšanje tveganj v drugi fazi - **fazi zahteve ustreznih kandidatov**. V tej fazi je treba natančno določiti, kaj je namen sporazuma - pridobiti dobiček ali pridobiti nadzor nad podjetjem. Če gre za pridobitev nadzora, je prav zaradi nadzora mogoče plačati veliko višjo ceno od tržne vrednosti ciljnega podjetja, ki je nesorazmerna s prihodnjo vrednostjo enotne družbe. Posledično se določi namen nakupa. Namen nakupa so lahko sredstva podjetja, kjer objekt nadaljuje svoj obstoj kot samostojna delniška družba, z lastnimi obveznostmi in gotovino ali delnicami, ki jih prejme kot nadomestilo za svoja sredstva, in njene ciljne delnice prevzame podjetje-kupec. V obeh primerih je treba posvetiti pozornost razmerju med ceno podjetja in koristi nakupa. Prav tako so pomembne postopkovne razlike pri izvajanju pogodbe za družbo-kupca, kjer pogosto je sprejetje odločitve s strani upravnega odbora ali skupščine delničarjev. Pogosto se stopnji kandidata posveča le malo pozornosti. Prijavo kandidatov je treba izvajati v skladu z merili, določenimi za ustrezno strategijo združitve ali prevzema. Pri tem je treba razlikovati med strateškimi merili zahteve: podobna področja delovanja s ciljnimi podjetjem, posedovanje potrebnih virov, znanja in izkušenj ter operativnih meril s strani kandidata; kazalniki dobičkonosnosti, število zaposlenih itd. . Ustvari se profil ciljnega podjetja. Po določitvi osnovnih meril se kazalniki razvrstijo glede na stopnjo pomembnosti, da bi dosegli večjo objektivnost pri končni izbiri. Stalni nadzor trga povečuje možnosti za odkrivanje zanimivih priložnosti. Zato morajo podjetja, ki poudarjajo svoj razvoj z združitvami in prevzemi, organizirati posebno strukturo, katere naloge bi bile stalno spremljanje stroškovno učinkovitih alternativ. Monitoring trga vrednostnih papirjev omogoča takojšen odziv na padec cen delnic pod normalno raven naročila podjetja in omogoča nakup podjetja za cenejšo, kar je še posebej značilno za sovražne prevzeme.

Pogosto se postopek poizvedbe prekine z iskanjem primerne kandidata, pri čem se pa druge možnosti ne upoštevajo. S tem podjetje odpoveduje dodatne potencialne priložnosti. V primeru, da najdemo veliko število primernih kandidatov, se sestavi uvrščeni seznam. V tem primeru je čas, porabljen za vrednotenje pomembnosti kazalnikov izplača.

Proti tretji fazi - **fazi ocenjevanja ustreznih kandidatov** podajamo naslednje predloge. Obstajajo različne metode ocenjevanja ustreznih kandidatov. Največja uporabljena metoda je metoda diskontiranih denarnih tokov, v okviru katere se prihodnji denarni tokovi diskontirajo po določeni diskontni stopnji. Pri pripravi odločitve je pomembno izračunati različne scenarije glede na spremembe dejavnikov, v katerih se podjetja združujejo. V teh situacijah, vključevanje zunanjih strokovnjakov, ki niso zainteresirani za končne odločitve o prihodnosti združitve ali prevzema, da bi dosegli objektivnost, se zdi razumno.

Še pri prvostopenjskem ocenjevanju sporazuma je treba oceniti stroške vključevanja. Pri tem ocenjevanju je treba biti previden saj mora ocena vsebovati določeno stopnjo odprtosti zaradi verjetnosti nastanka nepredvidenih situacij.

Pri izračunih stroškov so lahko izračuni v veliko pomoč pri že izvedenih pogodbah. Tako, med izvajanjem integracije hrvaškega podjetja Hrvatski Telekom, kot merilo so bili uporabljeni zneski integracijskih kazalnikov madžarske družbe Matav zaradi podobnosti splošnih tržnih razmer pri izvajanju nekdanjega prestrukturiranja na Madžarskem in v tem trenutku na Hrvaškem.

Pri izvajanju pogajanj je smiselno uporabiti posrednike na začetni stopnji. To je prvi predlog za zmanjšanje tveganj v četrti fazi - **fazi pogajanj**. Uporaba posrednikov je še posebej koristna pri transnacionalnih združitvah in prevzemih, kjer obstajajo kulturne razlike med potencialnimi partnerji. Kot posrednik se običajno pojavi uslužbenec zunanje organizacije, ki je seznanjen z dejavnostmi obeh podjetij in kulturo držav v katerih se nahaja. Ima vlogo gostitelja in rešuje nesporazume v primeru njihovega nastopa.

Da bi odpravili stalno potrebo po pridobivanju dodatnih informacij in jih ocenjevali, je treba čim prej sestaviti in podpisati tako imenovano pismo o nameri – Letter of Intent. Tak dokument formalno ne zavezuje strank, temveč omogoča pospešitev sklenitve sporazuma.

Pred začetkom pogajanj je treba določiti največjo natančnost višine premije, ki jo je podjetje-kupec pripravljen plačati v nasprotnem primeru precenjevanja pogosto obsoja novoustanovljeno podjetje propada. Primer tega je nakup ameriške družbe VoiceStream za 33 milijard dolarjev. 1. junija 2001, ko je bil nemški Deutsche Telekom prisiljen posojati. Takšno zadolževanje je povzročilo znižanje bonitetne ocene družbe, kar se je hitro odrazilo na finančnih rezultatih družbe. Tako je leta 2001 - izguba 3,5 milijarde Eurov, v primerjavi z letom 2000 - dobiček 6 milijard Evrov (Cheung, 2000).

V skladu z empiričnimi raziskavami so v večini primerov na voljo, vsaj kratkoročno perspektivo, imajo večje koristi delničarjem ciljne družbe. Vrednost zaloge ciljnega podjetja po objavi združitve ali prevzema običajno raste, vrednost delnic družbe-kupca pa pade. Poleg tega imajo delničarji družbe pravico do upravljanja družbe v vrednosti, ki je večja od trenutne tržne vrednosti njihovih delnic. Kar pa je dobro za delničarje podjetij, ne pomeni nujno, da je dobro za upravljanje, ki pogosto nasprotuje sporazumu. Eden od načinov za spopadanje z opozicijo so tako imenovani "zlati padalci" - dodatna plačila, z namenom, da bi menegment bil bolj zainteresiran za uspešno vodenje pogodbe in da ne bi oviral njeno uresničevanje. Plačila so lahko v obliki opcij, ukrepov, sredstev itd. Pri prenosu VoiceStream se 33 od 35 vrhunskih menegerjev strinja s pogoji posebej oblikovanega programa za njihovo nagrajevanje, vključno s petimi najboljšimi menegerji.

V procesu združitve in prevzemov je morda najpomembnejša peta faza - **faza integracije**. Eden od predlogov za zmanjšanje tveganj na tej stopnji je razvoj podrobnega integracijskega

načrta, ki omogoča združevanje različnih dejavnosti. Vendar pa to stori malo podjetij, čeprav bi morali vsi. Vzajemno dopolnitev različnih integracijskih dejavnosti bistveno povečuje pozitivni učinek.

Že v fazi sklenitve sporazuma o združitvi ali prevzemu je treba uvesti ekipo za vključevanje, ki jo sestavljajo strokovnjaki z različnih področij. Ekipa za integracijo analizira obstoječe procese v ciljnim podjetju, njihovo optimizacijo in razvoj novih procesov, ki bodo delovali v enotnem podjetju. Pri tem je pomembno pravilno izbrati udeležence v ekipi. Najpogostejša sestavlja 5-7 mlajših zaposlenih v obeh podjetjih, ker imajo starejše generacije več izkušenj ter so nagnjeni k iskanju razlogov, zakaj stvari ne morejo biti uresničiti, namesto, kako jih je mogoče uresničiti.

Zelo pomembno je notranje komuniciranje - obveščanje delavcev obeh družb o sporazumu o združitvi, da bi se zmanjšala njihova negotovost. Pozornost je treba nameniti organizaciji aktivnosti za doseganje sinergije, ki je eden osnovnih motivov za združitve in prevzeme. V nasprotnem primeru plačana premija za združitev se ne bo izplačala. Pogosto je smiselno imenovati odgovorne za doseganje sinergije poleg integracijske ekipe.

Dejavnosti kulturnega zблиževanja ne zmanjšujejo le napetosti med zaposlenimi in povečujejo moralo, ampak prispevajo tudi k oblikovanju novih odnosov med podjetji, ki vodijo k izmenjavi znanja. Osebna povezljivost je zelo pomembna, posebej v državah vzhodne Evrope in Azije, kjer je osebna brezbriznost ali sovražnost lahko glavni problem, ki ovira uspešno delovanje.

V fazi integracije je zelo pomembno hitro razviti novo organizacijsko strukturo in jo napolniti z ustreznim osebjem. Hitrost je ključni dejavnik zaradi naraščanja negotovosti in časovne nedoločenosti. Pri tem si je treba prizadevati za ohranitev vodstvenega osebja. Izguba know-how, posebej v visokotehnoloških industrijah, kjer so intelektualni viri temeljni, vodi k izgubi konkurenčne prednosti. Priporočljivo je ločiti posebno ekipo v sektorju človeških virov, ki se bo ukvarjal z razvojem ukrepov za ohranitev vodstvenega osebja.

Predlogi za zmanjšanje tveganj v šesti fazi - **faza nadzora**, kot tudi v primeru strategije, izstopajo z zaznavanjem osnovne težave v tej fazi, ki je premalo globok nadzor ali njegova odsotnost. Poslovni načrti, ki so bili pripravljeni v začetnih fazah združitve ali prevzema ali se sploh ne analizirajo v fazi nadzora ali se ne upoštevajo zaradi sprememb osnovnih pogojev. Podjetje ne more ugotoviti, v kakšnem obsegu so cilji izpolnjeni. Zato je treba nenehno obnavljati poslovni načrt in ga prilagajati konkretnim razmeram. S tem se odšteje čas, porabljen za razvoj različnih scenarijev v fazi ocenjevanja.

Pomembno je ne le analizirati kazalnike vseh podfaz v procesu združitve ali prevzema, temveč tudi pripraviti celovito poročilo o določitvi glavnih „ozkih grl“, in pravočasni prerezporeditvi sredstev za njihovo likvidacijo.

Med celotnim procesom združitve ali prevzema je treba nenehno obveščati javnost o vseh fazah izvajanja, da bi poudarili njegovo neobhodnost in učinkovitost v očeh zunanjih delničarjev, dobaviteljev in kupcev. Odnosi z javnostmi neposredno vplivajo na ceno delnic, obseg prodaje, izgubo ali iskanje novih dobaviteljev in kupcev. Mnoga podjetja svoja prizadevanja osredotočajo izključno na trženje proizvodov in storitev, ki jih ponujajo, pri čemer zanemarijajo trženje podjetja kot celote in njegove odločitve v operaciji, vključno z združitvami in prevzemi. Zaradi kritičnega pomena hitrosti, s katero se podjetje odziva, je

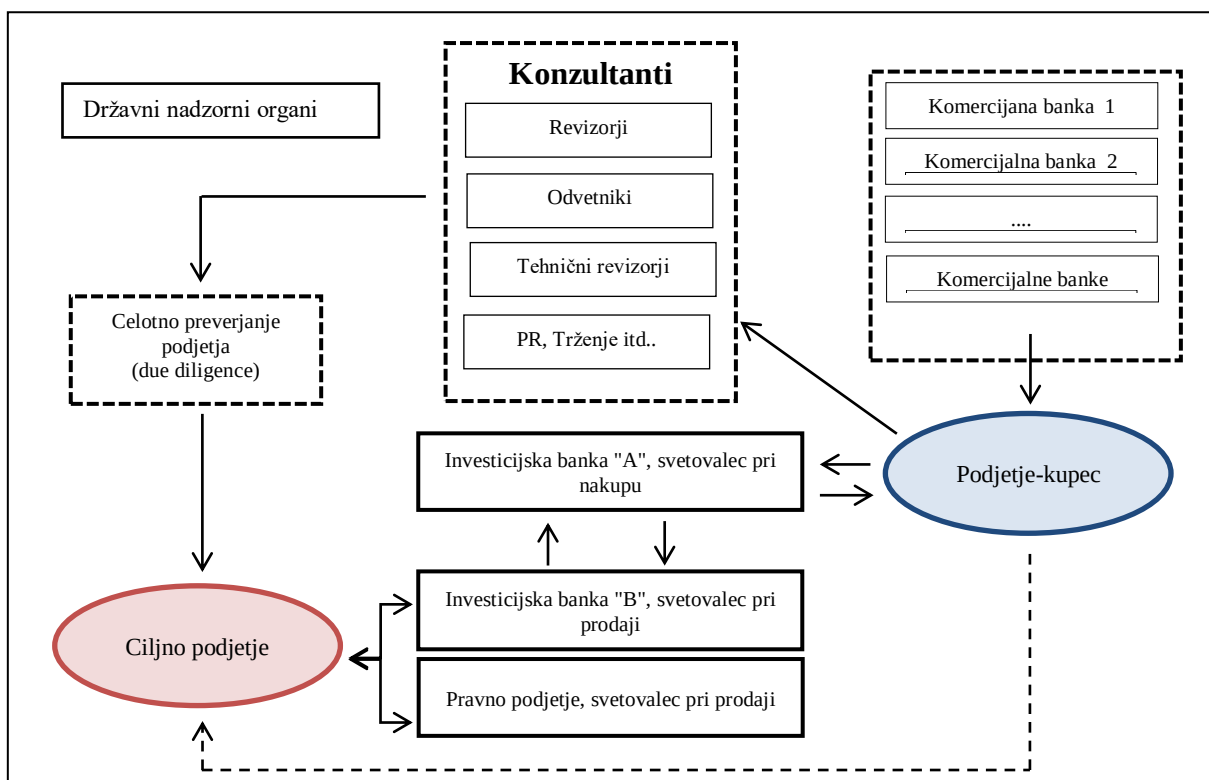
zelo pomembno, da se skrajša čas, potreben za sprejemanje odločitev na minimum, zato mora biti oddelek ali sektor, ki izvaja sporazum, pod neposrednim upravljanjem vodstvenega osebja.

2 IZVAJANJE POSLOV ZA ZDRUŽITVE IN PREVZEME PODJETIJ NA PRIMERU PODJETIJ V NAFTNI INDUSTRIJI

2.1 Tehnika izvajanja pogodb za združitve in prevzeme

V procesih združitve in prevzemov izstopata dve strani: podjetje-kupec in ciljno podjetje. Na sedanjí stopnji razvoja svetovnega trga v tem procesu sodelujejo: država, revizijska podjetja, svetovalna podjetja in investicijske banke. Ti udeleženci ponujajo izvajanje due diligence, svetovalne storitve in storitve za iskanje podjetij za prevzem, kot tudi za financiranje pogodb.

Slika 3: Udeleženci v procesu združitve in prevzemov



Vir: Lastno delo.

Obstaja več načinov izvajanja pogodb. Izbira je odvisna od številnih dejavnikov:

- kako sta stranki prijateljski razpoloženi;
- kdo je pobudnik pogodbe (prodajalec ali kupec);
- katera podjetja se združujejo (javna ali zasebna);

- koliko strank sodeluje v pogajalskem procesu (dražba ali dvostransko pogajanje).

V kolikor dejavniki niso analizirani, obstaja tveganje, da potencialno uspešna pogodba ali tveganje preplačila sredstev ne bo uresničena. V prvi fazi - faza priprave bo obravnavana 4 faze. Prva faza je **prvi stik**. V tej fazi je prva predstavitev s podjetjem, izmenjava informacij, obravnava se splošni interes strank in se ne razpravlja o cenah ter sse klene sporazum o zaupnosti. Ta faza vključuje tudi finančne raziskave.

Druga faza je **poglobljena analiza prve stopnje**, kjer stranke razkrijejo podrobne in najpogostejše zaupne informacije. Te informacije običajno niso popolne, vendar v obsegu, v katerem v primeru razkritja ne bodo povzročile veliko škode. Podatki o obsegu prodaje so na primer zagotovljeni v celoti, ne pa posebej za komitente in pogodbe. Na tej stopnji se analizirajo računovodski izkazi za zadnjih nekaj let, oceni se stroškovna učinkovitost vsakega subjekta notraj v organizaciji in če obstajajo tudi druge enote, ki ustvarjajo cash generating units. Prav tako se izvaja anketiranje višjega vodstva, upošteva se pravna ureditev družbe ter sestava in struktura delničarjev. Na podlagi teh podatkov se oblikuje finančni model in izvede približen izračun prihodnjih denarnih tokov družbe in končno se opravi prvovrstno vrednotenje ciljnega podjetja prevzema. Na tej stopnji lastniki pogosto ugotovijo, da se ne zavedajo situacije, v kateri se podjetje nahaja.

Naslednja faza je **podpisovanje memoranduma o nameri**. Tradicionalno, podpisovanje memoranduma ne zavezuje strank k sklenitvi sporazuma. Med pogajanjem se doseže načelno soglasje o vrednosti sporazuma, njegovi strukturi in sprožitvi procesa integracije s pomočjo: pogajanj z protimonopolno zakonodajo, notranje priprave za proces integracije, ocene velikosti in virov sinergije. To soglasje najpogostejše nima pravne moči, z izjemo točke zaupnosti in izključnosti za pogajanja, vendar se v njem pogosto vpisujejo tudi dodatne pogoje.

Zadnja etapa prve faze je **končna poglobljena analiza**. Dejavnosti v tej fazi so odvisne od rezultatov poglobljene analize prve stopnje in se bistveno razlikujejo le po stopnji razkritja informacij. Preverjanje se konča s pripravo nakupne pogodbe in drugih spremljajočih soglasij, kot sta soglasje protimonopolnih organov in podobno. Če se po končni poglobljeni analizi predlog prve stopnje za strukturo in ceno pogodbe spremeni, se pogajanja nadaljujejo. Kot rezultat pogajanj je podpisan končni sporazum za nakup poslovanja ali pa sta stranki odpovedali pogodbo.

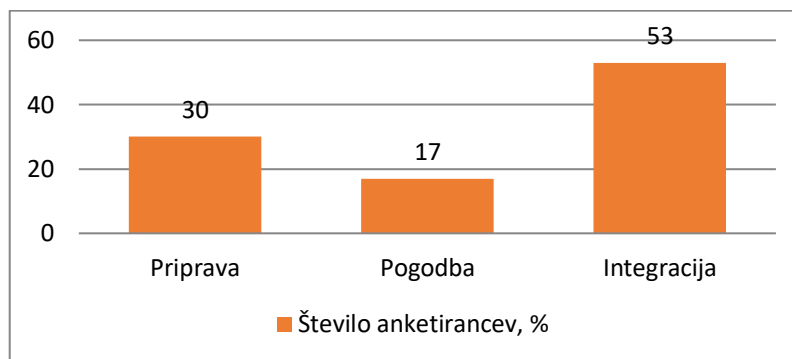
Prva etapa v drugi fazi izvajanja pogodbe je neposredna **sklenitev pogodbe**. Poleg pogajanj za določitev končne cene in strukture pogodbe ter njihovega formalnega pravnega sklepa se v tej fazi začne preliminarno načrtovanje integracije. Končna cena je odvisna od več dejavnikov:

- obstoječih in potencialnih poslovnih prihodkov;
- kakovosti poslovanja in njegovih sredstev;
- načina nakupa;
- delitve tveganj med partnerji v pogodbi.

Zadnja etapa druge faze je **zaključek pogodbe**. V pričakovanju odobritve s strani regulatornih organov, vodstvo družbe v tej fazi aktivno sodeluje z vodji podjetij, vlagatelji, analitiki in novinarji. To je prvi korak k integraciji.

Tretja in zadnja faza je faza **integracije**. Izraz integracija podrazumeva proizvodno in organizacijsko poenotenje podjetij. Po ocenah strokovnjakov iz podjetja McKinsey, največje tveganje za neuspeh združitve se zgodi v fazi integracije. Ta ocena je grafično prikazana na sliki številka 4.

Slika 4: Udeleženci v procesu združitev in prevzemov



Vir: Lastno delo.

V okviru te raziskave strokovnjaki pogosto razlikujejo tri razloge za neuspeh sporazumov združitev in prevzemov:

- napačna ocena podjetja-kupca o privlačnosti trga ali konkurenčnosti ciljnega podjetja;
- napačna ocena velikosti naložbe, potrebne za doseg sporazuma o združitvi ali prevzema podjetja;
- napake, storjene med izvajanjem sporazuma o združitvi s strani upravljavcev, ki niso premagali težav, ki so nastali pri povezovanju obeh družb z njihovimi različnimi proizvodnimi postopki, računovodstvom in korporacijsko kulturo.

2.2 Izvedbeni postopki za poglobljeno analizo združitev in prevzemov

Postopek podrobne analize je sestavni del vsake pogodbe o združitvi ali prevzemu. Izraz poglobljena analiza predstavlja ocena finančnega in gospodarskega delovanja podjetja in njegovega položaja na trgu.

Obstaja več alternativnih prevodov tega izraza: "podrobno opazovanje", "revizija vestnosti" ali "celovita raziskava o zanesljivosti zagotovljenih informacij ali poglobljena analiza informacij o podjetju".

Poglobljena analiza predstavlja kompleks postopkov za podrobno raziskovanje delovanja podjetja. Namen poglobljene analize je preveriti, ali predloženi podatki ne vsebujejo napak, dvoumnih interpretacij, opustitev ali izkrivljanj.

Poleg tega, poglobljena analiza vključuje študijo podjetja, njegovega vodenja, analizo finančnega poročanja, obstoječe pogodbe, raziskave sektorjev in trgov, na katerem podjetje dela in pripravlja različne scenarije za svoj prihodnji razvoj.

Poglobljena analiza je metoda, ki se uporablja za zmanjšanje tveganj pri združitvah in prevzemih. Strožje zahteve upnikov, predpisi o varstvu okolja prisilijo podjetje-kupca k pogodbi za izvedbo poglobljene analize. V času trajanja pogodbe prejme informacije o operativnih, okoljskih, upravljavskih, tržnih dejavnostih ter o standardnem finančnem in pravnem poročanju o ciljnem podjetju. Mnoga podjetja so se soočila z dejstvom, da cena za izvedbo ciljnega podjetja ni tisto, kar so plačali, temveč koliko jih je stalo, da bi premagali težave po izvajanju pogodbe.

Kompleksnost in natančnost poglobljene analize sta odvisni od številnih dejavnikov, ki jih lahko razdelimo v tri skupine: časovne omejitve - časovno, v ceni - vrednostnih in situacijskih dejavnikih. Zaradi časovnih omejitev je za preverjanje ciljnega podjetja onemogočeno izvesti temeljito in učinkovito in gre za preprosto preverjanje osnovnih finančnih, pravnih in davčnih podatkov. Vrednostne omejitve so povezane z velikostjo sporazuma. Pojavljajo se, ko je strošek izvajanja revizije za vsako od zgoraj navedenih področij za podjetje-kupca prevelik.

Neupravičen prihranek časa in sredstva lahko povzroči resne težave v fazi integracije podjetja, saj med poglobljeno analizo niso bile ugotovljene. Številni situacijski dejavniki so bili razlog za hitro in površinsko izvedbo poglobljene analize v preteklosti, saj se metoda predlaganja cen ni temeljila na strokovni in vsestranski poglobljeni analizi. To je posebej izraženo v mednarodnih združitvah in v sovražnih prevzemov.

Rezultati poglobljene analize pomagajo vlagateljem na naslednje načine:

- Zagotoviti, da so informacije o ciljnem podjetju, določene v svojih dokumentih ter v celoti in objektivno predstavljene.
- Sprejeti ukrepe proti precejevanju lastnih sredstev s strani ciljnega podjetja, pa tudi skrivanje svojih dolgov in izgub.
- Pomoč pri analiziranju dobičkonosnosti poslovanja v preteklosti in verjetnosti prihodnjih denarnih tokov.

Proces poglobljene analize podjetja daje cilj podrobnejši pogled opredelitev načinov in metodov razkrivanja informacij, zaradi česar je podjetje privlačnejše za vlagatelje. Obseg informacij, ki jih je treba analizirati med poglobljeno analizo, je treba jasno opredeliti.

Priporočljivo je, da se izvede analiza vsakega od sedmih področij z analizo materialnih in nematerialnih komponent. Nematerialne komponente imajo lahko odločilen pomen pri procesu združevanja. Postopek združitve in prevzema se lahko upočasni zaradi dejstva, da trajanje izvajanja večine pogodb določajo kupci, ne pa prodajalci in z bolj previdnim vedenjem kupcev. Temeljnost kupcev pri izbiri in ceni predmeta nakupa pomaga strokovnjakom, ki izvajajo poglobljeno analizo, razširiti obseg analize in obseg zahtevanih informacij. Podatki, vključeni v revizijo, in način njihovega izvajanja so najpomembnejša izhodišča za razširitev obsega poglobljene analize. Za izvedbo poglobljene analize neobhodno je treba upoštevati tri dejavnike:

- katere postopke je mogoče uporabiti za pridobitev informacij o materialnih in nematerialnih sredstvih;
- kakšno zaporedje analiz sedmih elementov omogoča povečanje vrednosti prejetih informacij in kakovosti analiz;
- sestava ekipe za poglobljeno analizo.

2.2.1 Poglobljena analiza makro ali zunajnega okolja

Pomembne so, ker zagotavljajo pridobitev zanesljive informacije o materialnih in nematerialnih sestavinah na vsakem področju, ki jih analizira skupina, ki se združuje. Prvi postopek je **poglobljena analiza makro ali zunajnega okolja**. Obstaja veliko metod za spremljanje in vrednotenje eksterne okolja, kot so: ekonomski, pravni, politični, socialni, tehnološki dejavniki, ki posredno vplivajo na organizacijske dejavnosti podjetja. Ocenjevanje "podnebja" podjetja postane še posebej pomembno, ko podjetje prevzamemo iz druge dejavnosti. Napovedi za prihodnjo rast in denarne tokove so neobhodne, da temeljijo na dejanskih predpostavkah o spremembi poslovnega okolja. Registracija "signalov" za pomembne spremembe v eksterne okolju je glavna naloga pri spremljanju makro okolja podjetja.

Za uvedbo sistema monitoringa ali spremljanja je treba odgovoriti na vprašanja, za kakšen namen in v kolikšni meri bo izvedena analiza okolja podjetja - koncept monitoringa. Katere pomembne spremenljivke ali dogodkov lahko vplivajo na strategijo podjetja - razvoj načel monitoringa. Kje je mogoče dobiti informacijo, potrebne za napovedovanje sprememb na trgih - določitev virov. Kdo je odgovoren za zbiranje informacij, način, kako prispe v ekipo, ki vodi združitev procesa tabeliranja in analize.

Monitoring zunajnega okolja zagotavlja upravljavcem informacije o ključnih spremenljivkah, ki neposredno določajo poslovanje podjetja. Neobhodno je temeljiti na bazi na analize kakovosti eksterne okolja podjetja. To bo omogočilo izogibanje napačnim napovedim na podlagi prejšnjih izkušenj. Na podlagi teh predpostavk, se pri izvajanju monitoringa eksterne okolja, kot del poglobljene analize ločujejo naslednja področja analize.

- **Sektor in poslovanje:** kakšni so uspehi podjetja v tem sektorju? Ali ima podjetje različne strategije in s tem različne konkurente? Kateri so najpomembnejši dejavniki za uspeh v tem sektorju?
- **Vpliv na zunajno okolje sektorja:** opredelitev političnih, gospodarskih, socialnih in do neke mere psiholoških teženj, ki vplivajo na razmere v tem sektorju;
- **Konkurenca:** identifikacija konkurentov in njihov položaj na trgu, njihove konkurenčne prednosti, močne in šibke strani ter napovedovanje njihovega poslovanja;
- **Priložnosti in tveganja zunajnega okolja:** priložnosti za rast in povezana tveganja v makro okolju, ki lahko vplivajo na uspešno poslovanje podjetja. Določanje možne cikličnosti, ki vpliva na razvoj sektorja;

- **Filozofija menegmenta:** kakšna je filozofija menegmenta podjetij v sektorju in kako se lahko spremeni pod vplivom sprememb v zunanjem okolju. Kakšna je vloga sektorja z družbenega, okoljskega in gospodarskega vidika. Kakšno je vedenje države do sektorja in podjetij v njem?

Monitoring makro okolja je usmerjen v analizo tveganja v procesu prenosa. Na podlagi nepopolnih finančnih podatkov so narejene napovedi za prihodnost, tj. predpostavlja se, da je delovanje makro okolja minimalno. Vendar pa, kot kaže praksa, prihodnji uspeh podjetja, ki ga prevzema je v veliki meri odvisen od razvoja makro okolja.

2.2.2 Pravna in ekološka poglobljena analiza

Naslednji postopek je **pravna in ekološka poglobljena analiza**. Cilj pravnega skrbnega pregleda je preveriti pravni status in obliko družbe ter preveriti, ali je njena dejavnost v skladu z normativnimi akti na področju civilnega, delovnega in korporacijskega prava. Zakonitost sprejetih odločb, ustanovitvenih aktov, lastninske pravice z delnicami ali deleži družbe, pravni okvir dejavnosti, licence in koncesije, blagovne znamke, analiza tekočih pogodb z dobavitelji in kupci, delovne, lizing, kreditne pogodbe, pogodbe za zavarovanje, kot tudi preverjanje lastništva nepremičnine. V teku izvajanja pravne globinske analize se analizirajo: pravni okvir dejavnosti (analiza pravnega statusa podjetja in popravljane napak, opredelitev in zbiranje manjkajočih dokumentov, dokončanje dokumentacije podjetja v skladu z zakonskimi zahtevami, analiza in popravek osnovnih civilnopravnih pogodb za delovanje podjetja), analiza aktivnih pogodb (analiza in popravek pogodb o zaposlitvi v skladu z zakonskimi predpisi, pravna revizija komercialnih sporazumov podjetij, identifikacija in analiza pogodb o zastavku, vrednotenje bilančnih in zunajbilančnih obveznosti družbe, njihova optimizacija, da bi povečali privlačnost podjetja), preverjanje nepremičnine (kvalitativna in kvantitativna določitev sredstev v lasti podjetja, razvrstitev sredstev podjetja in potrditev lastninskih pravic, analiza dokumentov lastništva zemljišč podjetja in analizo pogojev odplačevanja, povezanih z zemljiščem, določitev tržne vrednosti sredstev v lasti podjetja, določitev tržne vrednosti osnovnih sredstev podjetja, ki so v uporabi, identifikacija nematerijalnih sredstev podjetja in njihove sestave, določitev tržne vrednosti identificiranih nematerijalnih sredstev).

Dopolnilno področje analize, ki se je v zadnjem času močno povečalo, je ekološka poglobljena analiza. Poleg pravnega vidika, ki vključuje preverjanje rešitev za predelavo odpadkov in upoštevanje zakonskih določb, odvetniki pogosto uporabljajo pomoč podjetij ki so specializirani za okoljske revizije, kot so naftna najdišča.

Po pregledu pravne globinske analize bomo razložili naloge ekološke globinske analize, ki zajemajo preverjanje, v kolikšni meri podjetje izpolnjuje zahteve regulatornih organov. Najpogostejša ekološka poglobljena analiza vključuje surovine za proizvodnja, material, osebe, analiza proizvodnih procesov in izpuščanje odpadnih materialov in plinov.

Težava z odgovornostjo upnikov in odtujitev premoženja, da bi zavajali upnike, je privedla do drugačnega pogleda na ekološko globinsko analizo. Upniki družbe zahtevajo izvedbo vsestranske ekološke globinske analize pred odobritvijo zahtevanega posojila. Poleg tega številne pogodbe določajo obveznosti podjetij do varstva okolja in likvidacije odškodnine za več let vnaprej.

2.2.3 Poglobljena analiza marketinga

Tretji postopek je **poglobljena analiza marketinga**. Poglobljena analiza marketinga se uporablja za določanje na kakšen način ter kako učinkovito je izpolniti svoje funkcije in na koncu podati priporočila, kaj je treba storiti za povečanje kakovosti poslovanja ustreznih sektorjev. Določa učinek sinergije na poenotenje tržnih sistemov obeh družb. Njegova sistematična narava in izvajanje, ki ju izvajajo udeležene strani, sta dve glavni zahtevi za poglobljeno tržno analizo. Za učinkovito ocenjevanje sistema trženja ciljnega podjetja prevzema, je treba analizirati naslednja področja:

Analiza marketing konjunktura: povpraševanje po izdelkih, tržni segmenti, v katerih podjetje opravlja posle, težnje in napovedi za razvoj družbe v teh segmentih. Potem je treba analizirati motivacijo kupcev, kako bo združitev vplivala na podobo izdelkov in storitev podjetja ter na raven zadovoljstva in lojalnosti blagovni znamki. Identificirajo se neposredni konkurenti, ocenjuje se položaj družbe na trgu in načrtujejo aktivnosti za krepitev konkurenčnega položaja. Analizirajo se tudi makro okolje podjetja, da bi ugotovili spremembe v družbi in sektorju, ki lahko vplivajo na razvoj podjetja. Zadnji del te faze poglobljene analize marketinga je ocenjevanje sistema za monitoring makro okolja podjetja, ki je bila dosežena s strani samega ciljnega podjetja.

Analiza sistema trženja: v tej fazi se analizirajo cilji trženja, programi, ki se izvajajo, njihova učinkovitost, kot tudi načini organiziranja celotnega procesa. Vrednotenje tržnih programov mora vključevati analizo opravljenih nalog, postopkov in dejavnosti zaposlenih.

Analiza trženjskih funkcij: v tej fazi poglobljene analize se obravnava oblikovanje cen, promocija izdelkov, distribucija itd. Analizirana je uporabnost vsake funkcije za trg, kupce, konkurente in v smislu njene učinkovitosti.

Najtežji vidik globinske analize trženja je natančno ocenjevanje vloge nematerijalnih sredstev v poslovanju podjetja. To vključuje raven zvestobe kupcev do blagovne znamke; vedenje kupcev do podjetja in njegovih izdelkov; tržni položaj glede na konkurente v vsakem segmentu; kvantitativno vrednotenje uspešnosti oglasov in promocija izdelkov in storitev; splošna ocena tržnega deleža, prepoznavnost blagovne znamke, zvestoba strank, vrednost logotipa, trgovska znamka in blagovna znamka. Ta nematerijalna sredstva lahko imajo daljšo vrednost v primerjavi z materijalnimi sredstvi, povezanimi s prevzemom.

2.2.4 Poglobljena analiza proizvodnje

Četrty postopek je **poglobljena analiza proizvodnje**. Prevzem podjetij, ki se ukvarjajo s predelavo nafte, vključuje ocenjevanje proizvodnega procesa in proizvodnih zmogljivosti ciljnih podjetij. Takšno poglobljeno analizo lahko razdelimo na tri medsebojno povezana področja.

Oprema: treba je določiti fizikalne lastnosti in konfiguracijo opreme. Težka naloga je določiti kvantitativne kazalnike, ki opredeljujejo potrebo po: popravilih, servisiranju opreme v preteklosti, moči za povečanje proizvodnje, možnostih za posodobitev naprav. Inšpekcija in ocenjevanje opreme je treba izvesti med analizo potrebne skrbnosti proizvodnje. Podroben opis popravil v preteklosti in oceno vrednosti naprav in opreme bi morali izvajati strokovni ocenjevalci. Oni sodelujejo pri določanju neodvisne tržne vrednosti naprav in opreme.

Sistem proizvodnje: analiza proizvodnega procesa se izvaja z namenom določitve proizvodnih nalog, uporabe zmogljivosti in zaposlenih, ki so potrebne v proizvodnem procesu. Poleg tega se analizirajo sistemi za evidentiranje in načrtovanje stroškov in surovin. Ta nematerialna komponenta je zelo pomembna, ker določa prilagodljivost proizvodnega procesa. Sposobnost prilagajanja proizvodnji lahko vpliva na pričakovano sinergijo med podjetji. Operativna komponenta proizvodnega procesa je vir pomembnih informacij, ki vplivajo na proces integracije obeh podjetij in označujejo morebitne težave v prehodnem obdobju.

V primeru nakupa podjetja, katerega osnovno sredstvo so naravni viri, najpomembnejši del poglobljene analize proizvodnje mora biti analiza inventarja, da bi preučili in ocenili obseg in vrednost trenutnih in prihodnjih izkopavanj virov, na primer nafte in plina.

Podatki, pridobljeni v času analize proizvodnega procesa, lahko deloma označujejo razvoj sistema upravljanja in filozofijo menegmenta podjetja. Na primer, na podlagi rezultatov analize materialnih stroškov in stroškov dela lahko ocenimo kakovost upravljanja.

Osebj: zaposlenih, vključno z menegmentom, vodji oddelkov in delavci, bi jih bilo treba intervjuvati med izvajanjem poglobljene analize. Ti delavci imajo lahko informacije o servisiranju naprav in opreme, kar vpliva na obnašanje menegmenta materialnih sredstev podjetja. Torej, kakšna je vloga stroškov vzdrževanja, natančnosti pri izračunih stroškov zbiranja in analiziranja informacij za nadzor proizvodnega procesa.

Pomožno osebje in delavci lahko izrazijo svoja stališča o tem, kako izboljšati zmogljivost proizvodnje in kakšne težave se lahko pojavijo po prevzemu.

Peti postopek je *poglobljena analiza menegmenta*. Med izvajanjem pravne due diligence so bila obravnavana vprašanja povezana z osebjem, vendar več kot formalni, tehnični vidik. Neobhodno je opraviti poglobljeno analizo sistema vodenja podjetja, saj je uspeh združitve v veliki meri odvisen od zaposlenih v podjetjih.

Pri poglobljenim analiziranjem menegmenta prvo področje je analize organizacijske strukture. Tuki se obravnava kako je podjetje organizirano in kakšne težave prinaša. Analizirajo se ravni upravljanja, odgovornosti na različnih ravneh, potrebe po sprejemanju odločitev in podobno. Hkrati se precenjuje organizacijska struktura z vidika združljivosti s podjetjem-kupcem v smislu nepotrebnih in podvojenih funkcij. Pri analizi vodstva je potrebno pripraviti ustrezna priporočila za vključitev obeh družb po sklenitvi pogodbe. Drugo področje je ocenjevanje osebja: določitev prednosti in slabosti najvišjega vodstva in vodstvenih delavcev, kot tudi njihovo obnašanje v zvezi s potencialno sklenitvijo pogodbe. Uspeh mnogih podjetij je mogoče povezati z delom najbolj vplivnih menegerjev, zato je potrebno določiti njihovo mesto v strukturi združenih podjetij. Prav tako je treba določiti raven njihove motivacije in lojalnosti, ker je velika verjetnost ključni upravljavci po združitvi da zapustijo podjetje. Takšni zaposleni, njihove navade in sposobnosti so pomembno nematerijalno sredstvo, ki v veliki meri lahko vpliva na uspeh pogodbe. Naslednje je infrastruktura upravljanja: ocena sistema načrtovanja, upravljanje nadzornega sistema in programa za povečanje usposobljenosti menegmenta. Ta analiza daje informacije o delovanju nadzornega sistema dejavnosti organizacije in omogoča ocenjevanje kakovosti upravljanja. Na tej točki je treba prepoznati napake in prednosti sistema ter določiti stopnjo njegove združljivosti s sistemom prevzemnega podjetja.

2.2.5 Poglobljena analize informacijskega sistema

V nadaljevanju sledi postopek **poglobljene analize informacijskega sistema**. Eden od najbolj pomembnih področjih raziskav med izvajanjem v poglobljeni analizi so informacijski sistemi sodelujočih podjetij v pogodbi. Sem sodijo ne le programske rešitve, ki se uporabljajo v financah, temveč tudi programska oprema, ki se uporablja v proizvodnji. Praksa kaže, da v številnih pogodbah vprašanje informacijskih sistemov ni bilo med prednostnimi nalogami, pogosto pa tudi analiza informacijskih sistemov (IS) sploh ni bila izvedena. Da bi se izognili večjim stroškom, povezanim z integracijo ali prilagoditvijo obstoječih informacijskih sistemov po združitvi, je treba izvesti analizo, ki vključuje naslednja področja: tehnologija, upravljanje, vprašanja povezana s prilagajanjem in združevanjem.

Tehnologija: del sistema za upravljanje informacij, ki vključuje veliko naložb. Zaradi tega obvezen pogoj za poglobljeno analizo je popis vse računalniške opreme. Kompatibilnost z opremo podjetja-kupca, zanesljivost, zmogljivost in shranjevanje informacij so najpomembnejša vprašanja v analizi. Poleg tega je treba upoštevati dogovore z dobavitelji v smislu servisiranja, nabavi opreme, vzdrževanju omrežij in podrobno. Programska oprema spada tudi v kategorijo tehnologije in to je zelo draga tehnologija, če ni kompatibilna s programsko opremo, ki se uporablja v podjetju-kupcu. V zvezi s programsko opremo jih je treba analizirati dobavitelji, operacijski sistem, jeziki, baze podatkov, sistemi za analizo poslovanja in komunikacijskih sredstev, zanesljivost, načrti za obnovo, zamenjavo ali nadgradnjo katere koli aplikacij / programov v naslednjih treh letih in zahteve za skupno rabo podatkov.

Tehnično vzdrževanje opreme in programske opreme mora analizirati tudi ekipa, ki izvaja združitev ali prevzem. Težave lahko nastanejo ne samo zaradi visoke cene, ampak tudi zaradi časa, ki je potreben za kakovostno integracijo. Pogodbe z dobavitelji so lahko dolgoročni in dragi, pri njihovem prenehanju pa se lahko pojavijo težave, zlasti če gre za več storitev - opremo, programsko opremo, vzdrževanje, postavitve omrežja itd. Nazadnje je treba oceniti razvoj informacijskih sistemov in postopke za njihovo namestitve.

Postopek analize informacijskega sistema se osredotoča na število zaposlenih in neposredne stroške vzdrževanja informacijskega sistema (IS). Vendar pa je poleg ocene osebja treba analizirati raven tehnične podpore, ki jo pridobijo od zunanjih podjetij, saj to lahko povzroči znatne finančne stroške. Predpostavka, da so stroški osebja omejeni samo na plače zaposlenih, je lahko napačna. V toku poglobljene analize je treba izdelati načrt za vključevanje zaposlenih v ciljno podjetje, ki bo omogočil rešitev problema podvojenimi in nepotrebnimi funkcijami. Prav tako bodo zaposleni v ciljnem podjetju prevzema usposobljeni za delo s sistemi upravljanja podjetja-kupec.

Zadeve v zvezi s prilagoditvijo / združitvijo: ekipa, ki izvaja prevzem bi morala analizirati organizacijsko-ekonomske zahteve združenega podjetja in kako je združitev podjetij vplivala na IS. Načrt vključevanja za obe IS mora vključevati sistemi, ki jih je treba združiti, sistemi, ki so zaželeni, da se združijo, vendar ne nujno, sistemi, ki lahko ostanejo nespremenjeni, sistemi, ki jih je treba zamenjati in sistemi, ki jih je treba zavreči.

Uspešno združevanje delov IS je možno le pod pogojem izvajanja številne dejavnosti, ki se nanašajo na opremo, programsko opremo, komunikacijske sisteme, dokumentacijo, testiranje in pravilno postavitve osebja. V načrtu prehoda, tj. integraciji, je treba podrobno opisati, kdo in kaj storiti ob katerem času.

2.2.6 Finančna poglobljena analiza

Končni postopek je **finančna poglobljena analiza**. Finančna poglobljena analiza je osnova vsake poglobljene analize. Čeprav so v skladu z zakonom nekatere družbe dolžne dostaviti računovodska poročila o poslovanju in dejstvo, da se med finančno poglobljeno analizo izvaja neodvisna finančna revizija, je še vedno potrebno, da družba-kupec analizira pridobljene informacije za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov in razvojnih scenarijev.

Revizijske zahteve: zaupanje zunanjih uporabnikov informacij in sprejemanje finančnega poročanja temeljijo na več predpostavkah. **Prva** predpostavka je, da lahko preverijo finančne informacije, pridobljene od revizorjev. Namen revizije ni dokazati, da so finančne informacije napačne, ampak razumno zagotovilo o njihovi točnosti. **Druga** predpostavka je odsotnost navzkrižja interesov med revizorji in menegmentom podjetja - predmet revizije. **Tretja** predpostavka je, da so finančne informacije, ki so izrečeni za preverjanje, brez namenskih napak ali goljufij. Kot zaključek zgoraj navedenega lahko govorimo o zadovoljivi ravni notranje kontrole, ki zmanjšuje verjetnost nastanka napak v rezultatih revizije. Vendar je razvoj dogodkov v podjetju Enron pokazal, da nihče ni bil zavarovan pred napakami in zlorabami. Primer tega je propad revizijske hiše Arthur Andersen LLP, ki je trajal skoraj 100 let z letnim dobičkom v višini 9,3 milijarde USD. dolarjev in 2400 strank, registriranih pri ameriški komisiji za vrednostne papirje, s pisarnami v 84 državah po vsem svetu, je izdalo pozitivna revizijska mnenja, medtem ko je Enron precenil svoje prihodke z manipuliranjem zunajbilančnih podjetij in skrivanjem obveznosti v višini več sto milijonov dolarjev. Potem so izgube delničarjev družbe presegli 60 milijard dolarjev. Več kot 20.000 zaposlenih v Enronu je izgubilo službo.

Za finančno globinsko analizo je zelo pomembno, ali gre za prijazen ali sovražen prevzem. Ena od bistvenih razlik med njimi je stopnja dostopa do podrobnih finančnih informacij ciljnega podjetja. Ko gre za sovražni prevzem v skladu z zakonskimi predpisi, ciljno podjetje najpogosteje dobavi le minimalno količino informacij kupcu. To pomeni, da lahko pride do situacije, v kateri bo kupec moral izvesti lastno oceno z uporabo uradno razpoložljivih informacij, na primer finančna poročila, v skladu z revizijsko zakonodajo in zakon o trgovskih podjetjih. To postavlja kupca na nezavidljivem položaju posebej, kadar se kot objekt prevzema javlja podjetje, ki ima veliko podružnic in morda ne razkrije podrobnih informacij o rezultatih svojega poslovanja.

Zaporedje finančne gobinske analize je sestavljeno iz razumevanje in dokumentiranje poslovanja ciljnega podjetja, računovodske usmeritve, kakor tudi določanje dejavnikov, ki lahko negativno vplivajo na revizijo, načrtovanje učinkovite revizijske strategije, ocenjevanje notranje računovodske usmeritve družbe, preverjanje ustreznosti računovodskih usmeritev družbe, izvajanje neodvisnih testiranj in pripravljanje poročila na podlagi rezultatov preverjanja finančne dokumentacije. Po določitvi šestih glavnih korakov finančne poglobljene analize, kot tudi potrebo po ohranjanju njihovega vrstnega reda, menimo, da je treba opredeliti objekte analize. Prvi je finančno obvestilo za predhodna tri leta. Tuki gre za določanje računovodske usmeritve družbe in njeno skladnost z računovodskimi standardi v državi ter z MRS - mednarodni računovodski standardi, analiza avtentičnosti podatkov o poslovanju v poslovnih knjigah družbe (računovodske evidence) in kot rezultat tega - zanesljivost prejetih podatkov za računovodsko poročanje.

Naslednji so obveznosti pri katerih izvajamo analizo kreditne zgodovine podjetja; ponudniki kreditov, cilje kreditov, servisiranje kreditov in kolaterale, analiza menične zadolženost podjetja, kot tudi vrsto izdanih menic, meničnih klavzul in plačilnih rok za menice, analiza

kreditne zadolženosti, vključno z naravo dogodka, plačilnimi pogoji in pogoji za prestrukturiranje kreditnih obveznosti, analiza obveznosti in časovnega razporeda odplačevanja lizinskih pogodb, kjer je podjetje uporabnik lizinga. Treti so zunajbilančne obveznosti in terjatve, pri čemer izvajamo analiza obveznosti podjetja za izdane garancije, gospodarska utemeljitev in legitimnost izdanih garancij, obveznosti za jamstva, ki jih podjetju izdajo tretje osebe v zadnjih 3 letih. Zadnje pa so dolgoročne finančne naložbe.

Pri tem moramo določiti legitimnosti za doseganje te vrste naložb, določanje tržne vrednosti te vrste naložb, analiza obsega in strukture prodaje, analiza stroškovne cene in cenovne politike podjetja, analiza prihodkov iz operativne in neoperativne dejavnosti, viri surovin in zalog, določanje stopnje zagotavljanja podjetja z obratnim kapitalom in izdelava ukrepov za pospešitev njihovega obrata, analiza fiksnih stroškov podjetja, analiza in izračun koeficientov za stanje osnovnih sredstev podjetja, likvidnost, poslovna dejavnost, dobičkonosnost in plačilna sposobnost podjetja.

Ekipa, ki izvaja pogodbo o združitvi ali prevzemu, mora biti prepričana, da revizija predstavlja pravilna "kronologija finančnih dogodkov", saj so rezultati revizije osnova za načrtovanje prihodnjih rezultatov pogodbe. Odločitev o nakupu podjetja lahko temelji na teh predpostavkah, če je analiza prejšnjega dela opravljena z napakami, nato lahko celoten postopek prevzema gre v napačno smer.

Po pregledu postopkov globinske analize podjetij - udeleženci v sporazumih o združitvah in prevzemih, lahko preidemo na sklepe. Do sedaj je bila posebna pozornost namenjena sedmim področjem globinske analize, ki bi jih strokovnjaki, ki se ukvarjajo z njimi, morda zdeli predolgi in dragi. Strokovnjaki se sklicujejo tudi na tradicionalno globinsko analizo, ki po njihovem mnenju pokriva področja, navedena na začetku tega poglavja. Vendar pa je delež uspešnih sporazumov o združitvah in prevzemih zanikal vse te predpostavke. Proces globinske analize mora biti tako podroben, kot so na voljo razpoložljivi viri in čas. Tukaj je treba zastaviti naslednje vprašanje: "V katerem primeru ni potrebe po poglobljeni analizi prejetih informacij?". Kot jamstvo, da so porabljeni čas in sredstva upravičeni, se priporoča, da se preverjanja izvajajo zaporedoma. Preverjanje vsakega območja mora potrditi razumnost pogodbe, preden se izvede naslednje območje.

Tabela 4 predstavlja priporočeno zaporedje globinske analize. Prva dva koraka vključujejo elemente, ki se analizirajo v večini pregledih. Pomembno je izpostaviti, da mora biti vsak korak spodbuda za ekipo, ki jo izvaja sporazum, da nadaljuje delo. Prvi koraki preverjanja so lažje kvantitativno določiti. Ekipa mora imeti tudi zadostne izkušnje in imeti razvit set postopkov za določitev perspektivnosti sporazuma. Naslednji pregledi predvidevajo prisotnost strokovnjakov v ekipi predstavnikov menedgmenta podjetja-prevzemnik. Koliko več nematerijalna sredstva se med revizijo preverjajo, toliko težje je kvantitativno določiti njihov vpliv na privlačnost pogodbe in pogodbeno vrednost.

Tabela 4: Zaporedje izvajanja kompleksne poglobljene analize

Vrsta poglobljene analize	Rezultat
1. Poglobljena analiza makro okolja (eksterno okolje)	- Gospodarski - Ekološki - Konkurenčni - Socialni tendence
2. Pravna/ekološka poglobljena analiza	- Pravnoorganizacijska vprašanja, - lastninske pravice sredstva, - Ekološke težave, - Vprašanja, povezana s pridobitvijo kapitala
3. Poglobljena analiza trženja / proizvodnje / menegmenta	- Ocenjevanje prednosti in slabosti - Določanje prihodnjih potreb
4. Poglobljena analiza informacijskega sistema	- Kakovost IT sistemov, - Kontrola - Priložnosti za integracijo
5. Finančna poglobljena analiza	- "Ustreza" ali "Ne ustreza" - Projektni scenariji

Vir: Lastno delo.

Tabela 5, ki sledi prikazuje multi-profilno sestavo ekipe, ki izvaja poglobljeno analizo. Predpostavlja se, da je osnovni del ekipe pod vodstvom odgovornega vodje, ki vključuje zunanega pravnega svetovalca, zunanega revizorja in predstavnika vodstvene ravni, kot je bodoči direktor ciljnega podjetja.

Tabela 5: Sestava ekipe za poglobljeno analizo

1.	Odgovorni vodja - koordinacija / integracija podatkov
2.	Zunanji (v smislu podjetja-cilj) strokovnjak v sektorju
3.	Strokovnjaki za trženje, ekonomisti, finančniki in vodje prve stopnje (sektorski menegerji) za izvedbo kvantitativne / kvalitativne analize trženjske dejavnosti, vključno s prodajo in komitente
4.	Inženirji in delavci v proizvodnji, ki ocenjujejo tehnološke procese in opremo
5.	Zunanji pravni svetovalci
6.	Prihodnji direktor podjetja-cilj
7.	Informacijsko podporno osebje za ocenjevanje IT sistemov
8.	Člani ekipee, ki vodijo pogajanja o strukturiranju sporazuma

Vir: Lastno delo.

Namen pogobljene analize je zagotoviti nosilec odločanja potrebne informacije o obstoječih priložnostih in morebitnih težavah. Pogosto se poglobljena analiza obravnava kot mehansko preverjanje pravnih, finančnih in davčnih informacij. Vendar pa je v zadnjem času veliko pozornosti posvečeno nematerialni komponenti pogodb, ki je znatno razširila obzorja globinske analize.

V zadnjem času je opazna potreba pridobiti celovito sliko o možnih dobičkih in obveznostih po sklenitvi pogodbe o združitvi ter o vplivu nematerijalnih sredstev na uspešnost pogodbe, ki je pogosto večja od vpliva materijalnih sredstev, čeprav jih je lažje oceniti s kvantitativnim vrednotenjem. Takšna potreba je spremenila naravo globinske analize.

Poleg tradicionalnega preverjanja pravnih, računovodskih, finančnih in ekoloških informacij je priporočljivo analizirati eksterno okolje (makro okolje), proizvodnjo, upravljanje, trženje in informacijske sisteme. Takšna obsežna analiza omogoča podrobnejše načrtovanje vključevanja obeh podjetij po sklenitvi pogodbe. Na ta način so napovedi za finančne tokove združenih podjetij natančnejše.

Vsak sporazum o združitvah in prevzemih je poseben, zato bo uporabnost poglobljene analize odvisna od posamezne situacije. Neprijateljske prevzeme ali konkurenčni proces udeležbe na dražbi ustvarjajo neustrezne pogoje zaradi časovnih omejitev ali pomanjkanja interoperabilnosti podjetij. Vendar pa so situacije ko časovni okvir ni tako določen in kupec lahko narekuje njihove pogoje dosti pogoste. V teh primerih so dodatni stroški sredstev in časa odvisni od pomembnosti informacij, pridobljenih med izvedbo globinske analize.

V pogojih, ko je cena pogodbe in napaka zelo visoka, proces analize operativnega dela, dokler izvajanje pogodbe ne postane vse pomembnejši. Ekipa, ki izvaja sporazum o združitvah in prevzemih, mora določiti čas za izvedbo globinske analize, da bo lahko pravilno ocenila materijalna in nematerijalna sredstva, kako tudi notranje in zunanje okolje podjetja.

V realnem poslovanju do idealnih pogojev poslovanja pride redko. Enako velja za globinsko analizo. Čeprav je trenutno trg označen kot trg kupcev, časovna omejitev uvaža njene popravke v procesih priprave in izvajanja združitve in prevzemov.

Kot je bilo opozorjeno, klasična poglobljena analiza pokriva sedem področij delovanja družbe in na koncu oblikuje končni sklep o stanju podjetja (neposredno) in o smotrnosti izvajanja pogodbe (posredno). Vendar pa podjetje nima vedno dovolj časa in finančne možnosti, da izvede popolno in celovito globinsko analizo.

2.3 Postopek analize konkurenčnega okolja pri izvajanju dogovorov o združitvah in prevzemih naftnih družb

Konkurenčno okolje je dinamičen zunanji sistem, v katerem poslovanje konkurira in deluje. Koliko večje je število prodajalcev podobnih izdelkov in storitev, toliko bolj konkurenčno je okolje, v katerem tekmujejo. Konkurenčno okolje predstavlja tudi vsoto vseh konkurenčnih podjetij, ki proizvajajo in distribuirajo enake izdelke ali storitve. To okolje ni odvisno samo od konkurence med podjetji, ampak tudi od konkurence med različnimi izdelki. Konkurenčno okolje je trg, na katerem lahko neodvisni prodajalci svobodno tekmujejo za pravico do prodaje svojih izdelkov kupcem.

Proces združevanja industrijskih podjetij v veliko korporativno strukturo omogoča podjetjem ohranitev svojega znanstvenega in tehnološkega potenciala, povečanje svoje investicijske privlačnosti, razširitev svoje inovativne dejavnosti in povečanje svoje gospodarske in finančne stabilnosti. Največji učinek, z vidika povečanja gospodarske in finančne stabilnosti, je dosežen z združevanjem podjetij in s tem vzpostavitvijo tehnološke verige. Verigo sestavljajo dobavitelji in predelovalci surovin, proizvodna podjetja, prevozna podjetja in podjetja za prodajo izdelkov. V tem primeru je vsak udeleženec v verigi ekonomsko zainteresiran za stabilno delovanje partnerjev in za pridobitev zagotovljenih dohodkov. Stabilno delovanje vseh povezanih podjetij - delov tehnološke verige je predpogoj za zagotavljanje učinkovitega delovanja korporativne strukture kot celote. Ti učinki se še posebej kažejo v združitvah naftnih družb, ki so usmerjene v oblikovanje vertikalne strukture (Vladimirova, 1999, str. 19; Kukura, 1997, str. 204; Kolobov, Škljarski, 1993, str. 216).

Vertikalno integrirana naftna družba (VINK) je struktura, ki istočasno obravnava vprašanja proizvodnje in prodaje izdelkov. Pogoji za proizvodnjo in prodajo proizvodov so precej drugačni, vendar v tržnem gospodarstvu pogoji prodaje določajo uspešnost poslovanja naftne družbe. Prodajna uspešnost je določena s konkurenčnostjo izdelkov in analizirana kot tehnološka in gospodarska priložnost za proizvodnjo in prodajo končnega izdelka, ki prinašajo dobiček.

V zvezi s tem je v sodobnih gospodarskih razmerah učinkovito delovanje družbe, ki je nastala z združitvijo, v veliki meri odvisno od konkurenčnosti novo ustanovljenega podjetja. Možne variacije strateških ciljev za integrirana podjetja se upoštevajo pri uporabi konkurenčnosti, kot so: finančna stabilnost, specifičnost poslovanja v pogojih tržnega gospodarstva, zmanjševanje naložbenih naložb, davčna vračila, naložbena tveganja itd. (Vihanski, 1999, str. 19; Keller, 1997, str. 134). Upoštevanje teh dejavnikov omogoča zagotavljanje protikriznega značaja proizvodnje in konkurenčnosti izdelkov. Upravljanje konkurenčnosti zagotavlja rast sredstva in kapitalizacije naftne družbe ter povečuje učinkovitost upravljanja kapitala družbe.

Konkurenca na trgih se nenehno povečuje, zato je zagotavljanje konkurenčnosti osnova za razvoj naftne družbe. Dokaz za to je dejstvo, da mora prodaja proizvodov po konkurenčnih cenah zagotavljati zadostne prihodke, ki zagotavljajo rast učinkovitosti poslovanja podjetja in reprodukcijo mineralnih surovin. Reprodukcijska mineralnih surovin vodi do konkurence za dostop do zalog ogljikovodikov.

Pogoji za prodajo izdelkov VINK na trgih so določeni z dvema parametroma: **obsegom prodaje** določenega izdelka in **ceno**, po kateri se izdelek prodaja. Ker je kakovost nafte odvisna od pogojev njenih nahajališč, kakovost naftnih proizvodov pa mora ustrezati določenim standardom, se kakovost nafte in naftnih derivatov ne obravnava kot samostojen parameter, ki označuje pogoje prodaje.

Zagotavljanje konkurenčnosti je prednostni cilj naftne družbe, od koder prihaja izbira načinov uporabe proizvodnih in finančnih virov podjetja. Upravljanje konkurence v vsakem časovnem obdobju zahteva maksimalno učinkovito zkoriščanje vseh svojih virov. Konkurenčno delo se doseže na račun učinkovitega ukrepanja v naslednjih smereh:

- povečanje učinkovitosti sedanje proizvodnje;
- vrednotenje inovacij, novih investicijskih projektov in poslovnih usmeritev;
- izbira novih trgov za nafto in naftne derivate;
- prestrukturiranje in diverzifikacija proizvodnje;
- zmanjšanje naložbenih tveganj pri implementaciji izbranih usmeritev poslovanja družbe v tekočem in prihodnjem obdobju;

Upoštevanje pogojev konkurenčnosti omogoča gradnjo sistema za utemeljitev sprejetih odločitev za izvedbo združitve in prevzemov naftnih družb. Odločanje o združitvah in prevzemih zahteva velik obseg informacij o tekočem in prihodnjem stanju na različnih smereh delovanja VINK in naftnih trgov. To dejstvo zahteva neobhodnost za uporabo naprednejših metod obdelave informacij od tistih, ki se trenutno uporabljajo. Zato se implementacija sistema upravljanja konkurenčnosti podjetja lahko zagotovi z uporabo najsodobnejših informacijskih tehnologij in metod optimalnega načrtovanja. Pomemben element pri upravljanju poslovanja družbe je lahko ekonomski in matematični model podjetja, ki pomaga racionalizirati procese proizvodnje in prodaje izdelkov. Ta model zagotavlja povečanje kakovosti odločitve, ki se uporabljajo z veliko količino informacij, z uporabo metod optimalnega načrtovanja, kot tudi z večrazličnimi izračuni. Ekonomski in matematični model podjetja mora biti sestavljen iz:

- podatkovna baza za tekočo in perspektivno stanje proizvodnje, trenutno število naftnih polj v lasti podjetja, podatki o obstoječih in nastajajočih trgih, inovacije, nove tehnologije in poslovne usmeritve;
- oblikovanje strateških ciljev in specifičnih nalog za dejavnosti podjetja v sodobnih tržnih pogojih;
- programski paket za izvajanje izračunov z uporabo optimalnih metod načrtovanja;

- geološko-ekonomska ocenjevanje v novih naftnih poljih, da bi ocenili posledice zapiranja neprofitnih izkopov / ploščadi v skladu s sprejeto strategijo za njihov razvoj. Geološka ocena najdišča temelji na rezultatih izvedenih geoloških raziskav. Temelji na izračunu zalog surovin glede na njihovo kakovost, ob upoštevanju naslednjih dejavnikov: geološke značilnosti najdišča, zahteve tehnologije, pogoje, ki zagotavljajo dobičkonosnost, racionalno izkoriščenost najdišča in ohranjanje okoliškega okolja. Ekonomski vidik ocenjevanja najdišča temelji na rezultatih izračuna rezerv, ki vključuje analizo kazalnikov, ki določajo učinkovitost izkoriščanja najdišča in učinkovitost kapitalskih naložb v izgradnjo industrijskega kompleksa.
- vmesniki za povezavo z informacijskimi sistemi.

Ekonomsko-matematični model naftne družbe je model vrste ravnotežja, ki odraža vse vidike sedanje in perspektivne proizvodne dejavnosti ter pogoje za prodajo naftnih proizvodov na trgih. Stopnja natančnosti modela je določena z realnostjo izračuna za oblikovanje stroškov in pogoji za proizvodnjo in prodajo za vsak naftni proizvod in olje, ki omogočata praktično realizacijo dobljenih rezultatov modela. Priprava sporazuma o združitvah in prevzemih za naftne družbe ob upoštevanju njihove konkurenčnosti mora vključevati naslednje elemente:

- analiza pogojev za prodajo proizvodov podjetja na trgih in določitev obsega proizvodnje nafte in naftnih derivatov kako tudi proizvodnih stroškov tega obsega;
- razvoj načrta za uskladitev pogojev prodaje proizvodov na vseh trgih s pogoji za oblikovanje obsega proizvodnje nafte in naftnih derivatov ter proizvodnih stroškov tega obsega.

Eden od temeljnih problemov pri analizi konkurenčnosti v upravljanju naftne družbe je oblikovanje usklajene cenovne politike in porazdelitev obsega prodaje izdelkov na različnih tržnih segmentih, ki zagotavlja potrebno stopnjo rentabilnosti za normalen razvoj proizvodnje. Analiza prodajnih pogojev trga nafte in naftnih derivatov se opravi za vsak posamezen trg in vrsto nafte oziroma naftnih derivatov ločeno in v sebi vključuje dve pripravljalni fazi: diagnostiko konkurenčnega okolja in raziskovanje dejavnosti konkurentov.

Prva faza - diagnostika konkurenčnega okolja sama po sebi vključuje: značilnosti konkurenčnega okolja, analizo dejavnikov konkurenčnega okolja invrednotenje intenzivnosti konkurence. Drugo pripravljalno fazo raziskovalne dejavnosti konkurentov sestavljajo: analiza ciljev in namer, dinamika cen, finančna stabilnost konkurentov; analiza tržnega deleža konkurentov, metode izvajanja trgovinske politike konkurentov, dobavne verige konkurentov.

Vse to skupaj omogoča izdelavo strategije konkurenčnosti VINK za vsak naftni proizvod in specifični trg z ohranjanjem obstoječih pozicij na trgih ali s širitvijo dejavnosti ali z vstopom na nove trge. Takšna strategija sama po sebi vključuje (Omeljčenko, Kolobov, Ermanov & Kireev, 1997, str. 204) razvrstitev prodajnih trgov glede na stopnjo njihove prioritete za družbo; določitev možnih alternativnih količin dobav nafte in naftnih derivatov, ki jih vodi prednostna naloga prodajnega trga; organizacija učinkovite prodajne mreže, ki zagotavlja prednosti v smislu konkurence in oglaševalske podpore strateškim pobudam podjetja; opredelitev konkurenčnih cen in ustreznih količin za prodajo nafte in naftnih derivatov; opredelitev surovinske baze VINK s primerjavo alternativ s pridobitvijo licence za razvoj

novih nahajališč ali s prevzemom podjetij, ki imajo dovoljenje za razvoj novih nahajališč nafte.

VINK deluje drugače na obseg izkopavanja nafte, stopnja obremenjenosti predelovalnih zmogljivosti podjetja ter kakovost naftnih proizvodov in stroški. Glede na količino in kakovost pridoblje in predelane nafte, število izkopov in ploščadi ter tehnološki procesi določajo najbolj racionalno strukturo za proizvodnjo nafte in naftnih derivatov. Tako opredeljena struktura omogoča minimiziranje stroškov izkopavanja in predelave nafte. Vrstni red analize pogojev, ki določajo obseg izkopavanja nafte in naftnih derivatov, stroškov in načine za povečanje učinkovitosti podjetij temeljijo na naslednjih načelih:

- Pri obvladovanju konkurenčnosti družbe je potrebno voditi evidenco o skupnih proizvodnih stroških, kar je predpogoj za rentabilnost celotne proizvodnje;
- Obseg in stroški proizvodnje bi morali omogočiti učinkovito prodajo na različnih trgih;
- Treba je zabeležiti vpliv na obseg proizvodnje nekaterih naftnih derivatov na druge.

Analiza pogojev za oblikovanje obsega izkopavanja nafte in proizvodnje naftnih derivatov ter njihovih stroškov poteka v dveh fazah: prvič, monitoring in ocenjevanje trenutnega stanja proizvodnje, in drugič, določanje možnosti za spremembe stroškov in strukture proizvodnje izdelkov s povečanjem učinkovitosti pri upravljanju naftne družbe.

Ker struktura proizvedenih naftnih derivatov ni v celoti odvisna od VINK, temveč tudi od načina predelave in kakovosti predelane nafte, določena količina nekaterih naftnih proizvodov, ki so prisiljeni proizvajati v podjetju, lahko je neučinkovita za podjetje. Te dodatne stroške je treba nadomestiti z učinkovito proizvodnjo in porabo drugih naftnih proizvodov. Povečanje proizvodne učinkovitosti podjetja, ki je nastalo kot posledica združitve in / ali prevzema, se doseže z zmanjšanjem stroškov izkopavanja, predelave nafte in oskrbe z naftnimi derivati, spreminjanjem strukture proizvodnje naftnih derivatov in obsega izvoza nafte v pogojih z omejenimi finančnimi in materialnimi viri.

Možnosti za spreminjanje stroškov in strukture proizvodnje izdelkov se uresničujejo: na račun povečanja učinkovitosti tekoče proizvodnje, uvajanja inovacij na vseh področjih delovanja novo ustanovljene družbe. To vključuje realizacijo sprejetih investicijskih projektov in razvoj novih, namenjenih reševanju problema povečanja učinkovitosti podjetja in rezultatov diverzifikacije proizvodnje (Klein, Crawford & Alchian, 1978).

Posvetiti je treba pozornost vprašanjem, ki se nanašajo na: **povečanje učinkovitosti pri upravljanju z delovnim osebjem** prek programov za nadgradnjo kvalifikacij, izboljšane organizacijske strukture, izpopolnjevanja strukture upravljanja; **upravljanje s financami** - uporaba novih finančnih šem za vzpostavitev dohodkovnih centrov, stroškovnih mest, mehanizmov za optimizacijo davčnih obveznosti; **implementacija sodobnejših informacijskih sistemov** - vodenje podjetja, povečanje učinkovitosti procesov usposabljanja zaposlenih.

Pri načrtovanju sporazuma o združitvah in prevzemih je treba uskladiti pogoje proizvodnje in prodaje proizvodov udeleženih podjetij v pogodbi. Usklajevanje pomeni koordinacija za posamezna obdobja načrtovanega obsega proizvodnje, stroške proizvodnje nafte in naftnih derivatov po konkurenčnih cenah, v določenem obsegu in na določenem trgu. Ta možnost

se doseže z določitvijo obsega izkopavanja in predelave nafte v podjetjih, smeri dostave proizvodov na trge, porabe nafte in naftnih derivatov ter višine konkurenčnih prodajnih cen.

Zapletenost prilagoditve je posledica dejstva, da so stroški proizvodnje nafte in naftnih derivatov praktično neposredno odvisni od obsega njihove proizvodnje, raven konkurenčnih prodajnih cen pa je obratno sorazmerna odvisnosti od obsega povpraševanja. Ker je proizvodnja vseh naftnih derivatov medsebojno povezana, je treba poleg pogojev za izkop in predelavo nafte upoštevati tudi druge elemente, kot so pridobivanje nafte, vse naftne proizvode, ki se proizvajajo, in trge, da bi izbrali najbolj učinkovito strategijo trženja.

Z usklajevanjem pogojev proizvodnje in prodaje proizvodov se sposobnosti podjetja določijo kot posledica združitve in prevzema zmanjšanja stroškov izkopavanja, predelave nafte in oskrbe z naftnimi derivati, vključno z:

- zaprtje ali ohranjanje nedonosnih izkopov / ploščadi in povečanje obsega izkopavanja;
- uvajanje geoloških in tehničnih dejavnosti, inovacije in naložbene projekte;
- optimizacija sestave dobaviteljev nafte in naftnih derivatov;
- spreminjanje obsega prodaje naftnih derivatov;
- povečanje učinkovitosti zaposlenih, spreminjanje strukture upravljanja itd.

Postopek analize učinkovitosti združitev in prevzemov, predstavljen v naslednjem poglavju, omogoča iskanje načina integracije, ki zagotavlja doseganje pogojev konkurenčnosti za VINK z vidika izkopavanja nafte in proizvodnje naftnih derivatov.

2.4 Načrtovanje strukturnih sprememb v naftnih družbah na podlagi združitev in prevzemov

V procesu oblikovanja sporazuma o združitvi in prevzema naftne družbe si je mogoče ogledati več **načinov integracije**. V vsakem pogledu se sestava udeležencev in mehanizem vključevanja spremeni, da bi izbrali najboljše. V **fazi analize projekta** je izdelan osnovni način oblikovanja integrirane strukture. V **fazi projektiranja** se obdeluje varianta tehnične realizacije.

Najprej se bomo osredotočili na podrobnejšo študijo faze analize projekta in jo podrobno razložili. Ta faza vsebuje naslednje osnovne faze proizvodnje strokovna določitev ciljnega podjetja, ki bo vključena v eno samo podjetje, se izvaja njena poglobljena analiza, pa tudi ocena proizvodnega in finančnega potenciala, se opravlja podrobna analiza povezave med integriranimi podjetji in njihovo združevanje virov v trenutku integracije. V procesu analiziranja razmerja med sodelujočimi družbami v sporazumu o združitvi ali prevzemu, finančnih, trženjskih, dobavnih, prodajnih, proizvodnih povezavah kot tudi povezavi zaposlenih. Določa tudi kvantitativne značilnosti proizvodnih virov, ki ustrezajo tem povezavam. Glede na podatke o razpoložljivosti virov v naftnih družbah se oblikuje sistem omejevanja proizvodnje in nabave. Osnova sistema so podatki iz trženjskih raziskav o potrebi regionalnih energetske trgov in podatkov o proizvodnih zmogljivostih podjetij za predelavo nafte. Tudi v njem se shranijo podatke o potrebah po surovinah, ki so skladne z načrtovanim obsegom prodaje nafte in naftnih derivatov. Pomembna faza v projektni analizi

sporazuma je razvoj variant za organizacijsko umestitev integrirane strukture in združevanja podobnih oddelkov, pri čemer se upošteva sistem za omejitev stroškov proizvodnje in prodaje kot zmanjšanje stroškov logistike.

Najpogosteje se lahko korporativni sistem proizvodnje razdeli na funkcionalna področja, ki vključujejo: proizvodna podjetja, podjetja za prodajo izdelkov, dobavitelji surovin, prevozna podjetja in druga pomožna podjetja. Analiza delovanja sektorjev v integriranih podjetjih po posameznih funkcionalnih področjih omogoča identifikacijo in izključitev podvojenih funkcij in proizvodnih zmogljivosti, ki ne ustrezajo omejitvam prodaje in virov. Pri izvedbi primerjalne ocene variant sporazumov o združitvah in prevzemih je treba upoštevati **kvalitativna in kvantitativna merila**.

Kvalitativna podlaga organizacijskih projektov za oblikovanje korporativnih sistemov se ocenjuje, začenši s: usmeritvijo delovanja novoustanovljenega podjetja glede na prioritete industrijske politike države; sestavo udeležencev v pogodbi; z vidika ohranjanja in razvoja znanstvenega in tehničnega potenciala; infrastruktura. Kvantitativne kazalnike lahko razdelimo v tri skupine: merila za smotrnost / nujnost integracije, merila za finančno stabilnost novo ustanovljenega podjetja in merila za učinkovitost projekta za združena podjetja.

Prva skupina kvantitativnih kazalnikov - smotrnost integracije se ocenjuje glede na kazalnike **potencialne integracije udeležencev** v sporazumu, optimalnost sestave udeležencev in **učinek sinergije**. Med temi tremi kazalniki si največ pozornosti zasluži učinek sinergije, zato bomo upoštevali potencialne sestavine tega učinka za naftne družbe.

To so varčevanje s konsolidacijo proizvodnih zmogljivosti na področju prodaje, nabave in prevoza, prihranki pri transakcijskih stroških, prihranki zaradi širitve nadzorovanih trgov, kar zmanjšuje stroške promocije naftnih derivatov, prihranki zaradi povečanega obsega rezultatov raziskovalnih in razvojnih programov na področju geofizikalnih raziskav, tehnik in metod izkopavanja naftnih polj in metod za povečanje učinkovitosti predelave nafte, povečanje učinkovitosti poslovanja rafinerij, ki so del VINK, z večjo izkoriščenostjo zmogljivosti, nadgradnja naložbenega potenciala z dodatnim finančnim vzvodom, iskanje načinov za dodatno akumulacijo začasne proste gotovine za udeležence, operativni prihranki, povezani z odpravo podvojenih vodstvenih funkcij in njihovo centralizacijo, zmanjšanjem stroškov prodaje in povečanjem proizvodnje kot posledico nakupa dodatnih proizvodov, možnost večjega izkoriščanja povezanih proizvodov (naftni plin, ki nastane pri predelavi olja itd.).

Pri oblikovanju poslov je glavna naloga izbira in izgradnja organizacijske strukture v novo ustanovljenem podjetju. Te naloge ni mogoče rešiti v trenutku, kar pomeni, da je treba oblikovati fazni načrt za prestrukturiranje podjetij. Tak načrt je bil na primer načrtovan med združitvijo TNK in BP. Podjetje TNK-BP, ustanovljeno leta 2003 z združitvijo britanske BP v Rusijo in Ukrajino ter naftnimi sredstvi konzorcija Alfa Access Renova (AAR) - TNK, SIDANKO, ONAKO. AAR je bila v lasti podjetij Alfa, Access in Renova. S pomočjo AAR so trije največji delničarji obvladovali 50% delnic družbe TNK-BP. Da bi poenostavili zapletena struktura grupacije TNK-BP in povečali stopnjo preglednosti poslovanja, je vodstvo družbe razvilo načrt za prestrukturiranje. Pripravljalna faza tega načrta je bila izvedena novembra 2004, ko je TNK-BP ustanovila DD TNK-BP Holding v obliki podružnice v 100-odstotni lasti družbe TNK-BP. Potem TNK-BP je postopoma vpisala v ustanovni kapital DD TNK-BP Holding svoje delnice v treh glavnih ruskih holdingih DD TNK, JSC SIDANKO, JSC ONAKO.

Glavne prednosti, ki jih prinaša realizacija tega projekta prestrukturiranja, so zmanjšanje števila pravnih oseb, izboljšanje poslovnih procesov in zmanjšanje stroškov, povečanje transparentnosti, da bi izboljšali standarde upravljanja podjetij, asistirati pri oblikovanju jasnejših upravljavskih informacij za optimizacijo postopka odločanja, zagotoviti pošten in transparenten pristop do vseh delničarjev.

Projekt prestrukturiranja podjetij je obsegal več faz. Konec leta 2005 je družba uspešno zaključila dve pomembni obdobji. Prvo je bil prevzem ključnih holdingov iz skupine TNK-BP v Rusiji: DD TNK, DD SIDANKO in DD ONAKO v DD TNK-BP Holding. Drugo obdobje je bila konsolidacija večine manjšinskih delničarjev 14 podružnic TNK-BP v Rusiji v družbi DD TNK-BP Holding prek prostovoljnega programa izmenjave z delnicami. Kot rezultat tega programa je približno 70% vseh lastnikov manjših delniških paketov zamenjalo delnice TNK-BP Holding, ki so prejele približno 2,5% delnic TNK-BP Holding.

Z zaključkom prve in druge faze, v skladu z načrtom za nadaljnjo prestrukturiranje TNK-BP, se je pričela realizacija tretje - zaključne etape. V njenem okviru je bila predvidena izvedba analize obstoječe organizacijske strukture, da bi ugotovili, ali je TNK-BP vredna dodati nekaj svojih podružnic, ki se ukvarjajo z izkopi, trženjem in drugimi dejavnostmi v družbi TNK-BP Holding. Za podjetja, ki so se usposabljala za pridružitve, je družba izvedla postopek za pridobitev soglasja delničarjev, državnih organov in upnikov.

Od trenutka, ko je nastala in nato prestrukturirala, se je TNK-BP osvobodila več velikih podjetij. Leta 2005 je TNK-BP prodal DD Saratovneftegaz, DD Orenburgnefteprodukt, DD Orsknefteorgsintez, DD Neftemozlosavod. Avgusta 2006 so bile podpisane pogodbe za prodajo 96,9% delnic Udmartnefta v lasti TNK-BP kitajske družbe Sinopec, ki je kasneje Rosneft odkupila 51%. Oktobra 2010 je TNK-BP vstopil na mednarodni trg. Napovedala je nakup naftnih nahajališč in vrtin v Vietnamu in Venezueli za 1,8 milijarde dolarjev. Nakup je bil izveden tako, da je TNK-BP kupila 16,7% delnic BP v Petro Monagas SA, 40% delnic BP v Petroperiji SA in 26,7% pri Boqueron SA. V Vietnamu je TNK-BP odkupila 35% delnic BP v podjetjih Lan Tay in Lan Do ter 32,7% v naftovodu Nam Con Son, kako tudi 33,3% v podjetju Phu My 3.

Danes opazimo naslednje dosežke v poslovanju družbe: od začetka poslovanja je TNK-BP povečala količino izkopa naftnega olja za 25% - od 1,3 milijona sodčkov nafte na dan v letu 2003 na 1,6 milijona sodov na dan. nafte v letu 2007. Obseg naftnega deleža se je od leta 2003 do leta 2005 nenehno povečeval, potem pa je stagniral in neznatno upadel. Družba je največ vlagala v vzdrževanje naftnih izkopov. Naložbe v nove projekte so bile realizirane v dveh območjih: Kovitkinsk in Verkhnečenskoe nahajališča. Povečanje izkopa nafte v letu 2009 je bilo praktično zagotovljeno z uvedbo še štirih regij: Uvatsk, Verkhočensk, Bolšehetsk in Kameni. Kljub padcu cen surove nafte za 36% v letu 2009 je TNK-BP ustvarila dobiček v višini 5 milijard USD.

Da bi ocenili učinkovitost združitve ali prevzema, je nujno imeti izčrpen sistem kazalnikov ali meril. Kazalniki uspešnosti projekta za združitve podjetij so obravnavani v naslednjem poglavju. Pri ocenjevanju učinkovitosti sporazuma o združitvah in prevzemih je treba uporabiti celovitost meril, zbranih v enotnem sistemu.

Vrednosti osnovnih kazalnikov je treba sprejeti glede na prednostno skupino ciljev, za katere se oblikuje integrirana struktura. Ne smemo pozabiti, da faze predlaganega reda izvedbe sporazuma o združitvi ali prevzemu vedno vsebujejo elemente subjektivne strokovne

analize, ki se izvaja v pogojih nepopolnih informacij. Zaradi tega dejstva je ocenjevanje tveganj pri sporazumih o združitvah in prevzemih pogosto ključna in težka naloga.

3 VREDNOTENJE UČINKOVITOSTI IN TVEGANJ PRI ZDRUŽITVAH IN PREVZEMIH

3.1 Kazalniki za ocenjevanje učinkovitosti in tveganj v pogodbah za združitve in prevzeme

Med izvajanjem sporazumov o združitvah in prevzemih se delničarji podjetja - kupca in podjetja - prodajalca soočajo s tveganji. Tveganja nastanejo, ker napovedani podatki o poslovanju podjetij ne jamčijo za njihovo prihodnjo realizacijo in so povezani s tveganji in negotovostmi, dejanski podatki pa se lahko bistveno razlikujejo od tistih, ki so predvideni zaradi delovanja številnih tržnih in naravnih dejavnikov.

Analiza prakse izvajanja združitvev in prevzemov je pokazala, da standardni nabor meril uspešnosti, ki se uporabljajo za analizo naložb, ne zadostuje. Vrednotenje učinkovitosti in tveganja sporazumov o združitvah in prevzemih bi bilo treba izvesti z analizo tržnega odziva in finančnih pogojev sporazuma. V ta namen je bil razvit nabor kazalnikov, ki se priporoča za uporabo pri pripravi sklepa o sporazumu. Za primer sporazuma o združitvah in prevzemih, ki ga obravnavamo v tem prispevku, avtor uporablja naslednje izraze:

- podjetje-kupca - podjetje, ki sproži sklep o združitvi in prevzemu, in ki deluje s predlogom za nakup ciljnega podjetja;
- ciljno podjetje - podjetje, ki prejme ponudbo združitve od podjetja-kupca;
- objektivna tržna vrednost (Fair market value - FMV) - cena, po kateri se prodaja opravi, ko sta stranki zainteresirani za posel, deluje po svoji volji in ima popolne informacije;
- tržna vrednost vloženega kapitala (Market value of invested capital – MVIC) - se izračuna, ko se tržna vrednost lastniškega kapitala doda tržni vrednosti dolgoročnih obveznosti;
- vrednost podjetja (Enterprise value - EV) se izračuna, ko se poštena vrednost vloženega kapitala odšteje od denarnih sredstev in denarnih ustreznikov;
- zahtevana cena (Asking price) - prva cena, zahtevana od ciljnega podjetja;
- premija ali popust po zeleni ceni (Asking price premium or discount) – razlika med zahtevano ceno in ocenjeno vrednostjo podjetja z uporabo kazalnikov FMV, MVIC in EV);
- predlagana cena - cena, ki jo predlaga podjetje-kupec;
- premija ali diskont po predlagani ceni (Proposed price premium or discount) – razlika med predlagano ceno in ocenjeno vrednostjo podjetja z uporabo kazalnikov FMV, MVIC in EV);

- razlika med predlagano ceno in prodajno ceno (Proposed price to asking price spread).
- transakcijski stroški (Transaction costs) – operativni stroški, povezani s sklenitvijo pogodbe;
- stroški nakupa (Purchase costs) – vsota predlagane cene in transakcijskih stroškov
- prag rentabilnosti (Hurdle rate) - ki kaže najnižjo pričakovano raven rentabilnosti, v kateri je mogoče rešiti posel;
- potreba po financiranju (Required funding);
- prosti denarni tok (Free cash flow FCF) - denarni tok, ki ga ima družba na razpolago za financiranje vseh naložb, ki jih namerava uresničiti. Prosti denarni tok se določi kot prihodek od osnovne dejavnosti po plačilu davkov, povečan za amortizacijo in zmanjšan za znesek naložb;
- sedanjo vrednost denarnih tokov družbe (Present value - PV);
- neto sedanja vrednost denarnih tokov družbe (Net present value – NPV) - sedanja vrednost denarnih tokov družbe minus začetna naložba;
- notranja stopnja rentabilnosti (Internal rate of return – IRR);
- razlika med notranjo stopnjo rentabilnosti in prag rentabilnosti (Hurdle rate and IRR spread);
- indeks profitabilnosti naložb (Profitability index);
- rok plačila (Payback period);
- tvegano vrednost delničarja (Shareholder value at risk – SVAR) - kazalnik, ki kaže odstotek vrednosti podjetja-kupca, ki se lahko izgubi, če sporazum o združitvi in prevzemu ne doseže sinergijskega učinka po združitvi podjetij;
- tveganje premije (Premium at risk) - kazalnik, ki pomaga delničarjem družbe - oceniti tveganje izgube dela obljubljenе premije, če se ne doseže sinergijski učinek po združitvi podjetij;
- pričakovani začetni odziv trga (Anticipated market's initial reaction) - sprememba vrednosti podjetja zaradi rezultata združitve, ki je enaka sedanji vrednosti učinkov sinergije minus premija za nakup. Ta kazalnik se lahko uporabi za ocenjevanje začetnega tržnega odziva na izvajanje sporazuma o združitvi podjetij;
- delež v lastništvu delničarjem združujočih se družb.

3.2 Uporabna modelna analiza učinkovitosti in tveganj v pogodbah za združitve in prevzeme

Za predstavitev praktične uporabe zgoraj predstavljenega modela za ocenjevanje učinkovitosti in tveganj pri sporazumih o združitvah in prevzemih, bomo uporabili model

resnične združitve. V ta namen bomo analizirali največjo združitve v naftni industriji v zadnjem desetletju: nakup družbe BP-TNK s strani Rosnefta. 22. oktobra 2012 je Rosneft obvestil javnost o nakupu 100% delnic TNK-BP, tretje največje naftne družbe v Rusiji. Po mnenju generalnega direktorja Igor Sečin: "Popolna konsolidacija te družbe (TNK-BP), ki ima visoko kakovostna sredstva, bo Rosneftu omogočil, da postane največja naftna družba na svetu, povečati obseg naftnega poslovanja in optimizirati dobavne in prodajne kanale". Posel je bil realiziran hibridno, tj. S plačilom delničarjev TNK-BP v višini 45,1 milijarde USD v gotovini in z izročitvijo delničarjem družbe TNK-BP 12,84-odstotni delež v družbi Rosneft. Ta način financiranja posla po generalnem direktorju Igorju Sečinu je: "Optimalna kombinacija lastnih in zadolženih sredstev." S prenosom delnic je TNK-BP postal drugi največji delničar v družbi Rosneft po ruski vladi, s pravico do imenovanja dveh od devetih članov v upravni odbor Rosnefta. Sporazum je bil končan 20. marca 2013, potem ko ga je potrdil upravni odbor obeh družb, pa tudi ruski regulatorni organi. Analiza se začne s predstavitvijo osnovnih podatkov za obe pogodbeni stranki v pogodbi, ki sta prikazani spodaj v tabeli 6.

Tabela 6: Splošne informacije, potrebne za analizo posla

Podatki za kupca podjetja		
Ime		Rosneft
Število delnic pred objavo pogodbe	N_{BO}	10.330,92
Cena na delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{BO}	7,04
Podatki za podjetja - prodajalca		
Ime		TNK-BP
Število delnic pred objavo pogodbe	N_{SO}	18.285,42
Cena na delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{SO}	2,16
Podatki za posel		
Denarna sredstva, ponujena za eno delnico USD / delnico	P_{SC}	2,47
Razmerje (število delnic podjetja-kupca na število delnic ciljno podjetje) za pogodbe, sklenjene z zamenjavo delnic	K	0,19
Pričakovani letni učinek sinergije pogodbe, v milijonih \$	S	3.000,00
Cena kapitala %	r	10,70%

Vir: Lastno delo.

Navedbi osnovnih podatkov sledi izračun vrednosti tveganja delničarjev družbe Rosneft in premij za tveganje delničarjev družbe TNK-BP. Ta dva kazalnika prikazujeta kakšno je tveganje v poslu.

Tabela 7: Izračun denarne vrednosti in premije za tveganje

Struktura pogodbe		
Denarna sredstva		Da
Fiksirano vrednost delnic		Ne
Fiksirano število delnic		Da
Stanje pred izvajanjem pogodbe		
Število delnic podjetja-kupca, v milijonih \$	N_{BO}	10.330,92
Cena za delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{BO}	7,04
Tržna vrednost podjetja-kupca pred objavo pogodbe, v milijonih \$	V_{BO}	72.729,70
Število delnic naročila družbe, v milijonih \$	N_{SO}	18.285,42
Cena na delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{SO}	2,16
Tržna vrednost naročila podjetja pred objavo pogodbe, v milijonih \$	V_{SO}	39.496,51
Stanje po izvedbi pogodbe		
Denarna sredstva, ponujena za eno delnico ciljno podjetje, USD / delnica	P_{SC}	2,47
Cena, ponujena za vsako delnico ciljno podjetje za pogodbe, ki predvideva zamenjavo delnic, USD / delnica	P_{Sfs}	1,30
Skupni znesek, ponujen v denarni vrednosti za vsako delnico ciljno podjetje, USD / delnica	P_S	3,77
Denarna sredstva, ponujena delničarjem ciljno podjetje, v milijonih \$	V_{SC}	45.164,99
Prihodki delničarjev ciljno podjetjev borznih sporazumih, v milijonih \$	V_{Sfs}	23.814,93
Prihodki delničarjev ciljno podjetjev gotovini in zalogah, v milijonih \$	V_S	68.979,92
Velikost premije na voljo ciljno podjetje, v milijonih \$	Pr_S	29.483,41
Nagrada, ponujena ciljno podjetje %	D_{Prs}	74,65%
Struktura premije		
Delež denarnih sredstev	d_{PrSC}	65,48%

se nadaljuje

Tabela 7: Izračun denarne vrednosti in premije za tveganje (nadaljevanje)

Struktura premije		
Delež zamenjave deležev	d_{Prsfs}	35,52%
Število delnic, ki so bile zamenjane z delničarji ciljno podjetjev odsotnosti učinka sinergije, v milijonih \$	N_{Bsf}	3.382,80
Število delnic v lasti delničarja družbe-kupca, v milijonih \$	N_{BO}	10.330,92
Skupno število delnic po združitvi / prevzemu, v milijonih \$	N_B	13.713,73
Delež v lastništvu delničarjev ciljno podjetje po združitvi / prevzemu z zamenjavo delnic, ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo sinergije,%	d_{sfs}	24,67%
Delež v lastništvu delničarjev ciljno podjetje po združitvi / prevzemu ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo sinergije, %	d_s	24,67%
Delež v lastništvu delničarjev podjetja-kupca po združitvi / prevzemu ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo sinergije, %	d_B	75,33%
Cena na delnico po združitvi / prevzemu brez učinka sinergije, v milijonih \$	P_B	4,89
Vrednost delnic v lasti delničarjev ciljno podjetje po združitvi z zamenjavo delnic po fiksni ceni, ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo učinka sinergije, v milijonih \$	V_{Bsf}	16.542,18
Vrednost delnic, ki so v lasti podjetja-kupca po združitvi, ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo učinka sinergije, v milijonih \$	V_{BB}	50.519,04
Skupna vrednost delnic po združitvi, ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo učinka sinergije, v milijonih \$	V_B	67.061,22
Stroškovna učinkovitost za delničarje ciljno podjetje, ob predpostavki, da cene ne vključujejo učinka sinergije, %	r_s	56,23%
Stroškovna učinkovitost za delničarje podjetja-kupca, ob predpostavki, da cene ne vključujejo učinka sinergije, %	r_B	-30,54%
Tvegana premija ciljo podjetje, %	Pr_{rs}	24,67%
Hipotetična vrednost tveganja za delničarje podjetja-kupca,%	$SVAR_h$	40,54%
Dejanska vrednost tveganja za delničarje podjetja-kupca,%	$SVAR_a$	30,54%

Vir: Lastno delo.

Od zgoraj prikazanega izračuna se razlikujejo naslednji rezultati. Delež v lastništvu delničarjev TNK-BP po združitvi, ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo sinergije, znaša 25%, delež družbe Rosneft po združitvi, ob predpostavki, da trenutne cene ne vključujejo sinergije, znaša 75%. Stroškovna učinkovitost delničarjev TNK-BP, ob predpostavki, da cene ne vključujejo učinka sinergije, je 56%, za delničarje Rosnefta pa ob predpostavki, da cene ne vključujejo učinka sinergije, je posel z negativno donosnostjo in

znaša -31%. Premija tveganja za delničarje TNK-BP znaša 25%. Ker je posel potekal hibridno: s sredstvi, delno z menjavo delnic, so se delničarji TNK-BP soočili s tveganjem, da bo del premije izgubljen, če delnice Rosnefta ne bodo odražale načrtovanega učinka sinergije. Z drugimi besedami, 25% premije, plačane TNK-BP, se lahko izgubi, če se sinergijski učinek ne doseže. Tvegana premija obstaja le v primeru, da bo pogodba potekala z zamenjavo delnic, saj delničarji družbe TNK-BP v tem primeru delijo tveganje spremembe cene Rosnefta, ki ga bodo prejeli kot posledica zamenjave delnic. Hipotetična vrednost tveganja za delničarje Rosnefta znaša 41%. Kazalnik predstavlja hipotetično vrednost tveganja, če je bil posel v celoti financiran z gotovino ali s fiksno vrednostjo delnic. Enako predstavlja tudi najvišji znesek možnega SVAR posla po dani ceni. Dejanska vrednost tveganja za delničarje Rosnefta znaša 31%. Ker ima ta posel poleg denarne komponente tudi izmenjavo delnic, se potencialno tveganje in morebitni dodatni prihodki delijo med delničarji obeh družb. Zato je dejanska vrednost tveganja za delničarje družbe Rosneft nižja od hipotetične.

Družba Rosneft je ocenila, da bo znašal učinek sinergije med 3 in 5 milijard dolarjev, predvsem zaradi naslednjih dejavnikov: prvič - skupnega razvoja nahajališč Suzun, Tagul in Russkoe ter optimizacije logistike zaradi poznavanja drugih nahajališč, ki so bile prej v lasti obeh podjetij, drugič - varčevanje splošnih in upravnih stroškov in tretjič - optimizacija davkov z odpravo odvečnih offshore struktur. Da bi bila analiza bolj realistična, bomo upoštevali spodnjo mejo učinka sinergije.

Tabela 8: Analiza pričakovane začetne reakcije na trgu

Struktura pogodbe		
Denarna sredstva		Da
Fiksirana vrednost delnic		Ne
Fiksirano število delnic		Ne
Stanje pred izvajanjem pogodbe		
Število delnic podjetja-kupca, v milijonih \$	N_{BO}	10.330,92
Cena na delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{BO}	7,04
Tržna vrednost podjetja-kupca pred objavo pogodbe, v milijonih \$	V_{BO}	72.729,70
Število delnic naročila družbe, v milijonih \$	N_{SO}	18.285,42
Cena na delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{SO}	2,16
Tržna vrednost ciljno podjetjepred objavo pogodbe v milijonih \$	V_{SO}	39.496,51
Stanje po izvedbi pogodbe		
Denarna sredstva, ponujena za en del ciljno podjetje, USD / delnica	P_{SC}	2,47
Cena, ponujena za vsako delnico ciljno podjetjeza pogodbe, ki predvideva zamenjavo delnic, USD / delnica	P_{Sfs}	1,30

se nadaljuje

Tabela 8: Analiza pričakovane začetne reakcije na trgu (nadaljevanje)

Skupni znesek, ponujen v denarni vrednosti za vsako delnico ciljno podjetje, USD / delnica	P_S	3,77
Denarna sredstva, ponujena delničarjem ciljno podjetje v milijonih \$	V_{SC}	45.164,99
Dohodek delničarjev ciljno podjetje, v pogodbah z izmenjavo delnic v milijonih \$	V_{Sfs}	23.814,93
Prihodki delničarjev ciljno podjetje v denarnem znesku in v delnicah, v milijonih \$	V_S	68.979,92
Velikost premije, ponujene ciljnega podjetja, v milijonih \$	Pr_S	29.483,41
Premija ponujena ciljnega podjetje, %	D_{Prs}	74,65%
Pričakovani letni učinek sinergije pogodbe, v milijonih \$	S	3.000,00
Cena kapitala,%	r	10,70%
Trenutna vrednost učinka sinergije, v milijonih \$	PVS	28.037,38
Število zamenjanih delnic ciljno podjetje, v milijonih \$	N_{BSfs}	3.382,80
Število delnic v lasti podjetja-kupca, v milijonih \$	N_{BO}	10.330,92
Skupno število delnic po združitvi / prevzemu, v milijonih \$	N_B	13.713,73
Delež v lastništvu delničarjev ciljno podjetje po združitvi / prevzemu z izmenjavo delnic,%	d_{Sfs}	24,67%
Delež v lastništvu delničarjev ciljno podjetje po združitvi / prevzemu,%	d_S	24,67%
Delež v lastništvu delničarjev podjetja-kupca po združitvi / prevzemu,%	d_B	75,33%
Cena na delnico po združitvi / prevzemu, v milijonih \$	P_B	6,93
Vrednost delnic v lasti delničarjev ciljno podjetje po združitvi z zamenjavo delnic po fiksirani ceni, v milijonih \$	V_{BSfs}	23.458,24
Vrednost delnic, ki so v lasti delničarja podjetja-kupca po združitvi, v milijonih \$	V_{BB}	71.640,36
Skupna vrednost delnice po združitvi, v milijonih \$	V'_B	95.098,60
Stroškovna učinkovitost sporazuma delničarjev ciljnega podjetja,%	r_S	73,75%
Stroškovna učinkovitost delniške pogodbe podjetja-kupca,%	r_B	-1,50%

Vir: Lastno delo.

Z vključitvijo dodatnih dveh vložkov v izračun (pričakovani učinek sinergije in povprečna nabavna cena kapitala), dobi pričakovani donos na posel za Rosneft in TNK-BP. Izračun je narejen tako, da predpostavlja, da je vrednost spremembe od posla enaka sedANJI vrednosti učinka sinergije, zmanjšani za sedanjo vrednost premije za prevzem.

Natančneje, so bili opravljeni naslednji izračuni: sedanja vrednost sinergijskega učinka znaša 28.037 milijard dolarjev, ponujena premija je 29,483 milijard dolarjev in delež v lastništvu delničarjev TNK-BP in Rosnefta ostaja nespremenjen na 25% oziroma 75%. Učinek sinergije pri pogodbah s plačilom denarnih sredstev za delnice ali z določitvijo zamenjave delnic ne vpliva na razmerje lastništva zaradi narave pogojev. V primeru, da delničarji ciljnega podjetja prejmejo denarna sredstva za svoje delnice, izgubijo lastništvo nad delnicami in zato nimajo nobene vloge v novo oblikovani strukturi združenih družb. V drugem primeru, ko gre za zamenjavo delnic, je koeficient menjave vnaprej znan, v tem primeru pa se del, ki ga bodo imeli, dobi z izračunom, pri čemer je edina sestavina količina delnic, ne pa tudi njihove vrednosti. Stroškovna učinkovitost dogovora med delničarji TNK-BP ob predpostavki, da cene vključujejo sinergijski učinek, je 74%, za delničarje Rosnefta pa posel z negativno donosnostjo in je -2%.

Zadnja, tretja faza modela je analiza po tem, ko je bila pogodba sproščena in je trg reagiral na novice o združitvi ali prevzemu. Ta del modela omogoča ocenjevanje privlačnosti delovanja podjetij, ki sodelujejo v poslu. Zato je v to analizo vključena druga komponenta, to je cena deleža Rosnefta po objavi prevzema družbe TNK-BP.

Tabela 9: Izračun denarne vrednosti in premije za tveganje po objavi posla

Struktura pogodbe		
Denarna sredstva		Da
Fiksirana vrednost delnic		Ne
Fiksirano število delnic		Da
Analiza pogodbe		
Število delnic podjetja-kupca, v milijonih \$	N_{BO}	10.330,92
Cena za delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{BO}	7,04
Tržna vrednost podjetja-kupca pred objavo pogodbe, v milijonih \$	V_{BO}	72.729,70
Število delnic podjetja-kupca, v milijonih \$	N_{BO}	10.330,92
Cena delnice podjetja-kupca po objavi pogodbe USD / delnica	P_{Bi}	7,24
Tržna vrednost podjetja-kupca po objavi pogodbe, v milijonih \$	V_{Bi}	74.795,88
Sprememba tržne vrednosti po objavi združitve, v milijonih \$	ΔV_E	-2.066,18
Število delnic ciljno podjetje, v milijonih \$	N_{SO}	18.285,42
Cena na delnico pred objavo pogodbe, USD / delnica	P_{SO}	2,16
Tržna vrednost ciljno podjetje pred objavo pogodbe, v milijonih \$	V_{SO}	39.496,51
Stanje po izvedbi pogodbe		
Denarna sredstva, za eno delnico ciljno podjetje, USD / delnica	P_{Sc}	2,47

se nadaljuje

Tabela 9: Izračun denarne vrednosti in premije za tveganje po objavi posla (nadaljevanje)

Cena, ponujena za vsako delnico ciljno podjetje za pogodbe, ki predvideva zamenjavo delnic, \$ / delnico	P_{sfs}	1,30
Skupni znesek, ponujen v denarni vrednosti za vsako delnico ciljno podjetje \$ / delnico	P_s	3,77
Denarna sredstva, ponujena delničarjem ciljnega podjetja, v milijonih \$	V_{sc}	45.164,99
Prihodki od namena delničarjev ciljno podjetjev pogodbah z izmenjavo delnic, v milijonih \$	V_{sfs}	23.814,93
Prihodki delničarjev ciljno podjetje v denarju in v delnicah, v milijonih \$	V_s	68.979,92
Velikost premije, ponujene naročilu podjetja, v milijonih \$	Pr_s	29.483,41
Premija, ponujena ciljnega podjetja, %	D_{Prs}	74,65%
Tveganje zaradi učinka sinergije, ki ostaja za delničarje podjetja-kupca in druge investitorje, ki kupujejo delnice ciljne podjetje, v milijonih \$	R_B	27.417,23
Število delnic, zamenjanih z delničarji ciljno podjetje, v milijonih \$	N_{Bsfs}	3.382,80
Delež v lastništvu delničarji ciljno podjetje po združitvi / prevzemu z izmenjavo delnic, %	d_{sfs}	24,67%
Delež v lastništvu delničarji ciljno podjetje po združitvi / prevzemu, %	d_s	24,67%
Delež v lastništvu delničarji podjetja - kupca po združitvi / prevzemu, %	d_B	75,33%
Cena delnice po združitvi / prevzemu, \$	P_{Bi}	7,24
Vrednost delnic, ki so v lasti delničarjev ciljno podjetje po združitvi z izmenjavo delnic po fiksirani ceni, v milijonih \$	V_{Bsfs}	24.491,49
Vrednost delnic, ki so v lasti delničarjev podjetja -kupca po združitvi v milijonih \$	V_{BB}	74.795,88
Skupna vrednost delnic po združitvi, v milijonih \$	V'_B	98.610,82
Tvegana premija podjetja - kupca po objavi pogodbe, %	Pr'_{rs}	24,67%
Hipotetična vrednost tveganja za delničarje podjetja-kupca, %	$SVAR_h$	36,66%
Dejanska vrednost tveganja za delničarje podjetja-kupca, %	$SVAR_a$	27,61%

Vir: Lastno delo.

Od zgoraj prikazanega izračuna poudarjamo na naslednje ključne kazalnike: delež v lastništvu delničarjev družbe TNK-BP in Rosneft ostaja nespremenjen na ravni 25% oziroma 75%, tvegana premija delničarjev TNK-BP po objavi posla ostaja nespremenjena - 25% in hipotetična vrednost tveganja kupca po objavi posla, ob predpostavki, da je bil celoten posel izveden z gotovino. Ko se bo trg odzval na posel, se bo hipotetični SVAR za delničarje Rosnefta spremenil za 37%. Dejanska vrednost tveganj delničarjev Rosnefta po objavi posla 28%. Da bi bolje razumeli rezultate vsake faze modela, bomo skupaj predstavili spremembe kazalnikov v tabeli 10.

Tabela 10: Rezultati uporabe modela

Kazalnik	Faza 1	Faza 2	Faza 3
Delež v lastništvu delničarjev družbe TNK-BP	25%	25%	25%
Delež v lastništvu delničarjev družbe Rosneft	75%	75%	75%
Stroškovna učinkovitost pogodba za delničarje TNK-BP	56%	74%	-
Stroškovna učinkovitost pogodba za delničarje družbe Rosneft	-31%	-2%	-
Tvegana premija za delničarje družbe TNK-BP	25%	-	25%
Hipotetična vrednost tveganja za delničarje družbe Rosneft	41%	-	37%
Dejanska vrednost tveganja za delničarje Rosnefta	31%	-	28%

Vir: Lastno delo.

Splošni zaključek, ki izstopa iz celotne analize, opravljene z oceno tveganja in modelom uspešnosti posla, je, da je **ključni dejavnik**, ki vpliva na uspešnost posla ravno **doseganje učinka sinergije**. Ta zaključek temelji na dejstvu, da se ob predpostavljani najmanjši pričakovani učinek sinergije v višini 3 milijard dolarjev donosnost sporazuma spremeni za 18% za delničarje TNK-BP in 29% za delničarje Rosneft.

Začetna dobičkonosnost posla za delničarje TNK-BP iz privlačnih 56% povzroči kar 74%. Rezultat je precej logičen glede na dejstvo, da so delničarji TNK-BP v času transakcije prejeli premijo v višini 75% tržne vrednosti družbe. Visoka premija se ujema z relativno visokim odstotkom premijskega tveganja - 25%.

Za delničarje Rosnefta učinek sinergije zmanjšuje prvotno negativno stroškovno učinkovitost posla za 29% in vodi do -2%. Tudi hipotetična in dejanska cena tveganja se zmanjšata za 4% oziroma 3%. Negativni znak stroškovne učinkovitosti in visokih stroškov tveganja odražajo dejansko stanje v času sklenitve pogodbe - nakup TNK-BP je družbo Rosneft zelo drago stalo. Preoblikovanje v naftnega giganta je prisililo podjetje, da vzame posojilo v višini 31 milijard. dolarjev, ob tej točki se pa postavlja vprašanje sposobnosti odplačevanja dolga s strani družbe Rosneft, ki je 31. marca 2014 znašala 67,2 milijarde dolarjev. Prav tako je treba pozornost nameniti napovedanim projektom za razvoj naftnih nahajališč, vzete iz TNK-BP. Za njihov razvoj se bo moralo podjetje osredotočiti na svoje vire in to so ponavadi zelo dragi kapitalski projekti. Skoraj gotovo je, da jih bo družba uresničila, sicer obstaja nevarnost, da ne bi uresničila učinka sinergije, ki bi vključevala vpliv novih nahajališč, kar lahko povzroči katastrofalne rezultate za podjetje. Z drugimi besedami,

praktično gotovo je povečanje kapitalskih odhodkov Rosnefta in s tem zmanjšanje prostih denarnih tokov v daljšem obdobju. Zgornja dva dejavnika (visoka zadolženost in kapitalski projekti) niso vsi izzivi, s katerimi se sooča združeno podjetje. Tudi tveganje cen nafte, tj. morebitno znižanje cene nafte, ne bi smeli pozabiti.

Čeprav se zdi, da negativni odstotek dobičkonosnosti kaže, da se posel za družbo Rosneft se ne splača, je treba pred sklepanjem glede stroškovne učinkovitosti upoštevati več dejavnikov. Po združitvi je družba uvrščena na seznam strateških podjetij za Rusijo. Največji delničar v družbi Rosneft s 70% je družba Rosneftegaz, ki je v 100-odstotni lasti Ruske federacije. Kot je bilo opozorjeno, je drugi največji delničar v družbi Rosneft postane TNK-BP Holding s 13% in ima pravico do imenovanja dveh predstavnikov v upravni odbor. Z drugimi besedami, podjetje vstopi v glavnega delničarja, kar bo pozitivno vplivalo na učinkovitost podjetja in med drugim izkazalo zaupanje v Rusijo kot investicijski sklad velikega, spoštovanega mednarodnega podjetja, ki pošilja pozitiven signal tujim vlagateljem. V prosti prodaji krožijo le 10% od skupnega števila delnic Rosneft. Najbolj pesimistična napoved za količino sinergijskega učinka v višini 3 milijard dolarjev je bila upoštevana v analizi. Vsaka nadaljnja dejanska realizacija učinka sinergije nad načrtovanim v modelu bi pripeljala do dobičkonosnosti pogodbe za delničarje Rosnefta.

Ti podatki o strukturi lastništva prestrukturirane in združene družbe Rosneft dajejo vpogled v stabilnost podjetja ter velik vpliv in zanimanje, ki ga ima država v podjetju. To potrjuje dvig cene delnic Rosnefta po objavi dogovora s TNK-BP, kar pa v večini poslov ni tako.

V prvem tednu, skupaj z objavo podrobnosti sporazuma, se je nakup delnic na borzah povečal. Za tri dni so se delnice povečale za približno 10%, sledili pa so jim najvišji zneski nakupov v zadnjih nekaj letih.

Slika 5: Gibanje delnic Rosnefta

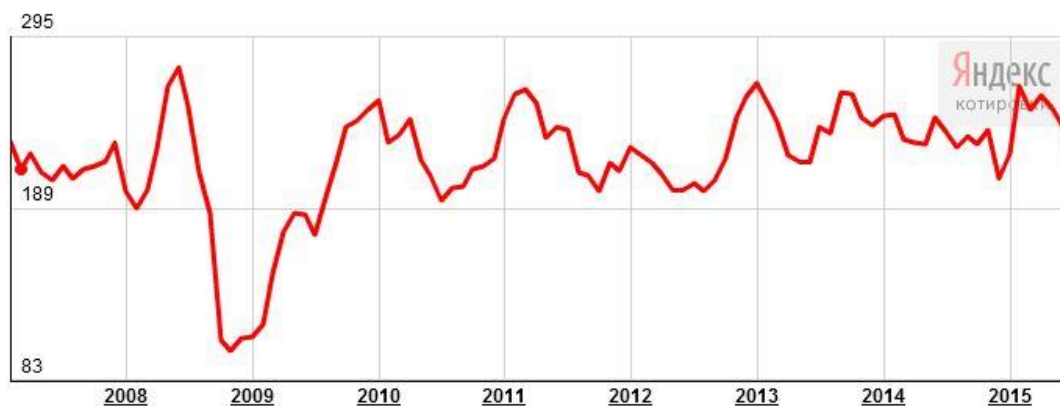


Vir: Nemzorov, (2012).

Z nakupom TNK-BP je Rosneft postal največja naftna družba na svetu z dnevnim izkopom več kot 4.700 sodov nafte, kar je rekordni kazalnik med naftnimi družbami. Po prevzemu so se naftne rezerve združenega podjetja povečale na 26,7 milijarde sodov nafte, skupni obseg izkopov pa se je povečal na več kot 200 milijonov ton nafte letno, kar hkrati predstavlja približno 5% svetovnih letnih izkopov.

Marca 2003 je po prevzemu družbe TNK-BP mednarodna bonitetna agencija Standard & Poor's povečala bonitetno oceno podjetja Rosneft z BBB na BBB s stabilnim napovedom. Stabilna napoved pri ocenjevanju bonitetnih ocen agencije pomeni, da je družba sposobna uspešno refinancirati svoje kreditne obveznosti v roku zapadlosti obveznosti.

Slika 6- Gibanje delnic družbe Rosneft pred in po prevzemu družbe TNK-BP



Vir: Yandex, (2012).

Kot je razvidno iz slike 6, je očitno, da so se od obdobja združitve v oktobru 2012 do leta 2015 delnice Rosnefta gibale okoli zgodovinskega maksimuma, ki je bil dosežen v obdobju realizacije posla z nepomembnimi povečanji in zmanjšanja, ki so v veliki meri pojasnjena zaradi sprememb cen nafte in konfliktov v Ukrajini v zadnjem obdobju, ki potrjujejo teze za premagovanje pozitivnih učinkov posla in doseganje učinka sinergije.

Ugotovimo lahko, da je bil z vidika države strateško pomemben posel Rosnefta in TNK-BP, saj je država ponovno prevzela nadzor nad vsemi potencialnimi naftnimi nahajališči v državi. Z vidika vrednosti posla ni splašljivo manjšinskim delničarjem družbe Rosneft, ker je del vrednosti prenesen na TNK-BP kot del premije za družbo. Z vidika tujih vlagateljev je vlada ponovno povečala svoj delež v gospodarstvu Ruske federacije in tako okrepila svoj položaj v naftni industriji v državi.

SKLEP

Lastniki in delničarji podjetij so v razmerah vse ostrejšje konkurence prisiljeni izbrati optimalno strategijo za razvoj svojega podjetja, da bi povečali svoj dobiček. Končno odločitev o združitvah in prevzemih neposredno vodi poslovodstvo družbe in upravni odbor, toda gospodarska gibanja, spremenljivost na trgih in druge spremembe lahko vplivajo na te odločitve. Tudi minimalne spremembe v gospodarskih razmerah ali javnih politikah, tehnološkem napredku, integraciji trga in drugih dejavnikih vplivajo na večjo ali manjšo stopnjo nosilcev odločanja in združitev ali prevzemov, pa tudi na njihova pričakovanja in oceno perspektiv podjetij.

Dejavnost trga združitev in prevzemov je tesno povezana s svetovnimi gospodarskimi cikli. Število združitev se najpogosteje povečuje v obdobjih gospodarske rasti in močno upada med recesijo. Retrospektivna analiza procesov združitev in prevzemov v svetu omogoča, da ugotovimo, da so obdobja združitev in prevzemov ciklična tudi z vzponi in padci. Svetovna zgodovina šteje šest takih faz premika trga združitev in prevzemov ali šest tako imenovanih valov. Vsak od njih je imel svoje unikatne značilnosti in dodal nekaj novega v proces evolucije na globalnem trgu združitev in prevzemov.

Posebej zanimive so posebnosti predkrizni - šesti val združitve in prevzemov 2003-2007:

- internacionalizacija, zlasti postopki združitve in prevzemov so začeli zajemati vse države na svetu;
- visoka stopnja aktivnosti zasebnih investicijskih skladov v vlogi udeležencev pri združitvah in prevzemih. Posedovanje velikega obsega gotovine s strani zasebnih investicijskih skladov jim omogoča vlaganje velikih zneskov v združitve in prevzeme;
- najpogostejša oblika financiranja poslov v šestem valu je bilo financiranje denarnih sredstev, ki so financiranje vrednostnih papirjev prenesli v drugi načrt.

Proces konsolidacije borz je potekal po vsem svetu. Pomembni so tudi glavni dejavniki, ki so vplivali na razvoj trga za združitve in prevzeme v naslednjih smereh: pritiski investitorjev aktivistov na upravljanje podjetij, da bi sklenili sporazum o združitvi / prevzemu, deregulacija, ki je prispevala k umeščanju večjega obsega prodajnih sredstev, protekcionizem in razvoj protimonopolne zakonodaje, ki je vplivala na stopnjo konkurenčnosti na trgih, razvoj veščin za analizo, ocenjevanje in izvedbo združitve in prevzemov strokovnjakov, ki spodbujajo delničarje podjetij, da se dogovorijo o poslih, pozitivna dinamika zaporednih makroekonomskih kazalnikov, aktivni proces ustvarjanja novih podjetij, nakup in prodaja vrednostnih papirjev s strani arbitrov, ki zagotavljajo likvidnost delnic in s tem povečujejo obseg poslov, slabost valut glede na druge, ki vplivajo na vrednost podjetij in posredno na dinamiko trga združitve in prevzemov.

Proučevanje obdobja povečane aktivnosti na trgih združitve in prevzemov omogoča ločevanje značilnosti procesov združitve in prevzemov v obdobjih gospodarskih vzponov. Tovrstne značilnosti so povečanje količine in vrednosti sklenjenih poslov združitve in prevzemov v pogojih rastoče proizvodnje in povečanja dobička ob pogojih za uporabo presežnih sredstev družbe za nakup premoženja z lahkoto lahko izbiramo med alternativnimi načini financiranja združitve in prevzemov, z lastnimi ali izposojenimi sredstvi, gotovino, lastniškimi vrednostnimi papirji ali obveznicami, ker je njihova razpoložljivost v obdobjih rasti dostopnejša, zmanjšanje vloge države kot udeleženca v procesih konsolidacije. V obdobjih vzpona vladi ni treba igrati vloge rešitelja podjetij s finančnimi težavami in zato lahko sodeluje le pri cenah, ki so stroškovno učinkovite, družba si prizadeva preseči meje trenutnega poslovanja, ki jih kot predmet za investicije izbere podjetja iz drugih sektorjev, v drugih regijah ali drugih državah, združitve je pogosto namerna izbira delničarjev in ni obvezni ukrep, povezan s potrebo po varčevanju poslovanja na vse možne načine.

Na podlagi analize izvajanja dogovorov o združitvah in prevzemih v naftni industriji je očitno, da so posli učinkovit instrument za povečanje vrednosti združenih proizvodnih podjetij v smeri izboljšanja proizvodne tehnologije in znižanja stroškov izdelkov v enotnem podjetju sistema. Za povečanje stopnje upravičenosti odločitev za izvedbo poslov so odgovorni: sistematizacija motivov, analiza povezanih učinkov sinergije, kot tudi klasificirane praktične posle združitve in prevzemov. Poleg tega je priporočljivo uporabiti predlagano razvrstitev avtorja ciljev sporazumov o združitvah in prevzemih za določitev tveganj, značilnih za posebne namene posla.

Poglobljena analiza ali due diligence je eden od osnovnih instrumentov za zmanjšanje tveganj in povečanje kakovosti odločanja za izvajanje pogodbe. Zato se analizirajo vsa področja poslovanja družbe, ki so zanimiva za potrebe globinske analize. Za doseganje ciljev globinske analize in še posebej - oblikovalcem odločitev zagotovili potrebne

informacije o obstoječih priložnostih in morebitnih težavah, je priporočljivo uporabiti analizirano zaporedje izvajanja kompleksne revizije ob upoštevanju multidisciplinarno skupino ekipe, ki jo vodi.

Izbira algoritma za vodenje organizacijskih zadev in določanje prednostnega niza meril za ocenjevanje učinkovitosti združitve in prevzemov je priporočena na podlagi predlagane šeme za izvedbo združitveno-prevzemne dejavnosti naftnih družb, kar omogoča optimizacijo pogojev posla in izbiro najboljše možnosti za integracijo. Za oceno učinkovitosti posla je potrebno uporabiti izčrpen sklop meril, ki označujejo napovedane in dejanske kazalnike poslov. Za te namene je priporočljivo uporabiti sklop meril za ocenjevanje učinkovitosti posla združitve in prevzema.

Po izbiri oblike izvajanja sporazuma o združitvi in prevzemu ter določitvi meril za ocenjevanje učinkovitosti in tveganj posla je treba uporabiti metodo izračuna in analizo tveganja. Natančneje, se priporoča da se izračuni opravijo v naslednjih različicah: pred objavo posla (če ni signalizacijskega učinka in učinka sinergije), pred objavo posla (v odsotnosti signalizacijskega učinka, vendar ob upoštevanju različnih variant velikosti prejetih signalov), po objavi posla (z vključitvijo signalnega učinka, različne variacije velikosti nastalega sinergijskega učinka). Ta vrstni red izračuna vodstvu podjetja daje podrobnejši pregled finančne in gospodarske strani sporazuma o združitvah in prevzemih z vključitvijo učinka sinergije in dejanskega odziva na trg oglasov za pogodbo.

Posebej zanimiv je trend oblikovanja VINK - podjetij, ki se sočasno ukvarjajo s proizvodnjo in trgovanjem z nafto in naftnimi derivati. Zato je treba preveriti uporabnost modela za oceno uspešnosti in tveganj v sporazumih o združitvah in prevzemih sta bili upoštevani dve vertikalno integrirani naftni družbi. Z analizo primera združitve Rosnefta s TNK-BP je uporabnost tega modela za prakso očitna. To potrjuje analiza rezultatov vseh zainteresiranih strani.

Najprej je bil upoštevan učinek združitve glede prvega udeleženca v poslu - Rosneft. Za delničarje Rosnefta učinek sinergije zmanjšuje prvotno negativno stroškovno učinkovitost posla za 29% in vodi do -2%. Negativna možnost stroškovne učinkovitosti odraža dejansko stanje v trenutku, ko je bila pogodba sklenjena - nakupna cena družbe TNK-BP je bila draga za Rosneft. Skoraj gotovo je, da namerava družba uresničiti napovedane projekte za razvoj naftnih nahajališč, ki jih je prevzela družba TNK-BP, sicer obstaja nevarnost, da ne bi uresničila učinka sinergije, ki bi vključevala vpliv novih nahajališč, kar lahko povzroči katastrofalne rezultate za podjetje.

Čeprav se zdi, da negativni odstotek dobičkonosnosti kaže, da se posel za Rosneft ne more pogajati, podatki o strukturi lastništva prestrukturiranega in združenega Rosnefta danes dajejo vpogled v stabilnost podjetja ter velik vpliv in interes, ki ga ima država v podjetju. Potrdilo za to je dvig cene delnic Rosnefta po objavi dogovora s TNK-BP, kar pa pri večini poslov ni tako.

Z vidika drugega udeleženca v poslu - TNK-BP. Začetna dobičkonosnost transakcije za delničarje TNK-BP iz privlačnih 56% povzroči kar 74%. Rezultat je precej logičen glede na dejstvo, da so delničarji TNK-BP v času transakcije prejeli premijo v višini 75% tržne vrednosti podjetja ob zaključku posla. Visoka premija ustreza z relativno visokim odstotkom tveganja premije - 25%.

Z vidika države je bil posel Rosnefta in TNK-BP strateškega pomena, saj je država ponovno prevzela nadzor nad vsemi potencialnimi naftnimi nahajališči v državi. Z vidika vrednosti posla ni koristno za manjšinske delničarje družbe Rosneft, ker je bil del vrednosti prenesen na TNK-BP kot del premije za družbo. Z vidika tujih vlagateljev je vlada ponovno povečala svoj delež v gospodarstvu Ruske federacije in tako okrepila svoj položaj v naftni industriji v državi.

Zaključek je, da se model za analizo učinkovitosti in tveganj v poslih uporablja za analizo združitve in prevzemov podjetij. Edini pogoj za uporabnost tega modela je, da so podjetja delniške družbe in kotirajo na borzi. Ti pogoji so samodejno izpolnjeni, ko gre za VINK.

Splošni zaključek, ki izhaja iz celotne analize, izvedene z modelom je, da je ključni dejavnik, ki vpliva na uspeh posla, doseganje učinka sinergije. Ta zaključek temelji na dejstvu, da se s predvidenim minimalnim pričakovanim učinkom sinergije v višini 3 milijard USD stroškovna učinkovitost sporazuma spremeni za 18% za delničarje TNK-BP in 29% za delničarje Rosnefta. Od obdobja združitve v oktobru 2012 do leta 2015 so se delnice združene družbe Rosneft gibale okrog zgodovinskega maksimuma, doseženega v obdobju realizacije posla, z nepomembnimi povečanji in znižanji, ki so v veliki meri pojasnjene zaradi sprememb cen nafte in konfliktov v Ukrajini v zadnjem obdobju, s tem potrjujejo teze za premagovanje pozitivnih učinkov posla in doseganje učinka sinergije.

LITERATURA IN VIRI

1. Alexandridis, G., Mavrovitis, C. & Travlos, N. (2011). How have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave. *European Journal of Finance*, 18(8), 663–688.
2. Bazojev, S. (2003). World business: the Epoch of merges of the companies. *The Securities market*, 4(1), 16.
3. Borghesi, R., Houston, J. & Naranjo, A. (2007). Value, Survival, and the Evolution of Firm Organizational Structure. *Financial Management*, 36(3), 5–31.
4. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2007). *Intermediate Financial Management* (9. izd.). Mason: Thomson Higher Education.
5. Carey, D., Aiello, R. J., Watkins M.D. & Eccles R.G. (2001). Harvard Business Review on Mergers & Acquisitions. *Harvard Business Press*, 7, 122-144.
6. Checun, I. (2006). Financing of merges and absorption by release of bonds, Merges and absorption. *TDK Global*. 4(2), 22-23.
7. Cheung, L. (2000, 24. julij). *Merger between VoiceStream and Deutsche Telekom*. Hutchison-whampoa. Najdeno 19. avgusta 2019 na spletnem naslovu http://www.hutchison-whampoa.com/en/media/press_each.php?id=200.
8. Christensen, C. M. & Raynor, M. E. (2005). *The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth*. Boston: Harvard Business School Publishing Corporation, 290.

9. Coase, R. (1998). The New Institutional Economics. *American Economic Review*. 88(2), 72–74.
10. Doerr, T. (2000). *Grenzüberschreitende Unternehmensakquisitionen: Erfolg und Einflussfaktoren*. Wiesbaden: DUV, 171–177.
11. Doyle, P. (2006). *Marketing Management and Strategy*. London: Pearson Education Limited, 544.
12. Džafarov, D. (2002). *Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика*. Диссертация кандидата экономических наук: Moskva, 178.
13. Eliseev, D. & Dorošenko, B. (2011). *Институциональные и экономические особенности слияний и поглощений в России*. 46, 7–12.
14. Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *American journal of Economics*. 83, 624-642.
15. Halpern P. (1983a). Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? *American journal of Finance*. 38 (2), 297-318.
16. Halpern P. (1983b). Mergers and acquisitions. *Journal of Finance*. 38 (2), 300-316.
17. Harris, R. & Ravenscraft, D. (1991). The role of Acquisitions in Foreign Direct investment: Evidence from the U.S. Stock Market”, *Journal of Finance*, 46(3), 825–844.
18. Jensen M. & Meckling W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305-360.
19. Keller, T. (1997). *Концепция холдинга. Организационные структуры и управление*. Moskva: GCIPK 134.
20. Klein, B., Crawford, R. & Alchian, A. (1978). Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contractive Process. *Journal of Law and Economics*. 21, 297–326.
21. Lang, L., Stulz R. & Walkling R. (1989). Managerial Performance, Tobin’s Q, and the Gains from Successful Tender Offers. *Journal of Financial Economics*. 24(1), 137-154.
22. Matthews R. (1994), *Synergy and Corporate Strategy*. London: Libraries Unlimited. 38.
23. McKinsey & Company. (2010 Junij). *Perspectives on merger integration*. Najdeno 19. avgusta 2019 na spletnem naslovu [http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%](http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.mckinsey.com%2F)

2F~%2Fmedia%2Fmckinsey%2Fdotcom%2Fclient_service%2FOrganization%2FPDFs%2F775084%2520Merger%2520Management%2520Article%2520Compendium.ashx&ei=G3iKVZiUCOK2mAWcvLPQDg&usg=AFQjCNGd6-t-blMbCgMtj04tT5nkH4efxA&sig2=WaPruvU6BEUYO7KssfGoF

24. Michaelson, V. & Salin, P. (2003). *Problems of management of reputation of the company at realization of absorption*. *Merges and absorption*. 1, 22.
25. Molotnikov, A. (2005a). Manipulation. *Merges and absorption*. 3, 78.
26. Molotnikov, A. (2005b). Prospects of development of the Russian market of merges and absorption. *Merges and absorption*. 1, 12-18.
27. Monahov, A. (2009). *Российские компании на рынке слияний и поглощений. ВР&БК*. 8, 42–47.
28. Nolan P. & Zhang J. (2010). Global Competition after the Financial Crisis. *New Left Review*. 64, 97–108.
29. Nemzorov, E. (2012, 30. oktober). Vse detali sdelki i perspektivy novogo neftyanogo giganta. *BSC-express*. Najdeno 15. Junija 2019 na spletnem naslovu <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rosneft-pogloshaet-tnk-vr.-vse-detali-sdelki-i-perspektivy-novogo-neftyanogo-giganta>
30. Omeljčenko, I. N., Kolobov, A. A., Ermakov, A. & Kireev, A. V. (1997). *Промышленная логистика. Логистико-ориентированное управление организационно-экономической устойчивостью промышленных предприятий в рыночной среде* (12. izd.) Moskva: MG TU.
31. Pavlovskij, M. (2005). Synergetic effect of merges. *Merges and absorption*. 1, 94-98.
32. Piispanen, M. (2010). Competitive Intelligence for Mergers and Acquisitions. *SCIP*, 13(1), 167-69.
33. Porter, M. (2005). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
34. Reed, M. & Babool A. (2003). Factors Affecting International Mergers and Acquisitions. *International Food and Agribusiness Management Review*. 6, 63–77.
35. Robinson, S. (2010). *The Mergers & Acquisitions Review* (4. izd.). London: Law Business Research Ltd. 758.
36. Roll R. (1986). Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*. 59 (2), 197-216.
37. Schwert, G.W. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 41(2), 153-162.

38. Shea, G. S. (1991). Uncertainty and implied variance bounds in long-memory models of the interest rate term structure. *Empirical Economics*. 16, 287-312.
39. Stigler, G. J. (1950). Monopoly and Oligopoly by Merger. *American Economic Review*. 40(2), 23-34.
40. Vihanski, O. S. (1999). Организационные формы интеграции компаний, *Менеджмент в России и за рубежом*. 6, 19.
41. Williamson O. (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature*. 38(3), 595-613.
42. Quarterly, M. (2004, maj). *Where mergers go wrong*. Najdeno 19. Avgusta na spletnem naslovu http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/where_mergers_go_wrong.
43. Yandex, (2012, avgust). Динамика курса акций ОАО НК Роснефть. Najdeno 20. Junija 2019 na spletnem naslovu <https://yandex.ru/news/quotes/282.html>.