

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA PROCESA KOMERCIALNEGA SKRBNEGA PREGLEDA
PRI ZDRUŽITVAH IN PREVZEMIH**

Ljubljana, februar 2024

JAN KOČMAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Jan Kocman, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza procesa komercialnega skrbnega pregleda pri združitvah in prevzemih, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Gregorjem Pfajfarjem

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;
11. da sem preveril verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	ZDRUŽITVE IN PREVZEMI	4
2.1	Pregled obstoječe literature	4
2.2	Opredelitev združitvev in prevzemov	7
2.3	Zgodovina in razvoj združitvev in prevzemov.....	7
2.4	Obeti za združitve in prevzeme v letu 2023 in dalje.....	9
2.5	Posledice združitvev in prevzemov	13
2.6	Pomembni koraki v procesu združitvev in prevzemov	16
3	SKRBNI PREGLEDI	20
3.1	Pregled obstoječe literature o skrbnih pregledih	20
3.2	Opredelitev skrbnih pregledov	23
3.3	Zgodovina skrbnih pregledov.....	25
3.4	Zgodovina komercialnega skrbnega pregleda	25
3.5	Vloga komercialnega skrbnega pregleda	26
3.6	Izvedba komercialnega skrbnega pregleda.....	26
3.6.1	Pregled trga.....	26
3.6.2	Analiza konkurence	28
3.6.3	Ocena vrednostne verige/operativnega modela.....	28
3.6.4	Ocena poslovnega načrta	29
3.6.5	Druge analize in pregledi.....	29
4	UGOTOVITVE NA PODLAGI OBSTOJEČE LITERATURE	30
4.1	Odmevni primeri združitvev in prevzemov v Sloveniji	30
4.1.1	Bančni sektor	30
4.1.2	Živilska industrija.....	31
4.1.3	Druge industrije	32
4.2	Priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji	32
4.3	Ponudba in povpraševanje po storitvah skrbnih pregledov v Sloveniji.....	33
5	INTERVJUJI IN UGOTOVITVE NA PODLAGI PRIMARNE RAZISKAVE..	35
5.1	Opredelitev cilja raziskave	35
5.2	Opis izvedbe intervjujev	35
5.3	Rezultati primarne raziskave o združitvah in prevzemih ter komercialnih skrbnih pregledih.....	38
5.3.1	Pogled strateških svetovalcev na združitve in prevzeme globalno	40

5.3.2	Pogled strateških svetovalcev na združitve in prevzeme v Sloveniji.....	42
5.3.3	Pogled strateških svetovalcev na komercialne skrbne preglede globalno.....	45
5.3.4	Pogled strateških svetovalcev na komercialne skrbne preglede v Sloveniji .	48
5.3.5	Prihodnost komercialnih skrbnih pregledov	51
5.4	Ocena izvedbe raziskave in diskusija rezultatov	52
5.4.1	Ocena izvedbe	52
5.4.2	Implikacije za prakso	52
5.4.3	Implikacije za teorijo.....	53
5.4.4	Omejitve raziskave	55
6	SKLEP	56
	LITERATURA IN VIRI.....	58

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Pregled bistvene obstoječe literature o združitvah in prevzemih.....	5
Tabela 2:	Pet ključnih premislekov za CEO-je v letu 2023	13
Tabela 3:	Pregled bistvene obstoječe literature o skrbnih pregledih.....	21
Tabela 4:	Izbrani kazalniki uspešnosti večjih svetovalnih podjetij v Sloveniji	34
Tabela 5:	Demografski in psihološki dejavniki intervjuvancev	36
Tabela 6:	Prednosti in slabosti intervjujev	55

KAZALO SLIK

Slika 1:	Pričakovanja CEO-jev glede možnosti pojava recesije	10
Slika 2:	Izbor ključnih tveganj iz strani CEO-jev	11
Slika 3:	Namere CEO-jev za izvedbo transakcij v naslednjih 12 mesecih	12
Slika 4:	Proces združitve in prevzemov	16
Slika 5:	Vrednost za lastnike/deležnike prevzemnih in ciljnih podjetij.....	18
Slika 6:	Pregled pogostih vrst skrbnih pregledov.....	24
Slika 7:	Ključne komponente komercialnega skrbnega pregleda	27
Slika 8:	Poslovanje svetovalnih podjetij v Sloveniji	34
Slika 9:	Povzetek strukture oblikovanja ključnih ugotovitev in zaključkov.....	37
Slika 10:	Rezultati ocen trendov priložnosti za združitve in prevzeme ter za komercialne skrbne preglede v naslednjih petih letih.....	39
Slika 11:	Ocena trenda priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni v naslednjih petih letih	41
Slika 12:	Ocena trenda priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji v naslednjih 5 letih	44

Slika 13: Ocena trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede na globalni ravni v naslednjih petih letih.....	47
Slika 14: Ocena trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji v naslednjih petih letih.....	50

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

CAGR – (angl. compound annual growth rate); skupna letna stopnja rasti

CEE – (angl. Central and Eastern Europe); Srednja in Vzhodna Evropa

CEO – (angl. Chief Executive Officer); generalni direktor

DCF – (angl. discounted cash flow); diskontirani denarni tok

EBITDA – (angl. earning before interest, tax, depreciation and amortization); dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

ESG – (angl. Environmental, Social, and Governance); okoljski, družbeni in upravljavski dejavniki

FMCG – (angl. fast-moving consumer goods); hitro premikajoče se blago za široko uporabo

IT – informacijske tehnologije

SME – (angl. small and medium-sized enterprises); mala in srednje velika podjetja

1 UVOD

Združitve in prevzemi predstavljajo pomembno obliko vstopanja na tuje trge, prav tako vse bolj priljubljeno strategijo rasti za podjetja. V letu 2021 je bila globalna vrednost vseh transakcij znotraj združitvev in prevzemov enaka 5500 milijard ameriških dolarjev. Raziskava Ernst & Young, v kateri je bilo anketiranih več kot 2000 izvršnih direktorjev (angl. Chief Executive Officer, v nadaljevanju CEO) podjetij po vsem svetu, je pokazala, da si bo v letu 2022 59 odstotkov CEO-jev prizadevalo izpeljati prevzem v naslednjih 12 mesecih (Guerzoni in drugi, 2022). Čeprav združitve in prevzemi predstavljajo trenutno eno od najbolj priljubljenih strategij rasti za večja podjetja, obstajajo v literaturi različna mnenja o posledicah in razmerju med pozitivnimi in negativnimi učinki teh. Renneboog in Vansteenkiste (2019) ugotavljata, da lahko delničarji podjetja ponudnika (tj. podjetja, ki prevzame ciljno podjetje) kljub ogromnim vložkom denarja in sredstev ob objavi prevzema zaslužijo ničelne ali celo negativne donose. Nadalje ugotavljata, da morebitni pozitivni kratkoročni donosi ob objavi niso dolgoročni. Podobno ugotavljata Agrawal in Jaffe (2000), njuna analiza kaže, da delničarji ciljnih podjetij sicer na splošno uživajo pozitivne kratkoročne donose, medtem ko se vlagatelji v prevzemnih podjetjih pogosto srečujejo s slabšo uspešnostjo svojih delnic. Čeprav lahko ciljno podjetje uživa kratkoročne donose, je združitve ali prevzem zelo stresna transakcija za tamkajšnje zaposlene. Zaposleni na vodilnih položajih ciljnih podjetij ob tem doživljajo velik akulturacijski stres in v povprečju jih skoraj 70 odstotkov odide v petih letih po zaključku transakcije (Krug in Aguilera, 2004).

Vse to kaže na pomembnost različnih orodij in storitev, ki ocenjujejo in zmanjšujejo tveganja za neuspešen prevzem ali združitve z vidika finančne, strateške, operacijske, vedenjske in kulturne združljivosti podjetij. Eno izmed ključnih orodij, ki zmanjšuje tveganja pri združitvah in prevzemih, je skrbni pregled. Kot prvo, skrbni pregledi omogočijo podjetjem ponudnikom dober vpogled v poslovanje ciljnega podjetja in zgodnje odkritje morebitnih težav. Poleg tega, da prevzemnemu omogočijo vpogled in pridobitev vseh pomembnih informacij, je opravljanje skrbnega pregleda lahko tudi dejavnik, ki prevesi tehtnico v primeru kasnejših pravnih sporov zaradi prikrivanja informacij. Davis (2009) ugotavlja, da so sodišča v ZDA zelo zadržana pri določanju ukrepov v primerih sporov zaradi prikrivanja informacij, nastalih med podjetji, pri čemer predhodno ni bil narejen temeljit skrbni pregled. Iz tega lahko sklepamo, da je skrbni pregled eden od ključnih korakov v procesu združitve in prevzemov pred izvedbo transakcije.

Tudi v Sloveniji so združitve in prevzemi vse pogostejši, v preteklih letih so se najodmevnejši primeri zgodili v bančnem sektorju in živilski industriji, a se hkrati priložnosti pojavljajo tudi v drugih industrijah. Pervan in drugi (2015) so pri analizi hrvaškega trga ugotovili, da so večino (56 odstotkov) prevzemov hrvaških podjetij med leti 2008 in 2011 izvedla prav tako hrvaška podjetja. Čeprav med uspešnostjo podjetij pred in po prevzemu ni bilo zaznane statistično pomembne razlike, ugotavljajo, da priljubljenost prevzemom in

združitve na Hrvaškem raste, kar je lahko zanimiv zaključek tudi za slovenski trg, ki ima s hrvaškim veliko podobnosti.

Osnovno raziskovalno vprašanje, ki se v tej točki pojavi, je, kakšne priložnosti za združitve in prevzeme lahko pričakujemo globalno in na slovenskem trgu v prihodnjih letih? Kako običajno poteka skrbni pregled in še natančneje komercialni skrbni pregled ter kakšna je njegova vloga na slovenskem trgu? Kakšne so priložnosti za izvajanje storitve komercialnega skrbnega pregleda globalno in v Sloveniji v prihodnjih letih?

Obstoječa literatura o združitvah in prevzemih na globalni ravni je precej izčrpna, saj v veliki meri že natančno opredeljuje združitve in prevzeme, njihovo zgodovino in razvoj na globalni ravni, obete, posledice, proces in pomembne korake. Manjšo vrzel opažam predvsem na slovenskem področju, kjer literatura ne podaja celovitega pregleda zgodovinskega razvoja združitve in prevzemov v Sloveniji ter analize prihodnjih obetov za združitve in prevzeme v Sloveniji. Na področju skrbnih pregledov je obstoječa literatura prav tako precej izčrpna, saj v veliki meri natančno opredeljuje skrbne preglede in njihov potek. Določeno vrzel opažam na področju analize zgodovinskega razvoja skrbnih pregledov, kjer ni natančnih ugotovitev o začetku opravljanja te storitve in njenem razvoju. Največja vrzel v obstoječi literaturi obstaja na področju komercialnih skrbnih pregledov. Na tem področju je literatura skromna na skoraj vseh področjih, vključno z zgodovinskim razvojem komercialnega skrbnega pregleda, celovitega pregleda posameznih analiz v sklopu izvedbe komercialnega skrbnega pregleda ter njegove vloge v združitvah in prevzemih. Prav tako ne obstaja literatura, ki bi analizirala prihodnje obete za storitev komercialnih skrbnih pregledov niti na globalni ravni niti na ravni Slovenije. Moje magistrsko delo prinaša celovit pregled nad združitvami in prevzemi, skrbnimi pregledi ter predvsem komercialnimi skrbnimi pregledi na enem mestu. Kot eno izmed prvih del prinaša vpogled v prihodnje priložnosti za združitve in prevzeme ter komercialne skrbne preglede tako globalno kot tudi v Sloveniji, kar omogoča tako nadaljnje teoretične implikacije (npr. ponovitev in razširitev raziskave v Sloveniji, izvedba raziskave v drugih državah) in praktične implikacije (npr. podajanje koristne informacije gospodarstvenikom o prihodnjih obetih za združitve in prevzeme, približanje storitve komercialnega skrbnega pregleda slovenskim gospodarstvenikom).

Glede na vse pogostejše združitve in prevzeme v regiji držav nekdanje Jugoslavije ter Srednje in Vzhodne Evrope (angl. Central and Eastern Europe, v nadaljevanju CEE) menim, da bo ta trend močno zaznamoval tudi slovenski trg v prihodnosti (Pervan in drugi, 2015). Zato sem se odločil z magistrskim delom to področje bolje raziskati in se posebej osredotočiti na komercialni skrbni pregled kot ključni korak za zmanjšanje tveganj pred odločitvijo za izvedbo združitve ali prevzema.

Glavni cilj tega magistrskega dela je slovenskim podjetjem približati strategijo združitve in prevzemov kot dobro strategijo rasti in podrobneje opisati posamezne korake v tem procesu, s ključnim poudarkom na procesu komercialnega skrbnega pregleda podjetja. Dodatno to

delo dopolnjuje vrzel v obstoječi literaturi glede priložnosti za združitve in prevzeme ter še večjo vrzel glede priložnosti za komercialne skrbne preglede na slovenskem trgu.

Splošna literatura je enotna v tem, da sta v zadnjih dveh desetletjih količina in vrednost združitvev in prevzemov strmo rasli ter da se rast teh pričakuje tudi v prihodnosti (Guerzoni in drugi, 2022). Lahovnik in Malenković (2011) trdita, da bodo združitve in prevzemi še naprej eni izmed glavnih sil v gospodarstvu. Prav tako je slovensko gospodarstvo pred relativno kratkim časom šlo čez gospodarsko tranzicijo, ko je s propadom socializma Slovenija pridobila prosti trg, kar je v preteklosti in bo tudi v nadaljnje številna podjetja prisililo v intenzivno prestrukturiranje (Penger in Tekavčič, 2008; Dervarič in drugi, 2008; Lahovnik, 2010). Na podlagi vsega tega predpostavljam, da bo v Sloveniji v naslednjih petih letih združitvev in prevzemov vse več. Prav tako predpostavljam, da bo zaradi vse večjega števila združitvev in prevzemov tudi vse več priložnosti za izvajanje storitve skrbnih pregledov, vključno s komercialnimi skrbnimi pregledi.

V obstoječi literaturi se uporablja več različnih metod primarnih raziskav. Veliko avtorjev, ki analizirajo uspešnost združitvev in prevzemov, uporablja metodo statistične analize finančnih izkazov podjetij ponudnikov in ciljnih podjetij ter primerjavo teh z drugimi podjetji (Pervan in drugi, 2015). Druga metoda, ki se prav tako uporablja za raziskovanje uspešnosti združitvev in prevzemov, je anketa zaposlenih na vodilnih položajih, ki se izvede s standardiziranim vprašalnikom (Bruner, 2002; Guerzoni in drugi, 2022). Prednost te metode je lažja in bolj avtomatizirana obravnava podatkov, medtem ko je slabost težavnost pri zagotavljanju odziva iz strani anketirancev in tveganje za izpustitev pomembnih podrobnosti. Tretja metoda, ki se pojavlja v literaturi, so klinične študije po posameznih transakcijah, kjer se posamezni primeri s pomočjo intervjujev z zaposlenimi na vodilnih položajih in z zunanjimi strokovnjaki raziščejo do podrobnosti (Bruner, 2002). Prednosti te metode so visoka odzivnost vpletenih, prilagodljivost vprašanj in možnost podrobnega vpogleda v raziskovano področje. Možne slabosti te metode, ki se jih je treba zavedati, so tveganje za pristranskost, zahtevnost po večji časovni naložbi in možnost nedostopnosti kandidatov.

Pregled literature je pokazal, da področje združitvev in prevzemov ter komercialnih skrbnih pregledov na slovenskem trgu še ni bilo široko obravnavano, zaradi česar iz obstoječe literature ni bilo možno narediti zaključka, katera metoda je najprimernejša. Področje združitvev in prevzemov je zelo svojevrstna tema, pri kateri bi izvedba kvantitativne raziskave (npr. s pomočjo standardiziranega vprašalnika) zahtevala dostop do velikega števila ustreznih oseb (zaposlenih na najvišjih vodstvenih položajih), saj na splošni populaciji raziskovanje te teme z zgoraj določenim namenom ni smiselno. Še bolj svojevrstno je področje komercialnih skrbnih pregledov, s katerimi ima v Sloveniji izkušnje zgolj majhno število ljudi. Na podlagi tega sem zaključil, da takšna metoda ne bi bila izvedljiva za to magistrsko delo. Po drugi strani metoda intervjujev omogoča več prilagodljivosti pri pridobivanju informacij, prav tako zagotavlja visoko stopnjo odzivnosti. Intervju omogoča širšo individualno razpravo s posamezniki, ki so intenzivno vključeni v procese združitvev in

prevzemov ter komercialnih skrbnih pregledov in na takšen način ne pride do izpustitve pomembnih informacij, ki jih standardiziran vprašalnik ne bi omogočil. A zavedati se je treba tudi slabosti intervjujev, med drugim lahko vodijo v neobjektivnost in nezanesljive zaključke zaradi manjšega vzorca respondentov. Prav tako so lahko časovno zahtevnejši, kot je na primer anketa s standardiziranim vprašalnikom.

Navkljub slabostim intervjujev menim, da je za obravnavano področje v tem magistrskem delu in posebnosti področja to najprimernejša metoda raziskovanja. Glavni kandidati za intervjuje so svetovalci višjih rangov (npr. menedžerji, direktorji in partnerji) iz vodilnih strateških svetovalnih podjetij (npr. EY-Parthenon in Kearney). Podatke, pridobljene z intervjuji, analiziram s pomočjo povzetkov intervjujev in s povzetkom ključnih ugotovitev. Analiza je narejena po tematskih sklopih in kvalitativno ter v določeni meri tudi kvantitativno povzema ključne ugotovitve.

2 ZDRUŽITVE IN PREVZEMI

2.1 Pregled obstoječe literature

V sklopu poglavja o združitvah in prevzemih sem v prvem koraku opravil globok pregled obstoječe znanstvene in tudi poljudne literature na tem področju. Z uporabo iskalnika Google Scholar sem ugotovil, da pojem združitev in prevzemi (angl. mergers and acquisitions) vrne več kot 1 milijon zadetkov v angleščini in dobrih 3 tisoč zadetkov v slovenščini. Za namen tega magistrskega dela sem nadalje opravil pregled ustrezne literature, s pomočjo katere bi lahko v tem magistrskem delu ponazoril razvoj združitev in prevzemov, njihovo prihodnost in neposredno povezavo s skrbnimi pregledi. Tako sem se osredotočil predvsem na literaturo, ki vsebuje:

- opredelitev združitev in prevzemov,
- zgodovino in razvoj združitev in prevzemov,
- obete za združitev in prevzeme,
- posledice združitev in prevzemov,
- proces in pomembne korake združitev in prevzemov.

Ugotavljam, da so združitev in prevzemi globalno že precej na visoki ravni raziskani in ustrezno predstavljeni v obstoječi literaturi. Določen manko je zaznati na področju Slovenije specifično, saj mi ni uspelo najti znanstvenih analiz glede zgodovinskega razvoja in prihodnjih obetov za združitev in prevzeme v Sloveniji. Sklepam, da je to posledica majhnosti trga ter relativno majhnega števila velikih združitev in prevzemov v primerjavi z globalnimi transakcijami. Tabela 1 povzema ključna področja, teme, ugotovitve in znanstvena dela, ki so bili podrobneje analizirani in upoštevani pri pripravi tega magistrskega dela.

Tabela 1: Pregled bistvene obstoječe literature o združitvah in prevzemih

Področje	Ključne teme	Ključne ugotovitve	Ključni avtorji in dela
Opredelitev združitvev in prevzemov	<ul style="list-style-type: none"> – Obseg združitvev in prevzemov – Vrste združitvev in prevzemov 	<p>Združitve in prevzemi obsegajo proces združevanja ali medsebojnega prevzema podjetij.</p> <p>Združitve in prevzeme lahko delimo na vertikalne, horizontalne in konglomeratne.</p>	<p>Hiitt in drugi (2016)</p> <p>Lin in drugi (2013)</p> <p>Gaughan (2010)</p>
Zgodovina združitvev in prevzemov	<ul style="list-style-type: none"> – Nastanek združitvev in prevzemov – Globalni razvoj združitvev in prevzemov 	<p>Začetki združitvev in prevzemov v 18. stoletju v ZDA, v Evropi v 19. stoletju.</p> <p>Porast uporabe v zadnjih 30 letih v strateške namene.</p> <p>Najintenzivnejši razvoj združitvev in prevzemov je potekal v zadnjih 150 letih, v šestih valovih. Na začetku je bila uspešnost ustvarjanja dodane vrednosti nižja zaradi napačnih vzgibov (npr. želja po monopolu), medtem ko je v zadnjih valovih prišlo do globalizacije.</p>	<p>Malik in drugi (2014)</p> <p>Golubov in drugi (2013)</p> <p>Ljungqvist in Wilhelm Jr (2003)</p> <p>Alexandridis in drugi (2012).</p>
Prihodnost združitvev in prevzemov	<ul style="list-style-type: none"> – Analiza obetov CEO-jev globalnih podjetij v letu 2023 	<p>CEO-ji so glede svetovnih gospodarskih obetov in svojega sektorja pesimistični, pri premagovanju težav in verjetne recesije se opirajo na izkušnje iz pandemije.</p> <p>Geopolitika močno vpliva na strategije združitvev in prevzemov, saj CEO-ji usmerjajo naložbe v politično podobno usmerjene države.</p> <p>CEO-ji vključujejo okoljske, družbene in upravljalvske dejavnike (angl. Environmental, Social, and Governance, v nadaljevanju ESG) v strategijo, da bi ustvarili vrednost blagovne znamke in zgradili zaupanje s strankami, zaposlenimi in drugimi deležniki.</p> <p>Kljub nižji gospodarski gotovosti 46 odstotkov CEO-jev namerava kupiti določeno podjetje v letu 2023.</p>	<p>Guerzoni in drugi (2023)</p>

se nadaljuje

Tabela 1: Pregled bistvene obstoječe literature o združitvah in prevzemih (nad.)

Področje	Ključne teme	Ključne ugotovitve	Ključni avtorji in dela
Posledice združitev in prevzemov	<ul style="list-style-type: none"> - Vpliv združitev in prevzemov na različna področja (npr. tržni delež, finančna uspešnost, kultura podjetja itd.) 	<p>Združitev in prevzemi vplivajo na združeno podjetje predvsem z vidika tržnega deleža, finančne uspešnosti, kulture, organizacije, sinergij, izzivov pri integraciji, ugleda blagovnih znamk, inovacij, stopnje tveganja in cene delnic.</p>	<p>DePamphilis (2019) Cartwright in Schoenberg (2006) Pautler (2003) Engert in drugi (2019) Chung in Kim (2020) Haucap in drugi (2019) Hitt in drugi (2016) Gaughan (2010)</p>
Proces združitev in prevzemov	<ul style="list-style-type: none"> - Koraki v procesu združitev in prevzemov - Ustvarjanje vrednosti z združitvijo ali s prevzemom 	<p>Proces lahko delimo na naslednje korake: strateško načrtovanje, identifikacijo ciljnega podjetja, skrbni pregled, vrednotenje in ponudbo, pogajanja, dogovor, pravne in regulativne vidike, načrtovanje integracije in integracijo po združitvi. Skrbni pregled je eden od ključnih korakov v procesu. Združitev in prevzemi ustvarjajo vrednost za prevzemna podjetja predvsem v primeru sinergij.</p>	<p>Galpin (2014) Lopert (2017) Bertoncei (2006) Enrile (2018) Aktas in drugi (2006) Steigenberger (2017)</p>

Vir: lastno delo.

2.2 Opredelitev združitve in prevzemov

Združitve in prevzemi se nanašajo na proces, pri katerem se podjetja bodisi združijo ali eno podjetje kupi drugo z namenom doseganja strateških ciljev, kot so na primer širitev poslovnega delovanja, povečanje tržnega deleža ali doseganje ekonomije obsega. Čeprav se pojma običajno uporabljata skupaj, ne moremo popolnoma enačiti njunih pomenov. Pri združitvi se dve podjetji združita in oblikujeta enotno entiteto, medtem ko pri prevzemu eno podjetje, običajno večje in bolj uveljavljeno, kupi drugo podjetje in postane novi lastnik (Hitt in drugi, 2016; Lin in drugi, 2013; Datta in drugi, 2002).

Obstaja več vrst združitve in prevzemov. Gaughan (2010) navaja, da jih literatura v osnovi običajno kategorizira v tri skupine:

- horizontalne,
- vertikalne in
- konglomeratne.

Horizontalne združitve in prevzemi se nanašajo na združitve dveh ali več podjetij, ki delujejo v isti industriji in na isti stopnji proizvodnje ali distribucijske verige. Vključuje združitve podjetij, ki so neposredni konkurenti (Gaughan, 2010).

Vertikalno združevanje (angl. vertical merger) se nanaša na združitve dveh ali več podjetij, ki delujejo v različnih stopnjah proizvodnje ali distribucijske verige. Gre za združevanje podjetij, ki so povezana kot dobavitelji in odjemalci ali kot proizvajalci in distributerji (Gaughan, 2010).

Konglomeratno združevanje (angl. conglomerate mergers) se nanaša na združitve podjetij, ki delujejo v nepovezanih panogah ali imajo raznolike poslovne interese (Gaughan, 2010). Konglomeratne združitve se nadalje delijo v dve skupini: čisto in mešano konglomeratno združevanje. Čisto konglomeratno združevanje vključuje združitve podjetij z nepovezanimi poslovnimi dejavnostmi, pogosto z namenom diverzifikacije tveganja, širitve na nove trge ali izkoriščanja upravljaljskega znanja v različnih panogah. Pri mešanih konglomeratnih združevanjih podjetja združujejo tako povezane kot nepovezane poslovne dejavnosti. Združena podjetja imajo lahko nekatere skupne značilnosti ali sinergije med določenimi divizijami ali segmenti, četudi delujejo v nepovezanih panogah (Gaughan, 2010).

2.3 Zgodovina in razvoj združitve in prevzemov

Začetki združitve in prevzemov segajo vse v 18. stoletje v območju Združenih držav Amerike, medtem ko so prvi primeri v Evropi zabeleženi v 19. stoletju. Predvsem v zadnjih treh desetletjih so združitve in prevzemi postali priljubljeno strateško orodje, ki ga podjetja globalno zelo intenzivno uporabljajo za korporativno prestrukturiranje in sledenje strateškemu ciljem (Malik in drugi, 2014).

Obstoječa literatura opredeljuje razvoj združitvev in prevzemov v tako imenovanih valovih, ki so v resnici obdobja pomembnih distinkcij z vidika intenzitete, industrij in drugih vidikov združitvev in prevzemov.

1. Prvi val (1897–1904)

Prvi val združitvev in prevzemov je trajal od leta 1897 do leta 1904. To obdobje je zaznamoval vzpon podjetij, ki so želela izkoristiti prednosti pozicioniranja kot edini prodajalec oziroma proizvajalec (monopolist) v industrijah, kot sta železniška industrija in energetika (Malik in drugi, 2014). Večina združitvev in prevzemov v tem času je bila izvedena na horizontalni ravni, medtem ko njihov rezultat večinsko ni bil uspešen v luči doseganja zastavljenih ciljev.

2. Drugi val (1916–1929)

Drugi val je trajal od leta 1916 do leta 1929. V primerjavi s prvim valom so v tem valu namesto k monopolu podjetja stremela k doseganju oligopola s pomočjo združitvev in prevzemov. V tem času se je razmahnil razvoj tehnologije v železniški industriji in v prometu. To obdobje zaznamujejo združitve in prevzemi na horizontalni ravni oziroma oblikovanje konglomeratov (Golubov in drugi, 2013). Podjetja, ki so v tem obdobju vstopala v združitve in prevzeme, so bila predvsem vodilni proizvajalci v industriji rud in mineralov, prehranskih izdelkov, naftnih derivatov, prometa in kemikalij. Banke so v tem obdobju imele pomembno vlogo pri podpori združitvev in prevzemov, predvsem investicijske banke so omogočale pridobitev kreditov in enostavno odplačevanje (Malik in drugi, 2014). Drugi val se je končal leta 1929 z zlomom borze in veliko depresijo (Golubov in drugi, 2013).

3. Tretji val (1965–1969)

Tretji val združitvev in prevzemov je trajal od leta 1965 do leta 1969. To obdobje je bilo zaznamovano z oblikovanjem različnih konglomeratov, med drugim tudi LTV, Teledyn in Litton (Malik in drugi, 2014; Golubov in drugi, 2013). Združitve in prevzemi so bili v tem času večinoma podprti z lastniškim kapitalom, medtem ko so investicijske banke imele manjšo vlogo v primerjavi z drugim valom (Malik in drugi, 2014). Javnost je na lastnike in vodje novonastalih konglomeratov gledala kot na junake, ki so upravljali nove organizacijske modele, a kljub temu se je obdobje končalo z bistvenim padcem vrednosti delnic velikih konglomeratov ter z nedoseganjem pričakovanih koristi združitvev in prevzemov (Golubov in drugi, 2013).

4. Četrti val (1981–1989)

Četrti val je trajal od leta 1981 do leta 1989 in je bil močno zaznamovan s sovražnimi prevzemi. Ti so postali sprejemljiv način širjenja poslovanja in so bili obravnavani kot zelo koristno špekulativno dejanje (Malik in drugi, 2014). Podjetja in špekulativne organizacije so se v tem obdobju izkoriščali prevzeme z namenom izkoriščanja velikih dobičkov v kratkem času. Narava prevzemov je bila v tem času bodisi prijazna ali sovražna – to je bilo

odvisno od odziva upravnega odbora prevzetih podjetij. V tem času je nastopilo oblikovanje različnih obrambnih strategij, kot sta na primer omejitve in nižanje cen lastnih delnic (angl. poison pill), poleg tega sta se razmahnila tudi izdajanje tveganih obveznic z visokimi obrestnimi merami (angl. junk bonds) in izvajanje prevzemov z izposojenim kapitalom (angl. leveraged buyouts) (Golubov in drugi, 2013). Kljub zlomu borze leta 1987 je ta val vztrajal vse do leta 1989, ko se je končal zaradi propada trga tveganih obveznic in kapitalskih težav komercialnih bank pri upravljanju s prihranki in krediti (Golubov in drugi, 2013).

5. Peti val (1992–2000)

Peti val je trajal od leta 1992 do leta 2000. Povod za novi val je izviral iz globalne rasti delniških trgov in vzporedne deregulacije. Malik in drugi (2014) navajajo, da se je v tem valu zgodilo največ prevzemov in združitvev v bančnem in telekomunikacijskem sektorju, medtem ko Golubov in drugi (2013) izpostavljajo združitve nepričakovanih razsežnosti, kot na primer Exxon in Mobil, Citibank in Travelers ter Chrysler in Daimler. V tem valu je letni volumen prevzemov in združitvev zrasel s 300 milijard dolarjev leta 1992 na 3300 milijard dolarjev v letu 2000 (Golubov in drugi, 2013). Val se je končal s pokom balona tehnoloških delnic (angl. dot-com bubble) leta 2000 (Ljungqvist in Wilhelm Jr, 2003).

6. Šesti val (2003–2007)

Šesti val je trajal od leta 2003 do leta 2007 in je bil zaznamovan s prevzemi in z združitvami v kovinski industriji, industriji naftnih derivatov, industriji komunalnih in telekomunikacijskih storitev ter v zdravstvenem sektorju. To obdobje je zaznamovala tudi intenzivna globalizacija, namreč združitve in prevzeme so dejavno spodbujale tudi druge države (Francija, Italija in Rusija) s ciljem vzpostavljanja uspešnih državnih in globalnih podjetij (Golubov in drugi, 2013; Beck, 2018; Fischer, 2003; Robertson in White, 2007). V tem obdobju so pomembno vlogo imeli prevzemi z zasebnim lastniškim kapitalom, ki so tvorili skupno kar četrtino prevzemov v tem obdobju, predvsem zaradi nizkih obrestnih mer kreditov na trgu (Golubov in drugi, 2013; Malik in drugi, 2014). Gotovinsko financiranje je prav tako postalo bolj razširjeno v tem času (Alexandridis in drugi, 2012).

2.4 Obeti za združitve in prevzeme v letu 2023 in dalje

Čas krize covida-19 je globoko zaznamoval različna področja in tudi poslovanje podjetij ni bilo nobena izjema. Z vsemi nepričakovanimi dogodki v zadnjih treh letih se je močno spremenilo tudi področje združitvev in prevzemov, saj so zaradi novih izzivov vodje podjetij primorani iskati nove načine poslovanja in širjenja, kar tudi vpliva na število združitvev in prevzemov. Družba Ernst & Young vsako četrtletje pripravi analizo ankete generalnih direktorjev (CEO-jev) vodilnih svetovnih podjetij iz različnih industrij z namenom ugotovitve njihovih pričakovanj glede prihodnje rasti in ustvarjanja dolgoročne vrednosti (Guerzoni in drugi, 2023). Poleg tega anketa preverja pogled CEO-jev na priložnosti in

nevarnosti na trgu. Analiza upošteva odgovore 1200 CEO-jev iz 22 držav, ki poslujejo v šestih panogah:

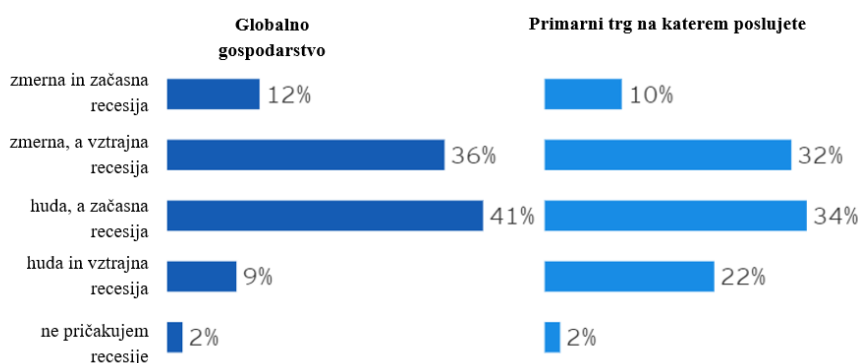
- napredna proizvodnja in mobilnost,
- potrošniški izdelki in maloprodaja,
- energetika,
- finančne storitve,
- zdravstvo in velnes ter
- tehnologija, mediji in telekomunikacije.

Analiza pokriva velika globalna podjetja, katerih prihodki segajo od 500 milijonov dolarjev do 5 milijard dolarjev letno. Zadnja analiza je bila objavljena januarja 2023 in prinaša zanimive analitične zaključke tudi za združitve in prevzeme. Guerzoni in drugi (2023) ugotavljajo, da v grobem večina CEO-jev gleda precej zaskrbljeno na trenutno gospodarsko stanje, medtem ko iz analize izhajajo trije ključni zaključki:

- CEO-ji so glede svetovnih gospodarskih obetov in svojega sektorja pesimistični, vendar se pri premagovanju težav in verjetne recesije opirajo na izkušnje iz pandemije.
- Geopolitika močno vpliva na strategije združitvev in prevzemov, saj CEO-ji usmerjajo naložbe v politično podobno usmerjene države.
- CEO-ji vključujejo ESG v strategijo, da bi ustvarili vrednost blagovne znamke ter zgradili zaupanja vredne odnose s strankami, zaposlenimi in drugimi deležniki.

Čeprav je v tej študiji podobno kot na trgu med odgovori mogoče zaznati negotovost pričakovanj, je enotno veliki večini CEO-jev (98 odstotkov anketirancev) pričakovanje recesije. Skoraj polovica vprašanih napoveduje zmerno upočasnitev svetovnega gospodarstva, medtem ko se več kot polovica boji recesije, ki naj bi bila po trajanju in resnosti hujša od svetovne finančne krize v obdobju 2008–2010. Slika 1 prikazuje odgovore CEO-jev o pričakovanjih glede možnosti pojava recesije glede na trenutno makroekonomsko stanje.

Slika 1: Pričakovanja CEO-jev glede možnosti pojava recesije



Vir: prirejeno po Guerzoni in drugi (2023).

S slike 1 je razvidno, da večina CEO-jev pričakuje zmerno, a vztrajno recesijo ali hudo, a začasno recesijo tako na globalni ravni kot tudi na svojem primarnem trgu.

Med ključnimi dejavniki tveganj za nadaljnjo rast posla so CEO-ji navedli več teh, ki so prikazani na sliki 2. Čeprav so tveganja povezana s pandemijo in z njenimi motnjami še vedno velika skrb, se je delež CEO-jev, ki motnje zaradi pandemije uvrščajo med tri največja tveganja, zmanjšal s 43 odstotkov oktobra lani na 32 odstotkov.

Slika 2: Izbor ključnih tveganj iz strani CEO-jev



Vir: prirejeno po Guerzoni in drugi (2023).

Vendar se je tem pomislekom pridružila vrsta drugih medsebojno povezanih vprašanj, ki ogrožajo strategije rasti direktorjev. Negotovost denarne politike in povečanje stroškov kapitala sta medsebojno povezana z višjimi cenami surovin in inflacijo. Vse večja tveganja kibernetске varnosti so prepletena tudi s povečanimi geopolitičnimi napetostmi. Medtem bo vse bolj razdrobljeno svetovno gospodarstvo privedlo do bolj restriktivnih regulativnih okolij na ključnih trgih. Razpoložljivost talentov v podjetjih se vse bolj povezuje s prizadevanji podjetij za trajnostni razvoj v okviru njihovih širših ESG programov. Kljub temu številni CEO-ji vidijo potencialno korist na drugi strani tveganj in prepoznavajo priložnosti za izhod iz recesije v boljšem položaju kot njihovi konkurenti.

Ne glede na vsa tveganja nameravajo CEO-ji še naprej dejavno iskati priložnosti za različne transakcije. Skoraj vsi CEO-ji (89 odstotkov) nameravajo v naslednjih 12 mesecih skleniti določen posel, pri čemer jih skoraj polovica (46 odstotkov) želi kupiti določeno podjetje,

dobra tretjina (34 odstotkov) jih želi dezinvestirati, medtem ko jih 58 odstotkov želi vstopiti v skupno podjetje (angl. joint venture) ali strateško zavezništvo, kot je vidno na sliki 3. Te ambicije so podobne drugim proaktivnim strategijam, ki so jih v tej raziskavi pokazali direktorji.

Slika 3: Namere CEO-jev za izvedbo transakcij v naslednjih 12 mesecih



Vir: prirejeno po Guerzoni in drugi (2023).

Glavni poudarek pri prevzemih bo na vlaganju v podjetja v zgodnji fazi razvoja za izboljšanje obstoječih portfeljev, dostop do novih talentov ali ustvarjanje novih poslovnih platform (33 odstotkov jih je to navedlo kot ključni ukrep v naslednjih šestih mesecih). Večji posli se bodo zgodili, ko se bo za to ponudila priložnost. Na področju dezinvestiranja bodo na trgu združitev in prevzemov v prvi polovici leta 2023 verjetno potekali večji posli, saj bodo podjetja pripravljena sprožiti večje izčlenitve (angl. carve-out) in odcepitve (angl. spin-off). Zasebni kapital bo v dobrem položaju za prevzem manjših dezinvestiranj, medtem ko so trgi prve javne ponudbe delnic (angl. IPO) pokazali, da so odprti za visokokakovostne odcepitve, čeprav v letu 2021 niso doživeli razcveta. Glavni poudarek bo na skupnih podjetjih in strateških zavezništvih, saj si podjetja prizadevajo preoblikovati delovanje in ekosisteme, da bi povečala odpornost, spodbudila inovacije in se pripravila na prihodnjo rast (Guerzoni in drugi, 2023).

Guerzoni in drugi (2023) nadalje ugotavljajo, da se ena od ključnih značilnosti transakcij v letu 2023 ujema s pogledi CEO-jev na kritična geopolitična vprašanja, naložbene načrte namreč določajo premisleki o proizvodnji in uvažanju izdelkov iz držav, ki veljajo za geopolitične zaveznice (angl. friendshoring). Med tistimi, ki načrtujejo prevzem v naslednjih 12 mesecih, bo manj kot eden od 10 CEO zdaj razmišljal o prevzemu na trgu, kjer matična država nima močnih geopolitičnih in gospodarskih odnosov. Na drugi strani si bodo skoraj štiri petine (78 odstotkov) prizadevale za združitve in prevzeme v državah, ki so geopolitično in gospodarsko povezane z njihovo matično državo. Pomembnost lokacije naložbe sicer ni nov pomislek, temveč je eden ključnih dejavnikov že desetletja (Agarwal in Ramaswami, 1992; Knight, 2003). V času geopolitičnih konfliktov je izbira lokacije še pomembnejša, predvsem ob upoštevanju vse pogostejših čezmejnih investicij v združitve in prevzeme (Erel in drugi, 2012). Na izbiro lokacije vpliva tudi kakovost računovodskih sistemov v državi ter primernost zaščite deležnikov podjetij v zakonodaji (Rossi in Volpin, 2004). Glede na velik

apetit po transakcijah se CEO-ji očitno še vedno zavedajo priložnosti za pospešeno preoblikovanje, ki jih ponujajo združitve in prevzemi, ter si prizadevajo za transakcije, ki bodo njihovim organizacijam pomagale pri zagotavljanju položaja za prihodnjo rast. Še vedno obstaja velik apetit po čezmejnih naložbah, vendar bodo CEO-ji leta 2023 bolj selektivni pri tem, s kom bodo sklepali posle, in si bodo prizadevali za transakcije znotraj prijateljskih okvirov, raje, kot da bi uporabili resnično globalni pristop. Glede na opravljeno anketo in analizo odgovorov so Guerzoni in drugi (2023) pripravili povzetek petih ključnih premislekov za CEO-je v letu 2023, ki so prikazani v tabeli 2.

Tabela 2: Pet ključnih premislekov za CEO-je v letu 2023

Št.	Ključni premiselek	Razlaga
1	Prehitite možne spremembe	CEO-ji morajo uporabljati načrtovanje scenarijev, da bi razumeli možne prihodnosti svojega podjetja in načrtovali več različnih izidov.
2	Nenehno ponovno presojujte vse vidike	CEO-ji morajo analizirati vsak vidik svojega trenutnega poslovanja, dejavnosti, portfelja in ekosistema. Prav tako morajo razmisliti, ali ti vidiki prispevajo ali ovirajo na poti do doseganja ciljev, in biti pripravljeni na hitre odločitve o nakupu, grajenju, partnerstvu ali opustitvi poslov.
3	Glejte navzgor, da boste videli dlje	Kljub razumljivemu nagnjenju k obvladovanju kratkoročnih zapletov in izzivov morajo CEO-ji ostati osredotočeni na dolgoročne priložnosti za rast.
4	Ostanite blizu strankam	Ne glede na to, ali gre za vlaganje v nove tehnologije, za spodbujanje zvestobe ali za nadaljnje usklajevanje z vedno večjimi pričakovanji glede ESG, morajo CEO-ji v turbulentnih časih ostati lasersko osredotočeni na svoje stranke.
5	Bodite drznejši že v zasnovi	Pretekle recesije so pokazale, da so CEO-ji, ki so v času recesije vlagali v prihodnje zmogljivosti, imeli največ koristi v času gospodarskega vzpona. Drznost pri pospeševanju svoje strategije se lahko pozneje obrestuje.

Vir: prirejeno po Guerzoni in drugi (2023).

2.5 Posledice združitve in prevzemov

Združitve in prevzemi imajo lahko več različnih posledic, tako pozitivnih kot tudi negativnih, za podjetja, stranke in druge deležnike. Najpogosteje se posledice teh poslov analizirajo na področju tržne moči, finančnega poslovanja, kulturnih sprememb, zakonodajnih izzivov, zaposlovanja, integracije, ugleda podjetij, sinergij in drugih vidikov (DePamphilis, 2019; Cartwright in Schoenberg, 2006).

Tržni delež in moč

Ena od ključnih posledic združitvev in prevzemov je sprememba tržne moči podjetij. Takšne transakcije lahko privedejo do oblikovanja večjih in bolj prevladujočih podjetij, ki imajo večjo tržno moč. To lahko koristi delničarjem in strankam zaradi večje učinkovitosti in ekonomije obsega, vendar lahko privede tudi do znižanja konkurence na trgu in višjih cen (Pautler, 2003).

Finančna uspešnost

Združitve in prevzemi lahko podjetjem omogočijo dostop do novih trgov, večjega števila strank, novih tehnologij in virov. Vsi ti dejavniki lahko izboljšajo finančno uspešnost in konkurenčnost podjetja. Z vidika financ obstajajo tudi tveganja v združitvah in prevzemih, saj lahko povzročijo večjo zadolženost in manjšo donosnost naložbe od pričakovane.

Kulturne spremembe

V združitvah in prevzemih je skoraj neizogibno združevanje tudi zaposlenih, ki so do trenutka izvedbe transakcije delovali kot dve popolnoma ločeni skupini, velikokrat celo kot medsebojna konkurenca. Z združitvami in s prevzemi pride do sprememb v načinih upravljanja, kar vpliva na kulturo in moralo zaposlenih. Na to, ali bo posledica spremembe v kulturi podjetja pozitivna ali negativna, vpliva več dejavnikov. Če se kulturi obeh podjetij dopolnjujeta ter vodita k večjemu sodelovanju in produktivnosti, se lahko pričakuje pozitiven vpliv spremembe. Združeno podjetje lahko izkoristi najboljše prakse in strokovno znanje obeh podjetij, kar vodi k večji inovativnosti in produktivnosti. To lahko ustvari pozitivno delovno okolje, ki pritegne in zadrži najboljše talente ter poveča ugled podjetja. Nasprotno velja v primerih, ko so med kulturama velike razlike, ki vodijo v konflikte, nezaupanje in manjše zadovoljstvo zaposlenih (Engert in drugi, 2019, str. 1-7).

Prestrukturiranje

Združitve ali prevzemi lahko povzročijo izgubo delovnih mest, saj si podjetja prizadevajo racionalizirati poslovanje in odpraviti podvojena in odvečna delovna mesta. Kljub racionalizaciji stroškov in s tem povečanja učinkovitosti poslovanja ima lahko prestrukturiranje tudi negativne posledice na kulturo podjetja, saj lahko vodi v izgubo dragocenih talentov in hkrati v visoke stroške odpravnin.

Sinergije

Eden od ključnih vidikov združitvev in prevzemov je poleg povečanja tržnega deleža tudi ustvarjanje sinergijskih koristi, ki jih posamezni podjetji kot ločeni entiteti ne bi mogli dosegati (Amit in Livnat, 1988). Z načrtovanjem sinergij lahko združeno podjetje doseže prihranke pri stroških z odpravo odvečnih funkcij in podvojenih oddelkov, delitvijo virov in tudi z navzkrižno prodajo izdelkov (DePamphilis, 2019). Pri odpravi odvečnih funkcij se

običajno cilja na centralizacijo in s tem uporabo enotnega oddelka na področjih, kot so podpora za informacijske tehnologije (v nadaljevanju IT), kadrovska služba in finance z namenom znižanja stroškov delovne sile. Sinergije se ustvarjajo tudi z deljenjem in s konsolidacijo različnih virov, kot so na primer proizvodni obrati, distribucijske mreže, oskrbovalne verige in partnerji ter kapacitete za raziskave in razvoj. Navzkrižna prodaja je tudi ena izmed strategij in možnih povodov za združitev in prevzem, gre namreč za prodajo izdelkov združenega podjetja ciljnim segmentom obeh prejšnjih podjetij (DePamphilis, 2019).

Izzivi pri integraciji

Integracija obeh podjetij, vključenih v prevzem ali združitev, lahko predstavlja lastnikom izziv, zlasti na področju združevanja sistemov delovanja, procesov in kot že prej omenjene kulture (Cartwright in Schoenberg, 2006). Integracija je proces, ki lahko zahteva veliko finančnih sredstev in pozornost vodstva, saj v primeru, ko ni učinkovita, lahko vodi do zamud v izvajanju storitev ali proizvodnji, napak in zmanjšanja produktivnosti. Posledice tega so lahko negativne za finančno uspešnost in konkurenčnost združenega podjetja.

Ugled blagovne znamke

Združitve in prevzemi imajo lahko pomembne posledice za ugled in podobo blagovne znamke podjetja, zlasti če kupci, vlagatelji ali deležniki združitev dojemajo negativno. Če združenemu podjetju ne uspe učinkovito predstaviti koristi združitve, nasloviti pomislekov in ohraniti zvestobe strank, lahko to povzroči zmanjšanje vrednosti blagovne znamke in dolgoročno škodo ugledu podjetja (Chung in Kim, 2020).

Inovacije

Združitve in prevzemi lahko privedejo tudi do večje inovativnosti, saj lahko združeno podjetje izkoristi prednosti in vire obeh podjetij za ustvarjanje novih izdelkov. Z združitvijo njunih prizadevanj na področju raziskav in razvoja lahko združeno podjetje ustvari nove tehnologije ali izdelke, ki jih nobeno podjetje ne bi moglo razviti samo. Nasprotno lahko prevzemi vodijo tudi v zmanjšanje inovacij, predvsem v primerih, ko je ciljno podjetje zgolj orodje za večanje tržnega deleža in s tem moči prevzemnega podjetja ter se med združenima podjetjema ne išče sinergij na tem področju (Haucap in drugi, 2019).

Stopnja tveganja podjetja

Združitve in prevzemi lahko povečajo splošni profil tveganja združenega podjetja, zlasti če obe podjetji delujeta v različnih panogah ali na različnih geografskih območjih ali imata različne profile tveganja. Združeno podjetje je lahko izpostavljeno novim tveganjem, kot so regulativna, pravna ali finančna tveganja, ki jih morda ni pripravljeno učinkovito obvladovati. Če združena družba teh tveganj ne oceni in obvladuje ustrezno, lahko to povzroči veliko finančno škodo in pokvari ugled podjetja (Pautler, 2003).

Cene delnic

Vpliv združitve in prevzemov na cene delnic združenega podjetja je lahko zelo različen in je odvisen od več dejavnikov, a skoraj gotovo lahko pri izvedbi teh poslov pričakujemo spremembo v ceni delnic. Cena delnic lahko naraste, če trg dojema združitve ali prevzem kot koristnega in pričakuje ustvarjanje dodane vrednosti skozi sinergije, rast tržnega deleža in z zvišanjem konkurenčnosti (Hitt in drugi, 2016). V nasprotnem primeru lahko cena delnic pade, kadar trg dojema izvedeno transakcijo negativno – največkrat gre za preplačano oziroma napihnjeno ceno sklenjenega posla in skrb glede uspešnosti integracije podjetij. Posledice združitve in prevzemov na cene delnic lahko obravnavamo tudi glede na obdobje. Napovedi združitve in prevzemov povzročijo kratkoročno nestanovitnost cen delnic. Takoj po objavi lahko tečaj delnic prevzemne in ciljne družbe močno niha, saj vlagatelji prebavijo novico in ponovno ocenijo svoja pričakovanja. Cena delnice lahko niha na podlagi razpoložnja na trgu, špekulacij in odzivov na podrobnosti o združitvi (Gaughan, 2010). Dolgoročni vpliv združitve in prevzemov na cene delnic je odvisen od uspešnosti integracije, uresničevanja pričakovanih sinergij in splošne finančne uspešnosti združenega podjetja. Če lahko združeno podjetje učinkovito izvede svoje integracijske načrte in doseže pričakovane koristi, lahko to privede do pozitivnega gibanja cen delnic. Nasprotno, če je integracija slabo izvedena ali če se pričakovane koristi ne uresničijo, lahko to negativno vpliva na ceno delnice (Gaughan, 2010).

2.6 Pomembni koraki v procesu združitve in prevzemov

Za lažje razumevanje poteka združitve in prevzemov je na sliki 4 spodaj prikazanih osem ključnih korakov v tem procesu. Različni avtorji in njihova literatura opredelijo določene izmed korakov na svoj način, prav tako je lahko zaznati različen vrstni red nekaterih korakov, a vseeno pregled literature v večini primerov vključuje vse spodaj omenjene korake (Frankel in Forman, 2017). Prvih pet korakov zajema postopke pred sprejetjem dogovora med prevzemnim in ciljnim podjetjem, medtem ko so preostali trije predmet priprave na izvedbo prevzema ali združitve in integracije podjetij. Vsak od posameznih korakov je v nadaljevanju kratko opisan, medtem ko je ključen korak v celotnem postopku skrbni pregled podjetja, ki je podrobneje razdelan v poglavju 3 SKRBNI PREGLEDI.

Slika 4: Proces združitve in prevzemov



Vir: lastno delo.

Strateško načrtovanje

Strateško načrtovanje postavlja temelje za rast podjetja in izvedbo transakcije z opredelitvijo ciljev, razlogov in usmeritve združitve ali prevzema. Strategija opredeljuje pričakovane koristi od prevzema in združitve ter upravičuje poslovni namen za začetek izvajanja dejavnosti združitve ali prevzema. V tem koraku se opredelijo motivi za izvedbo posla in ocenijo priložnosti za ustvarjanje vrednosti (Galpin, 2014).

Identifikacija ciljnega podjetja

Za strateškim načrtovanjem sledi dejavno iskanje potencialnih ciljnih podjetij za prevzem ali združitev. Najprej je treba opredeliti strateška merila, ki usmerjajo iskanje potencialnih podjetij in temeljijo na predhodno zastavljenem strateškem načrtu. Vključujejo lahko industrije in sektorje, geografske regije, tržne položaje in druge usmeritve. Poleg meril se običajno izvede začetna analiza izbranih industrij in trgov, ki omogoča vpogled v dinamiko konkurence, trende, regulativne dejavnike in druge dejavnike (Galpin, 2014). Začetna analiza pomaga razumeti dinamiko trga in prepoznati podjetja, ki imajo močan položaj in določene prednosti. Na podlagi rezultatov začetne analize industrij in trgov se oblikuje daljši seznam potencialnih podjetij. Na podlagi te informacije lahko prevzemno podjetje začne preliminaren pregled najustreznejših ciljnih podjetij, pri čemer lahko izkoristi poznanstva s predstavniki industrije, strokovnjaki, svetovalci in celo z bankami z namenom pridobivanja prvih informacij o potencialnih ciljnih podjetjih. Po pripravi krajšega seznama na podlagi preliminarnih pregledov ciljnih podjetij (angl. screening) običajno prevzemno podjetje stopi v stik s kandidati, nakar sledita uvodno srečanje in preverba o obstoju interesa ciljnega podjetja za preučitev možnosti združitve ali prevzema. V primeru interesa se običajno med podjetjema podpišejo sporazumi o zaupnosti oz. sporazumi o nerazkrivanju informacij in pismo o nameri (Galpin, 2014).

Skrbni pregled

Če tako prevzemno kot ciljno podjetje izrazita jasen interes za izvedbo transakcije, se začne skrbni pregled ciljnega podjetja. Skrbni pregled običajno opravlja prevzemno podjetje, lahko pa skrbni pregled ločeno vodi tudi ciljno podjetje (vsaj v omejenem obsegu), saj si z rezultati vseh vključenih analiz obe podjetji lahko pripravita boljše izhodiščno točko za pogajanja. Ključni rezultat tega koraka je identifikacija morebitnih tveganj, kar omogoča predvsem prevzemnemu podjetju sprejemanje nadaljnjih odločitev z večjo gotovostjo (Savovic in Pokrajcic, 2013; Tissen in Šneidere, 2011; Wangerin, 2019). Skrbne preglede običajno izvajajo priznana zunanja svetovalna podjetja, ki so pri pregledovanju objektivna. Vrste skrbnih pregledov, ki jih prevzemna podjetja običajno izvajajo, so finančni, pravni, komercialni in davčni skrbni pregled, a obstajajo tudi drugi svojevrstni skrbni pregledi, ki so natančneje opisani v poglavju 3.2 Opredelitev skrbnih pregledov.

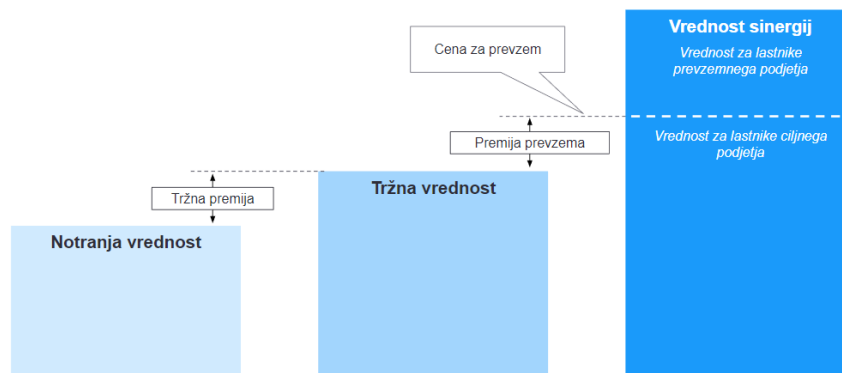
Vrednotenje in ponudba

Po zaključku skrbnega pregleda lahko prevzemno podjetje na podlagi različnih pristopov izvede vrednotenje ciljnega podjetja. Lopert (2017) ugotavlja, da so najbolj običajne metode vrednotenja:

- vrednotenje glede na prihodke podjetja (npr. z diskontiranjem denarnih tokov (angl. discounted cash flow – DCF) ali s kapitalizacijo),
- vrednotenje na podlagi tržne primerjave (npr. ugotavljanje kupoprodaj podobnih podjetij ali vrednosti primerljivih podjetij na borzi),
- vrednotenje glede na sredstva podjetja.

Izbira metode vrednotenja je odvisna od dejavnikov, kot so gospodarska panoga in značilnosti ciljnega podjetja, razpoložljivost podatkov in druge posebne okoliščine združitve ali prevzema. Poleg vrednotenja podjetja v tem koraku prevzemno podjetje pripravi tudi oceno potencialne vrednosti sinergij združitve ali prevzema. Slika 5 prikazuje preprost prikaz povezave med vrednostmi združitve ali prevzema za prevzemno ali ciljno podjetje (in njihove lastnike).

Slika 5: Vrednost za lastnike/deležnike prevzemnih in ciljnih podjetij



Vir: prirejeno po Bertoncel (2006).

Na podlagi vrednotenja in ocene vrednosti sinergij prevzemno podjetje pripravi predlog cene in začetni predlog strukture posla (prevzema), ki jih posreduje ciljnemu podjetju, kar v vodi v naslednji korak – pogajanja.

Pogajanja

V procesu pogajanja poteka med prevzemnim in ciljnim podjetjem podroben dialog glede določitve pogojev združitve ali prevzema. Glavni cilj je doseči pošten in obojestransko koristen sporazum, s katerim sta zadovoljni obe strani. Sporazum zajema pravne, finančne, operativne in kulturne vidike transakcije. Ob sprejemu sporazuma in dogovora o ključnih vidikih prevzema podjetji oblikujeta ekipi, odgovorni za izvedbo prevzema in integracije (Enrile, 2018). Agrawal in Jaffe (2000) ugotavljata, da je v pogajanju v večini primerov

ciljno podjetje v boljšem položaju, saj se zaradi takojšnjega izplačila sooča z manj tveganji, medtem ko se prevzemna podjetja velikokrat soočajo s težavami pri zagotavljanju ustvarjanja vrednosti po združitvi.

Pravni in regulativni vidiki

Po dogovoru med obema podjetjema glede cene in drugih ključnih vidikov prevzema se podjetji osredotočita na pravne in regulativne vidike. V tem koraku je ključni cilj priprava vseh dokumentacij in podatkov, potrebnih za izvedbo prevzema ali združitve, s tem pa izpolnitev vseh pravnih zahtev. Med drugim morajo v tem koraku podjetja zadostiti zahtevam konkurenčnega prava (ocena koncentracije trga) in izpolniti morebitne zahteve glede pridobivanja odobritve iz strani ustreznih organov za varstvo konkurence (Aktas in drugi, 2006). Če gre za podjetji, ki imata delnice na borzi, je treba upoštevati tudi vidik zahtev po razkritju informacij in obveščanju delničarjev ter pripravi potrebnih informacij regulativnim organom. Za nemoteno delovanje je treba upoštevati tudi zakonodajo o delovnih razmerjih ter upoštevati vse zahteve, ki pokrivajo pogodbe z zaposlenimi, sindikalne dogovore, morebitne premestitve zaposlenih, odpravnine in prenehanje delovnih razmerij. Izvesti je treba tudi prenos intelektualnih pravic ciljnega podjetja na prevzemno in nazadnje preveriti morebitne davčne ugodnosti ali obveznosti, nastale z izvedbo prevzema.

Načrtovanje integracije

Pred izvedbo integracije sledita konkretno načrtovanje in priprava na združitve. Prevzemno podjetje lahko oblikuje posebno integracijsko skupino, v kateri sodelujejo strokovnjaki s ključnih področij – financ, poslovanja, kadrov, IT in prava. Skupina za integracijo je zadolžena za pripravo načrta, ki določa ukrepe, časovnico in odgovornosti za vsak vidik integracije. Načrt običajno zajema področja, kot so kulturna integracija, integracija sistemov in procesov, integracija zaposlenih, integracija strank in integracija dobavne verige. Pomembno je tudi določanje ključnih kazalnikov uspešnosti integracije, ki bodo po izvedbi združitve ali prevzema pripomogli k spremljanju integracije in usmerjanju potrebnih sprememb. Kulturna integracija je ključnega pomena za razumevanje in usklajevanje kultur obeh podjetij, medtem ko mora skupina za integracijo ugotoviti kulturne razlike, opredeliti želene vrednote ter pripraviti strategijo za spodbujanje kulturne usklajenosti, sodelovanja in doseganja skupne vizije (Steigenberger, 2017). Povezana je tudi z integracijo zaposlenih, pri čemer je ključno zagotoviti vključevanje zaposlenih iz obeh podjetij in nemoten prehod v združeno podjetje. Z vidika zadržanja zaposlenih in predvsem ključnih talentov je treba razviti sistem komuniciranja z zaposlenimi, uskladiti sisteme ocenjevanja uspešnosti in poenotiti organizacijske strukture. Nadalje je integracija sistemov IT, operativnih procesov in drugih kritičnih poslovnih sistemov ključna za nadaljevanje nemotenega delovanja prevzemnega podjetja. Skupina za integracijo mora oceniti združljivost obstoječih sistemov, opredeliti področja, primerna za konsolidacijo, ter razviti načrt za nemoteno integracijo in migracijo podatkov.

Integracija po združitvi

Po izvedbi združitve ali prevzema je zadnji korak integracija po združitvi. Uspešnost tega koraka je v veliki meri odvisna od predhodnih korakov – predvsem od načrtovanja integracije (Bertoncelj, 2009). Glede na načrt je v tem koraku ključno spremljanje napredka integracije glede na zastavljeno časovnico, cilje in ključne kazalnike uspešnosti, običajno iz strani skupine za integracijo iz predhodnega koraka. Spremljanje pomaga identificirati morebitna odstopanja in področja, ki zahtevajo dodatno pozornost ali prilagoditve (Galpin, 2014). Pri integraciji se lahko pojavijo izzivi, ki jih je treba nemudoma nasloviti, kot na primer odpor zaposlenih, kulturni konflikti, neučinkovitost operativnih sistemov in morebitne druge nepričakovane ovire. Skupina za integracijo si mora prizadevati za zgodnje prepoznavanje in reševanje teh izzivov s pomočjo komunikacije in upravljanja sprememb.

3 SKRBNI PREGLEDI

3.1 Pregled obstoječe literature o skrbnih pregledih

V sklopu poglavja skrbnih pregledov sem v prvem koraku opravil globok pregled obstoječe znanstvene in tudi poljudne literature na tem področju. Z uporabo iskalnika Google Scholar sem ugotovil, da pojem skrbni pregled (angl. due dilligence) vrne več kot 480 tisoč zadetkov v angleščini in dobrih 4 tisoč zadetkov v slovenščini. Nadaljnje iskanje znanstvene literature o komercialnih skrbnih pregledih (angl. commercial due dilligence) vrne več kot 250 tisoč zadetkov v angleščini in dobrih 700 zadetkov v slovenščini. Za namen tega magistrskega dela sem nadalje opravil pregled ustrezne literature, s pomočjo katere bi lahko podrobneje analiziral razvoj in izvedbo komercialnih skrbnih pregledov ter njihovo umestitev v celoten proces skrbnega pregleda in še na višji ravni združitve in prevzemov. Tabela 3 povzema ključna področja, teme, ugotovitve in znanstvena dela, ki so bili podrobneje analizirani in upoštevani pri pripravi tega magistrskega dela.

Tabela 3: Pregled bistvene obstoječe literature o skrbnih pregledih

Področje	Ključne teme	Ključne ugotovitve	Ključni avtorji in dela
Opredelitev skrbnih pregledov	– Področja in vrste skrbnih pregledov	Najpogostejši skrbni pregledi so: finančni, davčni, pravni in komercialni skrbni pregled. Obstajajo tudi druge vrste, npr. tehnični in okoljski skrbni pregled.	Perry in Herd (2004) Harvey in Lusch (1995) Robins (2008) Van Kalmthout in drugi (2021) Bhattacharjee (2022) Patel (2019) Savovic in Pokrajcic (2013) Tissen in Šneidere (2011) Wangerin (2019)
Zgodovina skrbnih pregledov in komercialnega skrbnega pregleda	– Pojav skrbnih pregledov – Pojav komercialnih skrbnih pregledov	Skrbni pregledi pri združitvah in prevzemih segajo več desetletij nazaj. Sprva je bil skrbni pregled osredotočen predvsem na pravne in finančne vidike, kot je preverjanje pogodb, finančnih izkazov in pravnih obveznosti. Z vse večjo zapletenostjo poslovnih okolij je v osemdesetih in devetdesetih letih v ospredje stopil koncept komercialnega skrbnega pregleda.	Heatley (2018) Van den Elsen (2019)
Vloga komercialnega skrbnega pregleda	– Namen in cilji komercialnega skrbnega pregleda	Komercialni skrbni pregled je ključni postopek pri združitvah in prevzemih, v katerem potencialni kupci ali vlagatelji ocenijo komercialno upravičenost, priložnosti in tveganja, povezana s ciljnim podjetjem.	Bhattacharjee (2022) Patel (2019) Brown (2022)

se nadaljuje

Tabela 3: Pregled bistvene obstoječe literature o skrbnih pregledih (nad.)

Področje	Ključne teme	Ključne ugotovitve	Ključni avtorji in dela
Izvedba komercialnega skrbnega pregleda	<p>– Analize komercialnega skrbnega pregleda</p>	<p>Komercialni skrbni pregled vsebuje štiri ključne analize: pregled trga, analizo konkurence, oceno vrednostne verige in oceno poslovnega načrta.</p> <p>Pregled trga poda informacije o velikosti in rasti trga ciljnega podjetja, trendih, tveganjih in priložnostih.</p> <p>Analiza konkurence poda informacije o glavnih podjetjih na trgu ciljnega podjetja (npr. finančna uspešnost, konkurenčne prednosti in slabosti, tržni deleži itd.).</p> <p>Ocena vrednostne verige poda informacije o delovanju poslovnega in operativnega modela ciljnega podjetja (npr. finančna uspešnost, portfelj izdelkov, dobavna veriga ter odnosi z dobavitelji in kupci, organizacijska struktura in upravljanje, procesi itd.).</p> <p>Ocena poslovnega načrta kritično ovrednoti verjetnost realizacije načrtovanega razvoja ciljnega podjetja (npr. rast prihodkov in dobička, rast posameznih produktnih kategorij itd.).</p>	<p>Barnett (1988) Bergen in Peteraf (2002) Feldman in Hernandez (2022) Kode in drugi (2003) Ensign (2001) Kaplinsky (2004) Zamora (2016) McKeever (2018) Andrews in Sternberg (2013) Perry in Herd (2004)</p>

Vir: lastno delo.

Kot je prikazano v tabeli 3, sem se osredotočil predvsem na literaturo, ki vsebuje:

- opredelitev skrbnih pregledov,
- zgodovino skrbnih pregledov in komercialnega skrbnega pregleda,
- vlogo komercialnega skrbnega pregleda,
- izvedbo komercialnega skrbnega pregleda.

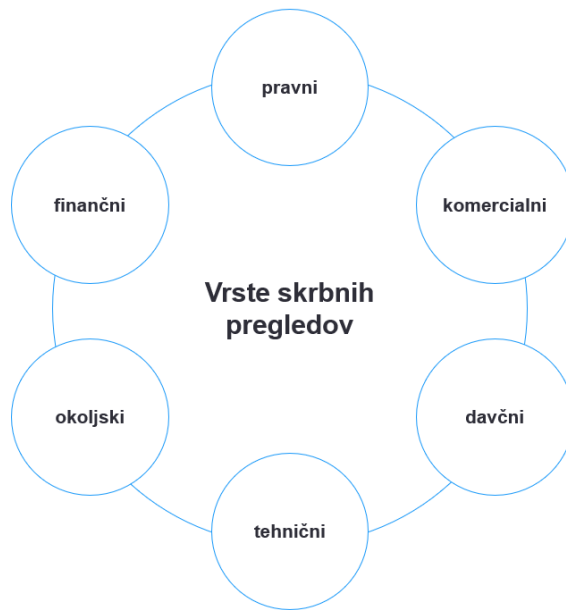
Ugotavljam, da so skrbni pregledi globalno že precej na visoki ravni raziskani in ustrezno predstavljeni v obstoječi literaturi. Določen manko je mogoče zaznati na področju Slovenije specifično, saj mi ni uspelo najti znanstvenih analiz glede zgodovinskega razvoja in prihodnjih obetov za skrbne preglede v Sloveniji. Sklepam, da je to posledica majhnosti trga ter relativno majhnega števila velikih združenj in prevzemov v primerjavi z globalnimi transakcijami.

Nadalje ugotavljam, da področje komercialnih skrbnih pregledov ni izčrpno obravnavano, tako na globalni ravni kot v Sloveniji. Večina literature se osredotoča bolj na celostni proces skrbnih pregledov, medtem ko je literatura, ki bi se osredotočala izključno na komercialne skrbne preglede, redka. Kljub širokemu pregledu literature na tem področju mi ni uspelo najti nobene znanstvene literature, ki bi analizirala prihodnost komercialnega skrbnega pregleda. Tabela 3 povzema ključna področja, teme, ugotovitve in znanstvena dela, ki so bili podrobneje analizirani in upoštevani pri pripravi tega magistrskega dela.

3.2 Opredelitev skrbnih pregledov

Skrbni pregledi se običajno delijo glede na določena področja, ki so predmet analize in ocenjevanja. V praksi se investitorji ali prevzemna podjetja običajno odločajo najmanj za finančni, pravni, komercialni in davčni pregled ciljnega podjetja, saj to omogoči vpogled v poslovanje podjetja in izpostavi morebitna tveganja (CFI Education, 2023; Savovic in Pokrajcic, 2013; Tissen in Šneidere, 2011; Wangerin, 2019). Glede na posebnosti industrije in motivacijo za sklenitev posla se lahko izvajajo tudi bolj svojevrstni skrbni pregledi, kot so na primer pregled IT-infrastrukture, pregled okoljske skladnosti in druge vrste tehničnih skrbnih pregledov. Slika 6 povzema ključne in najobičajnejše skrbne preglede, ki so v strnjeni obliki opisani v nadaljevanju.

Slika 6: Pregled pogostih vrst skrbnih pregledov



Vir: lastno delo.

Finančni skrbni pregled

Finančni skrbni pregled vključuje celovit pregled finančnih izkazov ciljnega podjetja, računovodskih praks, pretekle finančne uspešnosti, sredstev, obveznosti, denarnega toka in finančnih napovedi. Njegov namen je preveriti točnost finančnih informacij, ugotoviti morebitna tveganja in oceniti finančno zdravje ciljnega podjetja (Perry in Herd, 2004).

Pravni skrbni pregled

Pravni skrbni pregled se osredotoča na pregled pravne in regulativne skladnosti ciljnega podjetja, pogodb, licenc, dovoljenj, zgodovine sodnih postopkov, pravic intelektualne lastnine, pogodb o zaposlitvi in vseh pravnih obveznosti ali tveganj, povezanih s podjetjem (Harvey in Lusch, 1995). Cilj je ugotoviti morebitna pravna vprašanja ali obveznosti, ki bi lahko vplivali na transakcijo združitve in prevzema ali prihodnje poslovanje združenega podjetja.

Komercialni skrbni pregled

Komercialni skrbni pregled vključuje analizo tržnega položaja ciljnega podjetja, konkurenčnega okolja, strank, prodajnih in tržnih strategij, portfelja izdelkov, distribucijskih kanalov in celotnega poslovanja. Ocenijo se tudi smotrnost poslovnega načrta podjetja. Cilj je oceniti možnosti za rast ciljnega podjetja, tržne priložnosti, odnose s strankami in morebitni vpliv industrijskih trendov na združeno podjetje (Bhattacharjee, 2022; Patel, 2019).

Davčni skrbni pregled

Davčni skrbni pregled se osredotoča na pregled skladnosti ciljnega podjetja z davčnimi predpisi, davčnih obveznosti, strategij davčnega načrtovanja in morebitnih davčnih tveganj, povezanih s poslovanjem podjetja. Cilj je ugotoviti morebitno davčno izpostavljenost, razumeti davčne posledice združitve in razviti davčno učinkovite strategije integracije (Harvey in Lusch, 1995).

Tehnični skrbni pregled

Tehnični skrbni pregled lahko pokriva različna področja, a največkrat gre za skrbni pregled informacijske tehnologije (IT), ki vključuje oceno sistemov IT ciljnega podjetja, programskih aplikacij, ukrepov za varnost podatkov, infrastrukture IT in vseh morebitnih tveganj ali ranljivosti, povezanih z IT (Robins, 2008). Cilj je oceniti združljivost sistemov IT, opredeliti izzive pri integraciji ter zagotoviti varnost in neprekinjeno delovanje IT po združitvi. Poleg IT lahko vključujejo tehnični skrbni pregledi tudi pregled poslovnih enot, proizvodnih kapacitet, skladišč in podobno.

Okoljski skrbni pregled

Okoljski skrbni pregled vključuje oceno okoljske skladnosti ciljnega podjetja, ocene vplivov na okolje, obveznosti za onesnaževanje in morebitna okoljska tveganja ali obveznosti (Van Kalmthout in drugi, 2021). Cilj je opredeliti okoljska tveganja, vprašanja skladnosti z zakonodajo in morebitne stroške, povezane z okoljsko sanacijo ali s skladnostjo.

3.3 Zgodovina skrbnih pregledov

Praksa izvajanja skrbnega pregleda pri transakcijah združitvev in prevzemov sega več desetletij nazaj (Heatley, 2018). Sprva je bil skrbni pregled osredotočen predvsem na pravne in finančne vidike, kot so preverjanje pogodb, finančnih izkazov in pravnih obveznosti, vendar je z vse večjo zapletenostjo poslovnih okolij in s priznavanjem pomembnosti nefinančnih dejavnikov v ospredje stopil koncept komercialnega skrbnega pregleda.

3.4 Zgodovina komercialnega skrbnega pregleda

V osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ko so se dejavnosti združitvev in prevzemov po vsem svetu razmahnile, se je pokazala potreba po celovitih ocenah komercialnega potenciala ciljnih podjetij (Van den Elsen, 2019). Tradicionalni finančni skrbni pregledi so veljali za nezadostne, da bi zajeli celotno sliko vrednosti ciljnega podjetja. Zato se je komercialni skrbni pregled pojavil kot posebna disciplina, ki je vključevala analizo trga, konkurenčni položaj, vpogled v stranke in strateške premisleke.

3.5 Vloga komercialnega skrbnega pregleda

Komercialni skrbni pregled je ključni postopek pri združitvah in prevzemih, v katerem potencialni kupci ali vlagatelji ocenijo komercialno upravičenost, priložnosti in tveganja, povezana s ciljnimi podjetjem (Bhattacharjee, 2022; Patel, 2019). Predvsem gre za sistematično in podrobno oceno komercialnih vidikov ciljnega podjetja, ki se osredotoča na njegov tržni položaj, možnosti za rast, konkurenčno okolje, vrednostno verigo, bazo strank, prodajne in trženjske strategije ter celotno poslovanje. Glavni cilj je oceniti tokove prihodkov ciljnega podjetja, njegov tržni delež, dobičkonosnost, trajnost in možnosti za prihodnjo rast ter s tem identificirati potencialne priložnosti in tveganja za uspešnost združitve na strateški ravni obeh podjetij (Brown, 2022).

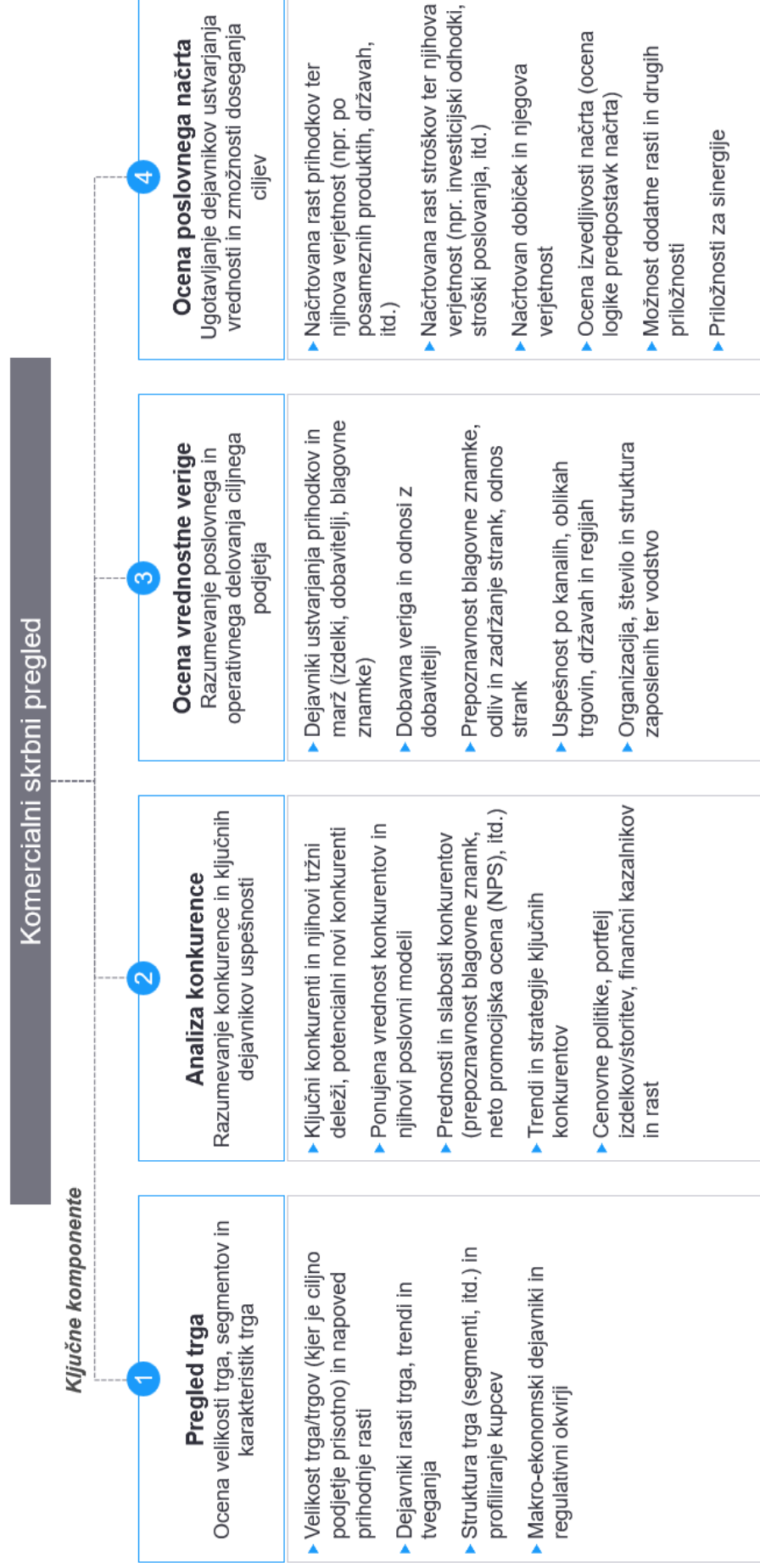
3.6 Izvedba komercialnega skrbnega pregleda

Komercialni skrbni pregledi se lahko v obsegu in izvedbi razlikujejo od primera do primera, saj je njihova končna izvedba odvisna od pričakovanj in želja naročnika, poleg tega tudi od industrije ciljnega podjetja. Kljub temu obstajajo določeni deli komercialnih skrbnih pregledov, ki so enotni večini in se običajno izvedejo v vsakem primeru. Slika 7 prikazuje štiri ključne komponente komercialnega skrbnega pregleda, ki so običajno del vsakega projekta: pregled trga, analiza konkurence, ocena vrednostne verige in ocena poslovnega načrta ciljnega podjetja (Adolph in drugi, 2006).

3.6.1 Pregled trga

Ena izmed ključnih informacij, ki jo potencialni vlagatelj potrebuje ob sprejemanju odločitve glede prevzema ali združitve, je o trgu, na katerem ciljno podjetje deluje. Natančneje se v tej fazi komercialnega skrbnega pregleda preveri stanje trga, v katerem deluje podjetje, lahko tudi na globalni ravni, a še pomembneje na državni in regionalni ravni. V pregledu trga se ocenita skupna velikost trga in predvidena rast trga v prihodnosti, analizirajo se tudi značilnosti trga, kot so trendi na trgu, priložnosti in tveganja trga (Barnett, 1988). V tem delu komercialnega skrbnega pregleda se tudi analizira pozicija ciljnega podjetja na trgu z vidika sledenja trendom, prisotnosti podjetja v posameznih tržnih segmentih, primerja se pretekla rast celotnega trga in ciljnega podjetja (Barnett, 1988). Pomemben del pregleda trga je tudi razumevanje tržnih kanalov, ki jih podjetje uporablja za doseganje ciljnih segmentov in ustvarjanje prodaje. Glede na posebnosti trga je lahko v tem delu komercialnega skrbnega pregleda ustrezna tudi analiza makroekonomskega stanja v državi in regulativnega okvira ter njun vpliv na strateško pozicijo trga in ciljnega podjetja.

Slika 7: Ključne komponente komercialnega skrbnega pregleda



Vir: lastno delo.

3.6.2 Analiza konkurence

Poleg informacij o trgu je za vlagatelja pomemben tudi vpogled v stanje konkurence na trgu ciljnega podjetja. V tem delu komercialnega skrbnega pregleda je ključna izvedba analize vodilnih podjetij in njihovega delovanja (Bergen in Peteraf, 2002). Analiza podaja informacije o tržnih deležih konkurentov, njihovi ponujeni vrednosti in poslovnih modelih. Nadalje je v tej analizi pomembno pridobiti čim več informacij o finančnem stanju konkurenčnih podjetij, kar omogoči primerjavo finančne stabilnosti ciljnega podjetja z njegovimi konkurenti. Ključni finančni kazalniki, ki se v tem delu analize pregledujejo, so:

- prihodki – za oceno velikosti konkurentov;
- dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. earnings before interest, tax, depreciation and amortization – EBITDA);
- skupna letna stopnja rasti (angl. compound annual growth rate – CAGR)

Poleg ključnih kazalnikov finančne uspešnosti se v analizi konkurence opredelijo in primerjajo tudi druge prednosti in slabosti konkurentov, kot so prepoznavnost blagovne znamke, neto promocijska ocena iz strani strank, cenovne politike in portfelj izdelkov ali storitev. Glede na ugotovite se v tej analizi opredelijo trenutni trendi in strategije, ki jih uporabljajo konkurenti ciljnega podjetja.

Feldman in Hernandez (2022) ter Kode in drugi (2003) ugotavljajo, da se združitve in prevzemi danes ne dogajajo več zgolj iz razloga umetne rasti velikosti ali tržnega deleža prevzemnega podjetja, temveč tudi z namenom ustvarjanja sinergij med novo združenima podjetjema. Kot primere možnih sinergij med drugim navajajo:

- zmanjšanje stroškov z združevanjem oddelkov, kot so računovodstvo, tehnična podpora, logistika;
- združevanje posebnega znanja (angl. know-how);
- večanje portfelja blagovnih znamk;
- dostop do izboljšanih dobavnih verig in dobaviteljev.

To je zgolj nekaj primerov potencialnih strateških razlogov za interes naložbe v združitev ali prevzem drugega podjetja in vsak od njih zahteva svojstven pristop k analizi konkurence.

3.6.3 Ocena vrednostne verige/operativnega modela

Po opravljenih analizah trga in konkurence sledi pregled trenutne vrednostne verige ciljnega podjetja. V tem delu analize je lahko pristop splošnejši ter zajema širšo analizo operativnega in poslovnega modela, a lahko je glede na predhodno znane motivacije za združitev ali prevzem bolj usmerjen in natančneje analizira posamezne segmente obeh modelov. V splošnem delu analize poslovnega modela se izvede pregled pretekle uspešnosti ciljnega

podjetja, v katerem se preverijo finančna uspešnost, portfelj izdelkov ali storitev, dobavitelji in partnerji ter njihovo sodelovanje in prispevek k uspešnosti. Drugi del je pregled operativnega modela, kjer se analizirajo ljudje, procesi in organizacijska struktura ciljnega podjetja. Analiza ljudi omogoča vpogled v število zaposlenih, raven talenta med zaposlenimi, načrtovanje zaposlenih in zadržanje ter kulturo. Pregled procesov omogoča vpogled v sprejemanje odločitev, upravljanje uspešnosti zaposlenih ter uporabo sistemov in tehnologije. Analiza organizacijske strukture omogoča vpogled v upravljanje podjetja, lokacijsko razporeditev, vloge in odgovornosti ključnih zaposlenih (Ensign, 2001; Kaplinsky, 2004; Zamora, 2016). Ocena vrednostne verige je torej ključni korak za razumevanje delovanja ciljnega podjetja in identifikacijo možnih sinergij po izvedbi transakcije.

3.6.4 Ocena poslovnega načrta

Poslovni načrti imajo običajno osnovane kratkoročne in dolgoročne cilje podjetja, njihovo utemeljitev in način za doseganje teh. Cilji lahko povezujejo več področij, a največkrat so začrtani vsaj cilji glede rasti prihodkov in dobička. Ena izmed ključnih analiz v tem delu je analiza rasti prihodkov, stroškov in dobička ter verjetnost načrta teh. Pri tem je pomemben vidik načrtovanega razvoja portfelja storitev ali izdelkov in ciljnih tržnih segmentov. Poleg ocene verjetnosti predpostavk v poslovnem načrtu ciljnega podjetja se v tej analizi lahko vključi tudi možnost dodatne rasti ciljnega podjetja, pri čemer se analizirajo dodatne priložnosti za rast in se na visoki ravni izračunajo. Nazadnje je del analize lahko tudi primernost ciljnega podjetja za iskanje sinergij z drugimi podjetji v lasti prevzemnega podjetja (McKeever, 2018). V pregledu poslovnega načrta se torej analizirajo predpostavke ciljnega podjetja, medtem ko je ključen rezultat ocena možnosti realizacije in tveganj za realizacijo.

3.6.5 Druge analize in pregledi

Poleg zgornjih treh ključnih komponent se v komercialnem skrbnem pregledu pogosto izvedejo tudi bolj svojevrstne analize, ki temeljijo na potrebah prevzemnega podjetja in razlogih, ki prevzemno podjetje vodijo v iskanje ciljnih podjetij za prevzem ali združitve. Običajno se dodatne analize nanašajo predvsem na podroben pregled določenih tehničnih komponent poslovanja ciljnega podjetja, v kombinaciji z ugotovitvami tehničnega skrbnega pregleda. Nekatere izmed dodatnih analiz so lahko pregled IT-infrastrukture in primerjava s konkurenco, podroben pregled posameznih procesov delovanja (npr. postopka prijave odškodninske zahteve pri zavarovalnici), pregled proizvodnih obratov in procesov ter primerjava učinkovitosti glede na dobre prakse v industriji (Andrews in Sternberg, 2013; Perry in Herd, 2004).

4 UGOTOVITVE NA PODLAGI OBSTOJEČE LITERATURE

4.1 Odmevni primeri združitve in prevzemov v Sloveniji

Vpogled v pretekle združitve in prevzeme v Sloveniji kaže, da so slovenska podjetja kljub majhnosti zanimiva za investitorje. Pregled splošne znanstvene in poljudnoznanstvene literature kaže, da so dejavnosti združitve in prevzemov v Sloveniji postale pomembnejše predvsem po letu 2015, ko so večja mednarodna podjetja začela prevzemati nekatera znana slovenska podjetja. Javna agencija Republike Slovenije za varstvo konkurence sicer redno objavlja sprejete odločitve glede koncentracije podjetij in ugotavlja skladnost s pravili konkurence, kar omogoča tudi vpogled v pretekle odločitve ter s tem primere potencialnih združitve in prevzemov. Ker je primerov združitve in prevzemov vsako leto veliko, se v nadaljevanju osredotočam zgolj na izbor bolj odmevnih preteklih primerov združitve in prevzemov, ki so bili medijsko izpostavljeni. V večini izpostavljenih primerov gre za prevzem slovenskega podjetja iz strani večjega mednarodnega podjetja, kar se tudi kaže kot najustreznejši primer transakcije, pri kateri je prisotna potreba za komercialni skrbni pregled, predvsem z namenom vpogleda in boljšega razumevanja lokalnega trga in konkurence. V tem primeru nudi lokalno svetovalno podjetje še večjo dodano vrednost prevzemnemu podjetju zaradi boljšega poznavanja trga.

Pregled preteklih prevzemov in združitve kaže, da se je največ primerov združitve in prevzemov v Sloveniji zgodilo predvsem terciarnemu sektorju gospodarstva (storitvene dejavnosti), natančneje v bančnem sektorju in živilski industriji (angl. fast-moving consumer goods, v nadaljevanju FMCG). Posamezni odmevni primeri združitve in prevzemov so bili izvedeni tudi v drugih sektorjih, kot na primer v farmacevtski industriji in energetiki, pri kateri je združevanje potekalo predvsem na nacionalni ravni. Izbor posameznih odmevnejših primerov združitve in prevzemov je v kratki obliki predstavljen spodaj.

4.1.1 Bančni sektor

Prevzem NKBM iz strani družbe OTP (2023)

Leta 2023 je madžarska bančna skupina OTP prevzela skupino NKBM, ki je bila predhodno leta 2015 prevzeta iz strani Apollo Global Management. S prevzemom je OTP postala tržni vodja v Sloveniji in dodatno okrepila svoj položaj v Srednji in Vzhodni Evropi (Nova KBM, d.d., 2023).

Prevzem SKB Banke iz strani družbe OTP (2019)

Skupina OTP je leta 2019 od skupine Societe Generale odkupila SKB Banko. S tem je skupina OTP razširila svoj tržni delež in pokritost slovenskega bančnega trga (Societe Generale, 2019).

Prezem NKBM iz strani družbe Apollo Global Management (2016)

Leta 2015 je globalno investicijsko podjetje Apollo Global Management prevzelo Novo kreditno banko Maribor (NKBM), ki je predstavljala eno od največjih bank na slovenskem trgu. Namen prevzema sta bila prestrukturiranje in stabilizacija NKBM ter s tem izboljšanje finančnega položaja (Nova KBM, d.d., 2016).

Prezem SKB Banke iz strani družbe Societe Generale (2001)

Eden od prvih odmevnih prevzemov v bančnem sektorju Slovenije je predstavljal prevzem SKB Banke iz strani francoske skupine Societe Generale leta 2001. Ob času prevzema je bila SKB Banka ena od največjih bank v Sloveniji, medtem ko je njen prevzem pomenil vstop francoskega velikana Societe Generale na slovenski bančniški trg (Pro Plus, d.o.o., 2001).

4.1.2 Živilska industrija

Prezem Perutnine Ptuj iz strani družbe MHP (2018)

Ukrajinski proizvajalec perutnine MHP je leta 2018 prevzel Perutnino Ptuj, vodilno slovensko perutninsko podjetje. Namen posla je bil razširiti prisotnost družbe MHP na evropskem trgu ter izkoristiti proizvodne zmogljivosti in distribucijsko mrežo Perutnine Ptuj (Gole in Grgič, 2018).

Prezem Pivovarne Union iz strani Heinekena (2016)

Poleg prevzema Pivovarne Laško je Heineken leta 2016 nadaljeval strateško širjenje tržnega deleža v Sloveniji s prevzemom neposrednega konkurenta – Pivovarne Union, ki je hkrati še ena od največjih slovenskih pivovarn. Heineken je z nakupom okrepil svojo prisotnost na slovenskem trgu piva in razširil svoj portfelj blagovnih znamk (Cirman, 2015).

Prezem Pivovarne Laško iz strani Heinekena in Carlsberga (2015)

Nizozemska družba Heineken in danska družba Carlsberg sta leta 2015 skupaj kupili slovensko pivovarno Pivovarno Laško. Posel je družbama Heineken in Carlsberg omogočil povečanje tržnega deleža v Sloveniji in nadaljnjo krepitev prisotnosti v pivovarski industriji (Cirman, 2015)

Prezem Mercatorja iz strani Agrokorja (2014)

Hrvaška družba Agrokor je leta 2014 z nakupom večinskega deleža prevzela Mercator – eno od največjih trgovskih verig v Sloveniji. Izveden prevzem in s tem sprememba lastništva sta pomenila bistveno spremembo v maloprodajnem sektorju Slovenije, medtem ko je bil cilj prevzema ustvariti vodilno maloprodajno skupino v regiji (Tekavec, 2014).

4.1.3 Druge industrije

Prevzem OMW-ja Slovenija iz strani Mola (2023)

Madžarska energetska skupina Mol je leta 2023 prevzela družbo OMW Slovenija, eno izmed večjih mrež bencinskih servisov v Sloveniji. S tem prevzemom je Mol povečal svoj tržni delež v Sloveniji in mrežo bencinskih servisov pod svojim upravljanjem (STA, 2023).

Prevzem Intereurope iz strani Pošte Slovenije (2019)

Pošta Slovenije, nacionalni izvajalec poštnih storitev v Sloveniji, je leta 2019 kupila večinski delež v logističnem podjetju Intereuropa. Namen posla je bil povečati logistične zmogljivosti Pošte Slovenije in okrepiti njen položaj v širši regiji Jugovzhodne Evrope (Radiotelevizija Slovenija, 2019).

Prevzem Gorenja iz strani Hisensa (2018)

Kitajsko podjetje Hisense je leta 2018 prevzelo nadzorni delež v Gorenju, slovenskem proizvajalcu gospodinjskih aparatov. Namen prevzema je bil okrepiti položaj podjetja Hisense na evropskem trgu ter izkoristiti blagovno znamko in distribucijsko mrežo podjetja Gorenje (Radiotelevizija Slovenija, 2018).

Prevzem Heliosa iz strani družbe Kansai Paint (2017)

Japonsko podjetje Kansai Paint je leta 2017 kupilo večinski delež v Heliosu, slovenskem proizvajalcu barv in premazov. Prevzem je podjetju Kansai Paint omogočil razširitev prisotnosti na evropskem trgu in okrepitev portfelja izdelkov (Grgič, 2017).

Prevzem Leka iz strani Novartisa (2003)

Eden od največjih prevzemov v farmacevtski industriji Slovenije se je zgodil leta 2003, ko je švicarsko podjetje Novartis prevzelo slovensko farmacevtsko podjetje Lek, ki je poleg konkurenčnega podjetja Krka prevladoval na slovenskem farmacevtskem trgu in užival velik tržni delež (Radiotelevizija Slovenija, 2011).

4.2 Priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji

Na podlagi pregleda obstoječe literature v zadnjih letih prepoznam trend združitvev in prevzemov predvsem v sektorju storitev, zlasti v sektorju bančništva. Glede na razdrobljenost bančnega trga v Sloveniji in prisotnost še vedno nekaterih manjših bank menim, da bo ta sektor v prihodnje še vedno aktualen za prepoznavanje novih priložnosti konsolidacij ter posledično združitvev in prevzeme. Poleg bančnega sektorja je bila v preteklosti živilska industrija prav tako ena od zanimivejših industrij za prevzeme in združitve v Sloveniji. Nadalje ugotavljam, da je tujim podjetjem in investitorjem zanimiv koncept prevzema uspešnega lokalnega proizvodnega podjetja, ki ima vsaj regionalno tržno

prisotnost in uveljavljeno znamko (npr. Gorenje, Helios). Takšnih podjetij zaradi majhnosti v Sloveniji ni veliko, a so hitro zelo zanimiva tarča za prevzemna podjetja. Menim, da bodo priložnosti za prevzeme takšnih vrst podjetij manjše, saj je število podjetij, ki ustrezajo tem merilom, majhno. Priložnosti za prihodnje podobne prevzeme vidim morda še v sektorju proizvodnje živilskih izdelkov, kjer ima Slovenija kar nekaj regionalno uveljavljenih proizvajalcev in znamk.

4.3 Ponudba in povpraševanje po storitvah skrbnih pregledov v Sloveniji

Kakovost izvedbe skrbnega pregleda je v največji meri odvisna od izbranega izvajalca ter njegovih znanj, izkušenj, strokovnosti svetovalcev in mreže razpoložljivih strokovnjakov. Na podlagi vseh teh razlogov se podjetja najpogosteje odločajo za mednarodna svetovalna podjetja, ki že zaradi svoje velikosti in prisotnosti na različnih trgih lahko zagotavljajo dobro storitev skrbnega pregleda s pomočjo široke mreže strokovnjakov. De Franco in drugi (2011) ugotavljajo, da se globalno podjetja največkrat odločijo za sodelovanje z največjimi revizijskimi podjetji – Velikimi 4 (angl. in v nadaljevanju Big 4), to so:

- Ernst & Young (EY),
- Deloitte,
- KPMG in
- PwC.

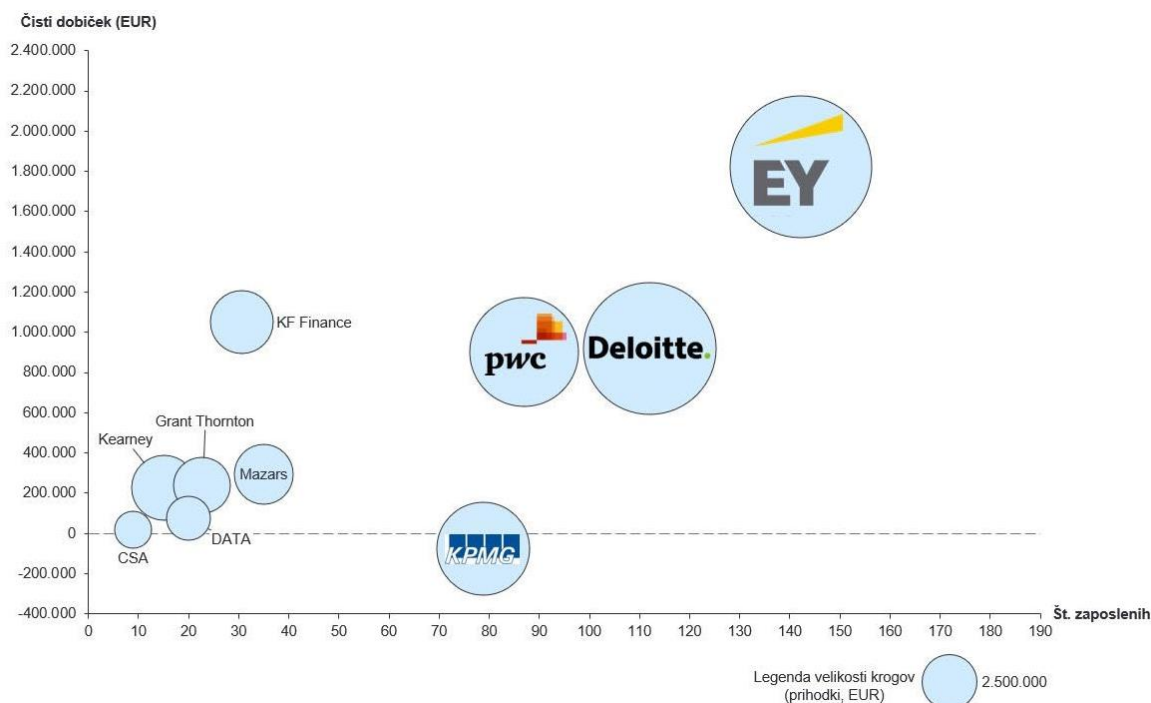
Podjetja Big 4 ponujajo širok nabor poslovnih storitev, a največkrat so prednostna izbira za finančni in davčni skrbni pregled. Pravni skrbni pregled se običajno opravlja v partnerstvu z odvetniškimi pisarnami, medtem ko so komercialni skrbni pregledi običajno zaupani strateškim svetovalnim podjetjem. Po podatkih priznane agencije Management Consulted (2023) med največja globalna strateška svetovalna podjetja, ki opravljajo med drugim storitev komercialnih skrbnih pregledov, spadajo:

- McKinsey,
- Boston Consulting Group (BCG),
- Bain & Company,
- EY-Parthenon,
- Kearney,
- Accenture,
- L.E.K Consulting,
- Oliver Wyman in
- Strategy&.

Situacija v Sloveniji se od globalne slike ne razlikuje preveč. Zaradi majhnosti trga sicer v Sloveniji niso prisotna vsa zgoraj navedena svetovalna podjetja, a je prisotnost največjih

svetovalnih podjetij dovolj za prevlado na trgu svetovalnih storitev, vključno s storitvijo skrbnega pregleda, kar je razvidno s slike 8.

Slika 8: Poslovanje svetovalnih podjetij v Sloveniji



Vir: Ajpes (2022) in lastno delo.

Slovenski trg svetovalnih podjetij je visoko koncentriran, saj imajo podjetja Big 4 slabih 76 odstotkov tržnega deleža. Kot je razvidno iz tabele 4, v Sloveniji ni veliko svetovalnih podjetij, ki bi ustvarjala na letni ravni več kot 1 milijon evrov prihodkov. Prisotnih je tudi nekaj drugih mednarodnih računovodsko-revizijskih podjetij (npr. Mazars in Grant Thornton), od strateško specializiranih svetovalnih podjetij, ki običajno izvajajo komercialne skrbne preglede, sta v Sloveniji prisotna zgolj Kearney s samostojno pisarno in entiteto ter EY-Parthenon preko združene EY-entitete. To kaže na nizko udeleženo specializiranih strateških svetovalnih podjetij na trgu ponudnikov storitve komercialnih skrbnih pregledov, kar je najverjetneje rezultat nizkega povpraševanja in majhnosti slovenskega trga, pri čemer lahko ti dve podjetji pokrivata večino povpraševanj za komercialne skrbne preglede.

Tabela 4: Izbrani kazalniki uspešnosti večjih svetovalnih podjetij v Sloveniji

Podjetje	Prihodki (2022)	Čisti dobiček (2022)	Št. zaposlenih
EY	15.934.408 €	1.822.323 €	142
Deloitte	13.835.948 €	919.531 €	112
PwC	9.426.351 €	902.713 €	87
KPMG	6.802.297 €	-74.382 €	79

se nadaljuje

Tabela 4: Izbrani kazalniki uspešnosti večjih svetovalnih podjetij v Sloveniji (nad.)

Podjetje	Prihodki (2022)	Čisti dobiček (2022)	Št. zaposlenih
Kearney	3.293.110 €	226.884 €	15
KF	3.127.247 €	1.051.227 €	31
Mazars	2.712.695 €	293.983 €	35
Grant Thornton	2.440.748 €	238.181 €	23
DATA	1.469.550 €	74.576 €	20
CSA	1.036.688 €	18.641 €	9
Skupaj	60.079.043 €	5.473.677 €	552

Vir: Ajpes (2022).

5 INTERVJUJI IN UGOTOVITVE NA PODLAGI PRIMARNE RAZISKAVE

5.1 Opredelitev cilja raziskave

Cilj lastne raziskave je preveritev pogledov strateških svetovalcev na združitve in prevzeme ter sploh prva pridobitev informacij glede stanja in priložnosti za komercialne skrbne preglede na področju Slovenije. Pregled obstoječe literature je namreč pokazal, da na področju Slovenije še ni bilo izvedene podobne raziskave o komercialnih skrbnih pregledih.

5.2 Opis izvedbe intervjujev

Področje združitvev in prevzemov je zelo svojevrstna tema, še bolj posebno je področje komercialnih skrbnih pregledov, zato kvantitativna raziskava s pomočjo standardiziranega vprašalnika, izvedena na splošni populaciji, ne bi zagotovila oprijemljivih rezultatov. V tem magistrskem delu sem izbral metodo intervjujev, saj omogoča več prilagodljivosti pri pridobivanju informacij od sogovornikov, zagotavlja visoko stopnjo odzivnosti in omogoča ciljno izbiranje intervjuvancev. V primeru svoje raziskave sem ciljno določil intervjuvance na podlagi naslednjih meril:

- oseba ima izkušnje s procesi združitvev in prevzemov,
- oseba ima izkušnje s komercialnimi skrbnimi pregledi,
- oseba je zaposlena ali je bila zaposlena v večjem svetovalnem podjetju,
- oseba je na vodilni poziciji (rang Manager/Associate in navzgor).

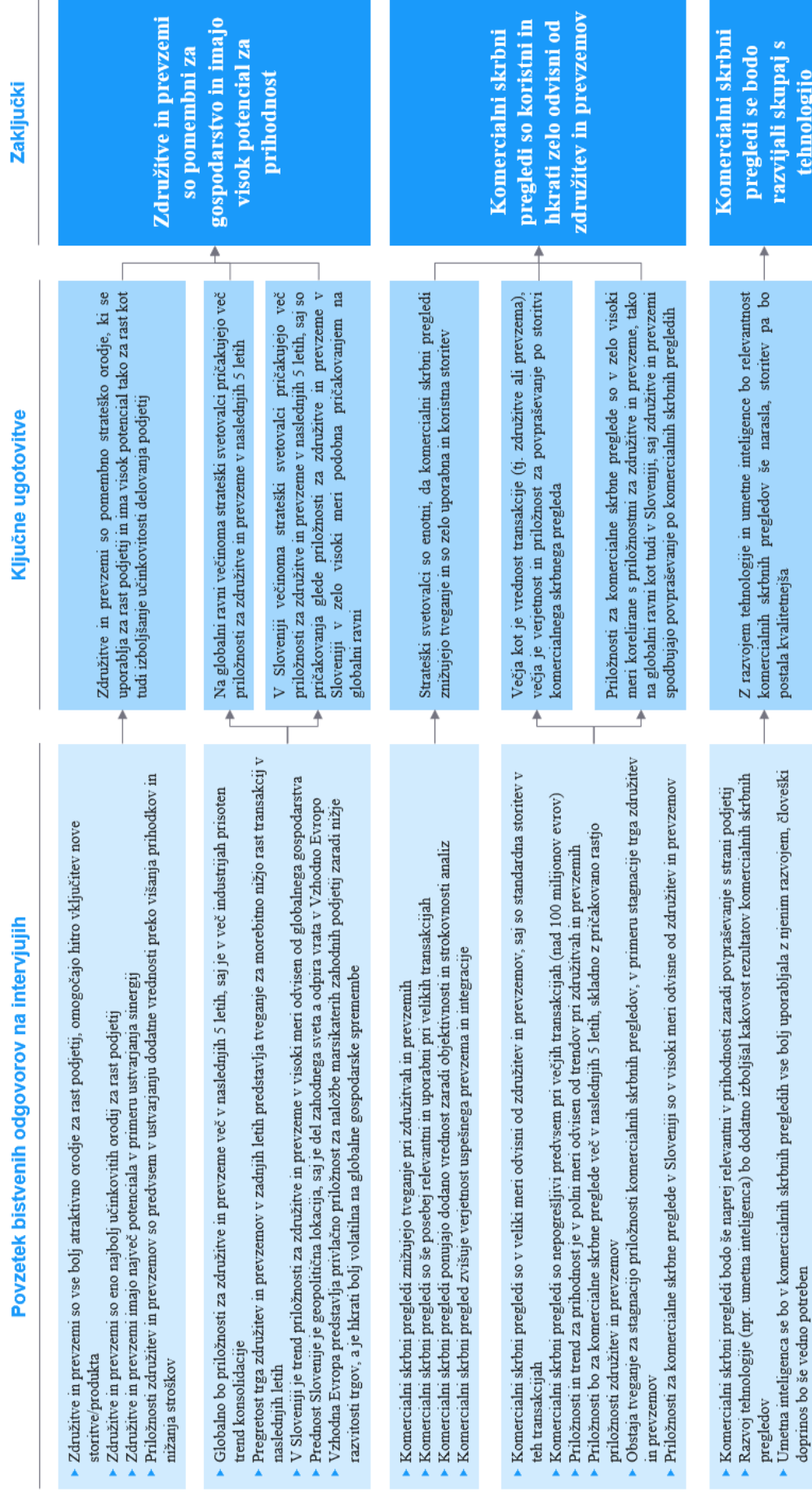
S pomočjo teh meril sem lahko identificiral osebe, ki imajo širok vpogled in izkušnje na področju združitvev in prevzemov, sami vodijo komercialne skrbne preglede ter imajo dober vpogled v trenutno stanje na trgu združitvev in prevzemov ter komercialnih skrbnih pregledov. Na podlagi teh meril sem v raziskavo vključil tri osebe, ki so predstavljene v tabeli 5.

Tabela 5: Demografski in psihološki dejavniki intervjuvancev

Oseba	Podjetje	Položaj	Delovne izkušnje
Intervjuvanec 1	EY-Parthenon	Partner	Intervjuvanec 1 kot Partner v podjetju EY-Parthenon pokriva celotni trg CEE, trg področja držav nekdanje Jugoslavije (angl. Adriatic). Ima več kot 11 let izkušenj v strateškem svetovanju, pri čemer je delal za podjetja Kearney, Alvarez & Marsal in trenutno EY-Parthenon. Svetoval je strankam v Evropi in na Bližnjem vzhodu. V zadnjih štirih letih je več kot polovica njegovega dela povezana s procesi združitve in prevzemov, največ s procesi pred transakcijo, še posebej s komercialnimi skrbnimi pregledi, a delno tudi s procesi po integraciji. Največ izkušenj ima v sektorju finančnih storitev, maloprodajnem sektorju, FMCG, farmacevtskem sektorju in avtomobilski industriji.
Intervjuvanec 2	EY-Parthenon	Direktor	Intervjuvanec 2 kot Direktor v podjetju EY-Parthenon pokriva češki in slovenski trg, deluje tudi na preostalih CEE in Adriatic trgih. Ima več kot pet let izkušenj v strateškem svetovanju, pri čemer je delal za podjetji Kearney in trenutnem EY-Parthenon. V zadnjih letih najintenzivneje sodeluje na projektih v telekomunikacijskem sektorju, finančnem sektorju, zdravstvu in logistiki. Del preteklih projektov je strateške narave – oblikovanje strategij na različnih področjih, velik del predstavljajo tudi komercialni skrbni pregledi.
Intervjuvanec 3	EY-Parthenon	Menedžer	Intervjuvanec 3 kot Menedžer v podjetju EY-Parthenon vodi projekte na CEE in Adriatic trgih. Ima več kot štiri leta izkušenj v strateškem svetovanju, pred zaposlitvijo v EY-Parthenon je delal v manjših svetovalnih podjetjih. Izkušnje ima v vseh večjih industrijah, predvsem v finančnem, maloprodajnem, zavarovalniškem in farmacevtskem sektorju, energetiki, in industriji programske opreme. Velika večina njegovih preteklih projektov (80 odstotkov) je bila komercialnih skrbnih pregledov, preostali del so bili projekti, namenjeni oblikovanju različnih strategij.

Vir: lastno delo.

Slika 9: Povzetek strukture oblikovanja ključnih ugotovitev in zaključkov



5.3 Rezultati primarne raziskave o združitvah in prevzemih ter komercialnih skrbnih pregledih

Slika 9 prikazuje povzetek strukture, na podlagi katere sem oblikoval zaključke in ključne ugotovitve primarne raziskave. Na podlagi bistvenih odgovorov, pridobljenih s pomočjo intervjujev, sem oblikoval ključne ugotovitve, ki skupaj na koncu tvorijo tri zaključke:

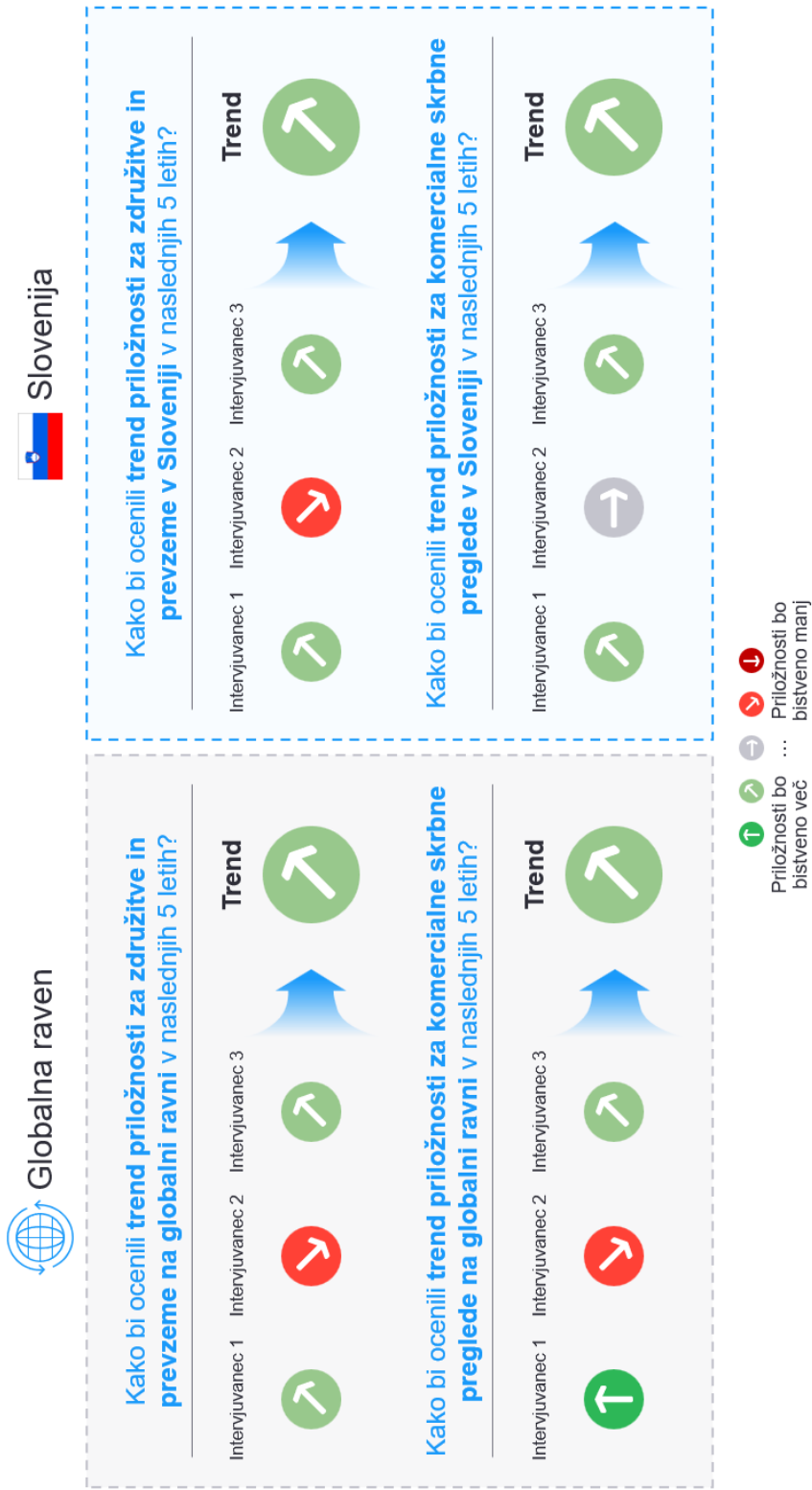
1. Združitve in prevzemi so pomembni za gospodarstvo in imajo visok potencial za prihodnost.
2. Komercialni skrbni pregledi so koristni in hkrati zelo odvisni od združitve in prevzemov.
3. Komercialni skrbni pregledi se bodo razvijali skupaj s tehnologijo.

Zaključki so oblikovani na podlagi sedmih ključnih ugotovitev, ki so pripravljene na podlagi rezultatov intervjujev s strateškimi svetovalci:

1. Združitve in prevzemi so pomembno strateško orodje, ki se uporablja za rast podjetij in ima visok potencial tako za rast kot tudi izboljšanje učinkovitosti delovanja podjetij.
2. Na globalni ravni večinoma strateški svetovalci pričakujejo več priložnosti za združitve in prevzeme v naslednjih petih letih.
3. V Sloveniji večinoma strateški svetovalci pričakujejo več priložnosti za združitve in prevzeme v naslednjih petih letih, saj so pričakovanja glede priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji v zelo visoki meri podobna pričakovanjem na globalni ravni, a prav tako kot na globalni ravni niso popolnoma enotna.
4. Strateški svetovalci so enotni, da komercialni skrbni pregledi znižujejo tveganje in so zelo uporabna in koristna storitev.
5. Večja kot je vrednost transakcije (tj. združitve ali prevzema), večji sta verjetnost in priložnost za povpraševanje po storitvi komercialnega skrbnega pregleda.
6. Priložnosti za komercialne skrbne preglede so v zelo visoki meri korelirane s priložnostmi za združitve in prevzeme, tako na globalni ravni kot tudi v Sloveniji, saj združitve in prevzemi spodbujajo povpraševanje po komercialnih skrbnih pregledih.
7. Z razvojem tehnologije in umetne inteligence bo pomembnost komercialnih skrbnih pregledov še narasla, medtem ko bo storitev postala kakovostnejša, saj bodo deli analiz in obdelave podatkov izvedeni s pomočjo umetne inteligence, medtem ko bodo končne implikacije rezultatov pregleda še naprej interpretirali ljudje.

Povzetek rezultatov intervjujev in ocen trendov, oblikovanih na podlagi odgovorov na delno strukturirana vprašanja, je nadalje prikazan na sliki 10.

Slika 10: Rezultati ocen trendov priložnosti za združitev in prevzeme ter za komercialne skrbne preglede v naslednjih petih letih



5.3.1 Pogled strateških svetovalcev na združitve in prevzeme globalno

Za razumevanje splošnega pogleda strateških svetovalcev na združitve in prevzeme so intervjuvanci odgovarjali na dve vprašanji. Prvo vprašanje je bilo popolnoma odprtega tipa, medtem ko je bilo drugo vprašanje delno strukturirano z vidika ocenjevanja trenda in delno odprto z možnostjo razlage podane ocene:

1. Kakšen je vaš pogled na združitve in prevzeme na splošno (npr. prednosti, slabosti, priložnosti in tveganja)?
2. Kako bi ocenili trend priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni v naslednjih petih letih (na lestvici 1–10; 1 – jih bo bistveno manj kot danes, 10 – jih bo bistveno več kot danes)?

Pri prvem vprašanju so vsi intervjuvanci enotno poudarili, da imajo združitve in prevzemi veliko prednosti in visok potencial tako za rast kot tudi za izboljšanje delovanj podjetij.

- Intervjuvanec 1 je poudaril, da postajajo združitve in prevzemi vse privlačnejše orodje za rast podjetij, tako za vertikalno kot tudi horizontalno rast. S pomočjo združitve in prevzemov lahko podjetja na hiter način dodajo novo storitev ali izdelek v svoj portfelj. Če je celoten proces združitve ali prevzema izpeljan korektno, je to eno od najučinkovitejših orodij za rast podjetij. Po drugi strani ima lahko združitve ali prevzem v primeru slabe izvedbe tudi slabosti. Rezultat nekorektno izvedene združitve ali prevzema so lahko izguba osredotočenosti na bistvene komponente poslovanja podjetja, visoki administrativni stroški in visoki stroški nakupa ciljnega podjetja. Dodatno slabost predstavlja tudi kompleksnost procesa združitve in prevzema, ki zahteva veliko usklajevanja in načrtovanja. Eno od ključnih tveganj v tem procesu leži v ustvarjanju poslovnega primera (angl. business case), ki je povod za združitve ali prevzem ter sloni na pregledu konkurence in trga. Dodatno tveganje je težka predvidljivost stroškov kapitala v združitvi ali prevzemu. Intervjuvanec 1 je med priložnostmi predvsem izpostavil situacijo, ko lahko podjetje z razpoložljivim kapitalom prevzame ciljno podjetje s težavami v poslovanju. Tak prevzem je lahko cenejši ter velikokrat z izboljšanjem menedžmenta in sinergijami vodi v dobro naložbo. Dodatna priložnost je ta, da proces združitve ali prevzemov kljub kompleksnosti postaja preprostejši v primerjavi s preteklostjo, predvsem na področju načrtovanja stroškov združitve ali prevzema.
- Intervjuvanec 2 je v svojem pogledu na združitve in prevzeme poudaril, da sam ločuje združitve in prevzeme na tiste, ki jih izvedejo skladi zasebnega kapitala, in tiste, ki jih izvedejo podjetja, bodisi v svoji industriji ali izven nje. Druga vrsta, kjer združitve ali prevzeme izvajajo podjetja, ima po mnenju Intervjuvanca 2 največ potenciala, ko podjetja ustvarjajo sinergije. V primeru prevzemov iz strani skladov zasebnega kapitala je potencial predvsem v dvigu lastniškega kapitala s pomočjo boljšega menedžmenta in povezava sklada, kar omogoča hitrejšo rast.

- Intervjuvanec 3 vidi v združitvah in prevzemih predvsem prednosti za družbo, saj v teoriji večja podjetja delujejo učinkoviteje. Prednosti združitvev in prevzemov so predvsem v ustvarjanju sinergij, višanju prihodkov, nižanju stroškov in s tem nižanju cen, kar v teoriji koristi vsem – družbi in podjetjem. Obstajajo tudi tveganja za izkoriščanje tega orodja, predvsem z vidika ustvarjanja monopola na trgih, kar koristi le podjetju, medtem ko družbi močno škodi.

Pri drugem vprašanju so imeli intervjuvanci precej različna mnenja glede prihodnosti združitvev in prevzemov v naslednjih petih letih. Vseeno je tendenca odgovorov bolj usmerjena v pozitiven pogled na trend rasti združitvev in prevzemov, saj dva intervjuvanka napovedujeta pozitiven trend rasti in eden negativnega. Povzetek rezultatov je prikazan na sliki 11.

Slika 11: Ocena trenda priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni v naslednjih petih letih



Vir: lastno delo.

- Intervjuvanec 1 je ocenil trend priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni z oceno 7, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več združitvev in prevzemov kot danes. Poudaril je, da je v letu 2023 manj združitvev in prevzemov v primerjavi z leti 2022 in 2022 ter da bo s pomočjo stabilizacije gospodarstva trend spet postal visoko pozitiven po okvirno treh letih. Med industrijami z največ priložnostmi za združitve in prevzeme danes in v naslednjih petih letih je naštel energetiko, sektor finančnih storitev in telekomunikacijski sektor. V energetiki je opazil tektonske premike k trajnostnemu razvoju in velika vlaganja v to področje, hkrati v spremembe in priložnosti vodi geopolitična situacija zaradi vojne v Ukrajini. V finančnem sektorju je opazil vzpone in

padce v stroških kapitala, kar omogoča priložnosti za horizontalne prevzeme. Dodatno je v Združenih državah Amerike jasen trend konsolidacije trga, kar v nekaterih evropskih državah še sledi. V tem sektorju je predvidel tudi verjetnost nekaterih vertikalnih združitvev in prevzemov, kot na primer integracijo bank in ponudnikov plačilnih kartic. V telekomunikacijskem sektorju je izpostavil trend sprememb v poslovanju telekomunikacijskih podjetij, ki v velikem številu odprodajajo del posla, vezanega na infrastrukturo (predvsem telekomunikacijske stolpe), in se osredotočajo na storitveni del posla. Skladi zasebnega kapitala se še posebej zanimajo za te priložnosti, tako na področju CEE kot tudi proti zahodu Evrope.

- Intervjuvanec 2 je ocenil trend priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni z oceno 2–3, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih manj združitvev in prevzemov kot danes. Oceno je utemeljil s podatkom, da je bilo v zadnjih petih letih, predvsem obdobje med letom 2019 in 2021, zelo razgreto, kar se tiče združitvev in prevzemov. Na trgu je bilo precej kapitala, ki se je za združitve in prevzeme porabljal brez zavor. Poudaril je, da se zdaj izvaja zaostrovanje denarne politike in da se delno že vidi recesija, kar vodi v zmanjšanje priložnosti. Vseeno je zaključil, da na trgu nekatera podjetja še vedno iščejo priložnosti za združitve in prevzeme, tako da trend ne bi smel popolnoma zamreti.
- Intervjuvanec 3 je ocenil trend priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni z oceno 7–8, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več združitvev in prevzemov kot danes. Oceno je utemeljil s tem, da je trenutno trg združitvev in prevzemov nekoliko zamrznjen zaradi negotovosti gospodarske situacije ter da smo trenutno na točki najnižje vrednosti združitvev in prevzemov. Tako je pričakoval, da bo torej v naslednjih petih letih trend spet narastel v primerjavi z danes.

5.3.2 Pogled strateških svetovalcev na združitve in prevzeme v Sloveniji

Za razumevanje bolj usmerjenega pogleda strateških svetovalcev na združitve in prevzeme v Sloveniji so intervjuvanci odgovarjali na dve vprašanji. Prvo vprašanje je bilo popolnoma odprtega tipa, medtem ko je bil cilj vprašanja pridobiti informacijo o trenutnih priložnostih za združitve in prevzeme v Sloveniji. Drugo vprašanje je bilo delno strukturirano z vidika ocenjevanja trenda in delno odprtega tipa z možnostjo razlage podane ocene, pri čemer je bil cilj pridobiti vpogled v prihodnje obete na področju združitvev in prevzemov v Sloveniji. Vprašanji sta bili naslednji:

3. Kakšen je vaš pogled na priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji danes?
4. Kako bi ocenili trend priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji v naslednjih petih letih (na lestvici 1–10; 1 – jih bo bistveno manj kot danes, 10 – jih bo bistveno več kot danes)?

Intervjuvanci so si bili v odgovoru na prvo vprašanje le delno enotni. Vsi trije so zatrdili, da so danes v Sloveniji prisotne priložnosti za združitve in prevzeme, a so hkrati bili različnega mnenja, v kakšnem obsegu.

- Intervjuvanec 1 je bil mnenja, da je Slovenija zelo zanimiv trg, ki ima morda celo najnaprednejši sektor malih in srednje velikih podjetij (angl. small and medium-sized enterprises, v nadaljevanju SME) in sektor zagonskih podjetij od vseh držav v CEE-regiji, kar vzbuja zanimanje različnih tujih investorjev. Nadalje ima privlačno geopolitično lego, saj je del Evropske unije, a je manj birokratsko obremenjena kot druge evropske države. Priložnosti je tako izpostavil predvsem v prevzemih mlajših SME v industrijah, kot so tehnološki sektor, energetika, in finančni sektor, kjer je Slovenija najrazvitejša in kjer je bilo že največ naložb v zadnjih letih. Telekomunikacijski sektor je po njegovem mnenju že precej konsolidiran, zato tam priložnosti ni več veliko.
- Intervjuvanec 2 je menil, da Slovenija zaradi svoje velikosti ni zanimiv trg za združitve in prevzeme, a se pojavljajo občasne priložnosti. Podjetja, ki iščejo priložnosti za združitve in prevzeme, se po njegovem mnenju ne osredotočajo na ciljno državo, ampak na lastnosti ciljnega podjetja. Posledično, če najdejo zanimivo ciljno podjetje v Sloveniji, bo to enako zanimivo kot podjetje v drugih državah. Intervjuvanec 2 je zatrdil, da je telekomunikacijski sektor v Sloveniji že precej konsolidiran, medtem ko je kot potencialno tarčo združitve ali prevzema v prihodnosti izpostavil podjetje T-2. V sklopu telekomunikacijskega sektorja je povedal, da se telekomunikacijska podjetja strateško odločajo za odprodajo dolgoročnih sredstev, kot so infrastruktura in stolpi, specializiranim tehnološkim podjetjem in skladom zasebnega kapitala, medtem ko se sama osredotočajo na storitveni del telekomunikacijskega posla. Bančni sektor v Sloveniji je po njegovem mnenju tudi že precej konsolidiran, tudi v luči nedavnih dejavnosti med OTP in NKBM. Priložnosti je videl predvsem v manjših tehnološko usmerjenih podjetjih (znotraj telekomunikacijskega sektorja in področja mobilnosti), vrednih manj kot 100 milijonov evrov.
- Intervjuvanec 3 je menil, da za slovenski trg velja pravilo »večje tveganje, večji doprinosi«, podobno kot za ostale države CEE-regije. Poudaril je, da je večina združitvev in prevzemov v Evropi predvsem posledica agend podjetij iz Zahodne Evrope, ki so trenutno zadržana na področju naložb. Vzhodna Evropa bo po njegovem mnenju čutila močnejše posledice zaradi te zadržanosti do naložb, saj se zaradi nižjih tveganj zahodna podjetja odločajo za investicije v bližnjih državah. Vseeno Vzhodna Evropa še vedno ponuja več priložnosti za nižjo cenovno premijo v primerjavi z Zahodno, kar bi lahko ponudilo nekaj priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji.

Pri ocenjevanju trenda rasti priložnosti za združitve in prevzeme v naslednjih petih letih v Sloveniji so si bili intervjuvanci precej enotni v tem, da so priložnostim na slovenskem trgu podali zelo podobno oceno v primerjavi z globalno oceno. Dva izmed intervjuvancev sta Sloveniji dodelila rahlo višjo oceno trenda rasti v primerjavi z odgovorom za globalni trg,

medtem ko je tretji podal rahlo nižjo oceno v primerjavi z globalno oceno. Povzetek rezultatov je prikazan na sliki 12.

Slika 12: Ocena trenda priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji v naslednjih 5 letih



Vir: lastno delo.

- Intervjuvanec 1 je ocenil trend priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji z oceno 8, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več združitvev in prevzemov kot danes. Dvig ocene v primerjavi z globalno oceno (ocena 7) je dodelil privlačnosti Slovenije predvsem zahodnoevropskim podjetjem, saj s svojo geopolitično pozicijo odpira vrata v Vzhodno Evropo in je hkrati del zahodnoevropskega sveta.
- Intervjuvanec 2 je ocenil trend priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji z oceno 2, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih manj združitvev in prevzemov kot danes. Padec ocene v primerjavi z globalno oceno (ocena 2–3) je utemeljil s tem, da je v preteklih nekaj letih v CEE-regijo že priteklo veliko denarja. Veliko izpeljanih združitvev in prevzemov je bilo posledica nakupov iz strani skladov zasebnega kapitala, ki po njegovih izkušnjah običajno prevzeta podjetja v svojem portfelju držijo in razvijajo približno pet let pred prodajo novim lastnikom. V zaključku tega cikla, torej ob prodaji nedavno prevzetih podjetij v roku treh do petih let, je izpostavil nizko priložnost tudi za nove prevzeme in združitve v Sloveniji.
- Intervjuvanec 3 je ocenil trend priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji z oceno 8, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več združitvev in prevzemov kot danes. Dvig ocene v primerjavi z globalno oceno (ocena 7–8) je utemeljil z razlago, da ima slovenski trg več potenciala za razvoj v primerjavi z razvitimi globalnimi trgi, kar bo vodilo v več združitvev in prevzemov.

5.3.3 Pogled strateških svetovalcev na komercialne skrbne preglede globalno

Z namenom boljšega razumevanja značilnosti komercialnih skrbnih pregledov, še posebej prednosti te storitve, so intervjuvanci odgovarjali na tri vprašanja. Pri prvem vprašanju je bil cilj pridobiti splošen pogled strateških svetovalcev na storitev komercialnega skrbnega pregleda, ki je ena izmed pomembnejših storitev v ponudbi strateških svetovalnih podjetij. Vprašanje je bilo odprtega tipa in usmerjeno k pridobivanju predvsem informacij o prednostih in slabostih te storitev. V drugem vprašanju je bil cilj pridobiti vpogled v trenutne priložnosti na globalnem trgu za komercialne skrbne preglede, tudi z vidika najustrežnejših industrij. Drugo vprašanje je bilo prav tako odprtega tipa. Tretje vprašanje je bilo delno strukturirano in je podobno kot v poglavju vprašanja na temo združitvev in prevzemov stremelo k pridobivanju ocene iz strani strateških svetovalcev glede prihodnjega razvoja trga in priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno. Odgovori na tretje vprašanje so omogočili primerjavo in ugotavljanje korelacije med trendom priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno in v Sloveniji, prav tako tudi korelacijo s trendi združitvev in prevzemov. Posebna vprašanja, zastavljena v tem sklopu, so bila naslednja:

5. Kakšen je vaš pogled na komercialne skrbne preglede na splošno (npr. prednosti, slabosti)?
6. Kakšen je vaš pogled na priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno danes?
7. Kako bi ocenili trend priložnosti za komercialne skrbne preglede na globalni ravni v naslednjih petih letih (na lestvici 1–10; 1 – jih bo bistveno manj kot danes, 10 – jih bo bistveno več kot danes)?

Pri prvem vprašanju so si bili intervjuvanci enotni v tem, da komercialni skrbni pregledi znižujejo tveganje in so zelo uporabna storitev, še posebej pri večjih transakcijah, torej združitvah in prevzemih velike vrednosti.

- Intervjuvanec 1 je poudaril, da komercialni skrbni pregled predstavlja relativno novo dimenzijo v sklopu skrbnih pregledov. Komercialni skrbni pregled po njegovem mnenju prinaša veliko dodane vrednosti, medtem ko je pojav te določene storitve verjetno posledica nekaterih neuspešnih integracij v preteklosti z namenom nižanja tveganj pri združitvah in prevzemih. Komercialni skrbni pregled omogoča investitorjem/prevzemnemu podjetju novo perspektivo na ciljno podjetje, saj podaja objektivni pogled na ciljno podjetje, njegov trg in konkurenco. Med prednostmi te storitve je Intervjuvanec 1 izpostavil pridobitev objektivnega pregleda ciljnega podjetja, pridobitev najbližje verjetnosti napovedi za prihodnost in vpogled v položaj ciljnega podjetja v primerjavi s konkurenčnimi podjetji. Prav tako komercialni skrbni pregled po njegovem mnenju znatno zvišuje verjetnost uspešnega prevzema in poslovanja združenega podjetja. Med slabostmi komercialnega skrbnega pregleda je Intervjuvanec 1 navedel visoke stroške storitve, saj je komercialni skrbni pregled najdražji izmed vseh vrst skrbnih pregledov. To je lahko še posebej pomembno pri transakcijah nižje vrednosti, kjer je marža nižja. V transakcijah, ki imajo potencial visoke vrednosti, je

komercialni skrbni pregled po njegovem mnenju nujen in neizogiben. Prednost komercialnega skrbnega pregleda je zmanjševanje tveganj za neuspešno združitev ali prevzem, prav tako lahko naslovi področja, ki se jih po integraciji da izboljšati.

- Intervjuvanec 2 je menil, da je komercialni skrbni pregled zelo uporabna storitev. Poudaril je, da se komercialni skrbni pregledi običajno delijo v dve vrsti, in sicer takšne, ki jih izvede kupec (tj. prevzemno podjetje ali investitor), in takšne, ki jih izvede prodajalec (tj. ciljno podjetje oz. podjetje, ki si želi biti prevzeto). Intervjuvanec 2 je nadalje podal mnenje, da se brez izvedenega komercialnega skrbnega pregleda ciljna podjetja težko resno predstavijo potencialnim investitorjem, medtem ko se brez poročila komercialnega skrbnega pregleda tudi zdijo manj strokovna in imajo neprimerljivo nižjo verjetnost uspešnega prevzema. Poudaril je, da imajo komercialni skrbni pregledi običajno štiri poglavja, to so pregled trga, konkurence, vrednostne verige in nazadnje poslovnega načrta. Prednost komercialnega skrbnega pregleda je v tem, da lahko odgovori na določena vprašanja, ki jih imajo stranke v nekaterih primerih (npr. vpogled v določene trende na trgih ciljnega podjetja, pregled določenih konkurenčnih podjetij, pregled določenih postavk poslovnega načrta ciljnega podjetja itd.). Nadalje je prednost komercialnih skrbnih pregledov v tem, da omogočajo prevzemnim podjetjem ali investitorjem natančneje in realneje oceniti vrednost ciljnega podjetja in s tem omogočajo pogajanje, ki temelji na dejstvih. Intervjuvanec 2 je menil, da je komercialni skrbni pregled samoumevna storitev pri vseh večjih transakcijah, pri čemer naj bi te storitve uporabljalo vsaj 95 prevzemnih podjetij in investitorjev. Kot dodatno opozorilo je Intervjuvanec 2 poudaril, da obstaja možnost, da poročilo komercialnega skrbnega pregleda ne poda zgolj verodostojnih informacij, zato je treba pozorno preučiti, katerega izvajalca izberejo stranke.
- Intervjuvanec 3 je kot ključno prednost komercialnega skrbnega pregleda poudaril dodano vrednost te storitve. Pri prevzemu podjetja v vrednosti 100 milijonov evrov ali več je cena 500 tisoč evrov za storitev komercialnega skrbnega pregleda majhen strošek v vrednosti celotne naložbe, a kupcem podaja dobro mero udobja zaradi zmanjšanja tveganj.

Pri drugem vprašanju v tem sklopu so bili odgovori intervjuvancev v visoki meri podobni, saj nihče ni izpostavil določene industrije, ki bi imela več ali manj priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno. Intervjuvanci so si bili enotni glede dejstva, da največ priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno pričakujejo pri večjih transakcijah – večja, kot je transakcija, večji sta verjetnost in priložnost za povpraševanje po storitvi komercialnega skrbnega pregleda.

- Intervjuvanec 1 v svojem odgovoru ni izpostavil določene industrije, ki bi imela več ali manj priložnosti v primerjavi s celotnim trgom. Po njegovem mnenju priložnosti za komercialne skrbne preglede ustvarjajo predvsem združitve in prevzemi, pri čemer je cilj ustvarjanje sinergij, bolj kot v primerih, pri katerih je cilj izključno rast.

- Intervjuvanec 2 je poudaril, da so priložnosti za komercialne skrbne preglede v največji možni meri odvisne in povezane z združitvami in prevzemi. V industrijah in na trgih, kjer je največ združitev in prevzemov, je in bo tudi v prihodnje tudi največ povpraševanja po storitvah komercialnega skrbnega pregleda. Nadalje priložnost za komercialni skrbni pregled ustvarja vrednost transakcije. Večja, kot je vrednost transakcije, večja je verjetnost, da bo angažiran tudi izvajalec komercialnega skrbnega pregleda. Največ priložnosti po njegovem mnenju prinašajo transakcije v vrednosti 100 milijonov evrov ali več.
- Intervjuvanec 3 je kot ključni dejavnik, ki vpliva na priložnosti za komercialne skrbne preglede, navedel velikost transakcije. Večja, kot je vrednost transakcije, tem večja je tudi priložnost za naročilo storitve komercialnega skrbnega pregleda.

Pri ocenjevanju trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede na globalnem trgu so si bili vsi intervjuvanci precej enotni v tem, da so bile ocene za rast priložnosti za komercialne skrbne preglede precej korelirane z ocenami, podanimi pri trendih združitev in prevzemov globalno. Ocene so torej podobno kot pri združitvah in prevzemih precej različne med seboj, pri čemer dva intervjuvanca podajata pozitivno oceno za rast trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede, medtem ko eden podaja negativno oceno in pričakuje padeč trenda. Povzetek rezultatov je prikazan na sliki 13.

Slika 13: Ocena trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede na globalni ravni v naslednjih petih letih



Vir: lastno delo.

- Intervjuvanec 1 je ocenil trend priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno z oceno 9, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več komercialnih skrbnih pregledov. Oceno je utemeljil z razlago, da v naslednjih petih letih pričakuje a) povečanje združitvev in prevzemov ter b) povečanje relativnega deleža vseh združitvev in prevzemov, ki vključujejo tudi izvedbo komercialnega skrbnega pregleda pred sklenitvijo posla.
- Intervjuvanec 2 je ocenil trend priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno z oceno 2, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih manj komercialnih skrbnih pregledov. Oceno je utemeljil z dejstvom, da so komercialni skrbni pregledi visoko korelirani z združitvami in prevzemi, ki jim je trend globalno ocenil z oceno 2–3. V primerjavi z združitvami in s prevzemi je oceno rahlo znižal ter izpostavil nekaj tveganj za komercialne skrbne preglede, ki vodijo v znižanje ocene. Poudaril je, da je postopek analize v komercialnem skrbnem pregledu visoko standardiziran, kar znižuje kompleksnost in kaže potencial za poenostavitev s pomočjo različnih orodij (npr. umetna inteligenca). Drugo tveganje je začetek obdobja recesije, v katerem podjetja ne posvečajo toliko pozornosti možnosti prodaje svojih lastniških deležev in s tem iskanju kupca, kar je tudi lahko povod za povpraševanje po komercialnih skrbnih pregledih, temveč se osredotočajo na optimizacijo stroškov.
- Intervjuvanec 3 je ocenil trend priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno z oceno 7–8, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več komercialnih skrbnih pregledov. Oceno je utemeljil z razlago, da so komercialni skrbni pregledi močno povezani z združitvami in s pregledi, zato je ocena trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede enaka oceni za združitve in prevzeme.

5.3.4 Pogled strateških svetovalcev na komercialne skrbne preglede v Sloveniji

Primarni cilj četrtega sklopa vprašanj je bil pridobitev pogleda strateških svetovalcev na priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji, tako danes kot tudi v srednjeročni prihodnosti. Intervjuvanci so odgovarjali na dve vprašanji. Prvo vprašanje v tem sklopu je bilo podobno kot drugo vprašanje v prejšnjem sklopu usmerjeno v pridobivanje vpogleda v trenutne priložnosti za komercialne skrbne preglede, a z osredotočenostjo na slovenski trg. Vprašanje je bilo odprtega tipa. Drugo vprašanje v tem sklopu je bilo delno strukturirano in je s pomočjo ocenjevalne lestvice od 1 do 10 podobno kot pri prejšnjih sklopih vprašanj stremelo k pridobivanju ocene iz strani strateških svetovalcev glede prihodnjega razvoja trga za komercialne skrbne preglede, z osredotočenostjo na slovenski trg. Odgovori na tretje vprašanje so omogočili primerjavo in ugotavljanje korelacije med trendom priložnosti za komercialne skrbne preglede globalno in v Sloveniji, prav tako tudi korelacijo s trendi združitvev in prevzemov. Določena vprašanja, zastavljena v tem sklopu, so bila naslednja:

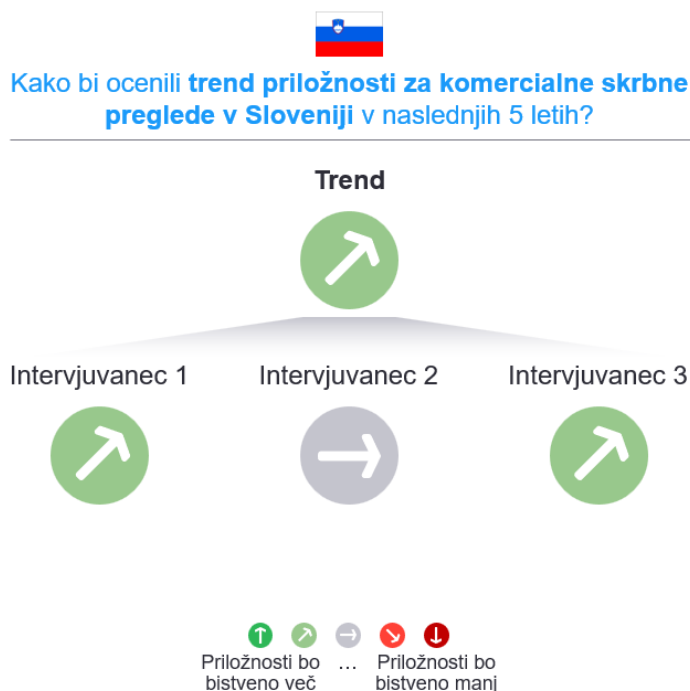
8. Kakšen je vaš pogled na priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji danes?
9. Kako bi ocenili trend priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji v naslednjih petih letih (na lestvici 1–10; 1 – jih bo bistveno manj kot danes, 10 – jih bo bistveno več kot danes)?

Pri prvem vprašanju so si bili intervjuvanci enotni, da so trenutne priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji v zelo visoki meri odvisne od priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji, ki so trenutno nekoliko na nižji ravni v primerjavi s preteklimi leti.

- Intervjuvanec 1 je poudaril, da je trg komercialnih skrbnih pregledov v Sloveniji trenutno precej miren, z omejenim številom priložnosti. Situacija komercialnih skrbnih pregledov je po njegovem precej podobna situaciji združitvev in prevzemov. Glede preteklega razvoja komercialnih skrbnih pregledov v Sloveniji je dejal, da se je storitev začela izvajati najprej zaradi povpraševanja na strani finančnih investitorjev (npr. skladov zasebnega kapitala), ki so bili navajeni rutiniranega procesa skrbnih pregledov pred sprejemanjem naložbenih odločitev. Poudaril je, da se je v Sloveniji vseeno storitev komercialnih skrbnih pregledov hitro razširila tudi v industriji, kjer so podjetja začela izvajati skrbne preglede pred strateškimi naložbami in prevzemi po vzoru finančnih investitorjev. Medtem ko investitorji že vsi naročajo in izvajajo komercialne skrbne preglede, Intervjuvanec 1 na slovenskem trgu še vedno vidi največ priložnosti v industriji, kjer kljub porastu zanimanja nekatera podjetja še ne uporabljajo te storitve. To kaže na nižjo zrelost trga v primerjavi z razvitimi državami in priložnosti za dodatno rast te storitve.
- Intervjuvanec 2 je poudaril, da Slovenija po njegovem ni poseben trg in sledi enaki logiki kot ostali trgi – kjer sta priložnost in zanimanje za združitve ali prevzem, tam bo tudi priložnost za komercialni skrbni pregled. Na splošno je menil, da v Sloveniji trenutno ni veliko priložnosti, saj ni veliko podjetij primernih in pripravljenih na združitve ali prevzem.
- Intervjuvanec 3 je poudaril, da so trenutno priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji visoko povezane s priložnostmi za združitve in prevzeme v Sloveniji. Trenutno se zaradi finančne in geopolitične negotovosti naložbe dogajajo bolj v bližnjem okolju, kar pomeni, da je zaradi večje vrednosti kapitala v zahodnoevropskih državah tudi več investicij v združitve in prevzeme v tej regiji ter posledično manj v Sloveniji in drugih članicah CEE-regije. Posledično tudi priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji ni veliko.

Pri ocenjevanju trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede na slovenskem trgu so si bili vsi intervjuvanci precej enotni v tem, da so bile ocene za rast priložnosti za komercialne skrbne preglede precej korelirane z ocenami, podanimi pri trendih združitvev in prevzemov v Sloveniji. Ocene so torej podobno kot pri združitvah in prevzemih precej različne med seboj, pri čemer dva intervjuvanca podajata pozitivno oceno za rast trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede, medtem ko eden podaja negativno oceno in pričakuje padec trenda. Povzetek rezultatov je prikazan na sliki 14.

Slika 14: Ocena trenda priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji v naslednjih petih letih



Vir: lastno delo.

- Intervjuvanec 1 je ocenil trend priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji z oceno 8, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več komercialnih skrbnih pregledov v Sloveniji. Ocena je enaka njegovi oceni trenda priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji, kar se razlikuje po pristopu, ki ga je izbral pri ocenjevanju obeh trendov na globalnem trgu (na globalnem trgu je trend priložnosti za združitve in prevzeme ocenil s 7 in za komercialne skrbne preglede z 9). Oceno za trend komercialnih skrbnih pregledov je utemeljil z razlago, da v naslednjih petih letih sicer pričakuje rast števila združitvev in prevzemov v Sloveniji, a zaradi majhnosti trga ne pričakuje še dodatno večje rasti povpraševanja po storitvi komercialnega skrbnega pregleda, kar je predhodno upošteval pri oceni na globalnem trgu.
- Intervjuvanec 2 je ocenil trend priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji z oceno 5, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih enako število in vrednost trga komercialnih skrbnih pregledov v Sloveniji. Oceno je utemeljil z dejstvom, da je v Sloveniji že tako v preteklosti kot trenutno zelo malo priložnosti za komercialne skrbne preglede, tako da bodo priložnosti ostale enako majhne. Po njegovi oceni je na letni ravni v Sloveniji 10–20 projektov, ki vključujejo storitev komercialnega skrbnega pregleda.
- Intervjuvanec 3 je ocenil trend priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji z oceno 8, kar pomeni, da pričakuje v naslednjih petih letih več komercialnih skrbnih pregledov v Sloveniji. Oceno je utemeljil z visoko korelacijo med združitvami in prevzemi ter komercialnimi skrbnimi pregledi, namreč trend priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji je prav tako ocenil z 8.

5.3.5 Prihodnost komercialnih skrbnih pregledov

Zadnje vprašanje intervjuja je intervjuvancem omogočilo podajo mnenja o prihodnosti za storitev komercialnega skrbnega pregleda, upoštevajoč predvsem hiter razvoj tehnologije in umetne inteligence. Posebno vprašanje, zastavljeno v tem sklopu, je bilo.

10. Kakšna je prihodnost za storitev komercialnih skrbnih pregledov, bo ta vse bolj pomembna ali bo to storitev lahko nadomestila tehnologija, umetna inteligenca itd.?

Intervjuvanci so podali zanimive in v določeni meri podobne poglede na prihodnost storitve komercialnega skrbnega pregleda. Enotni so si bili v več točkah, in sicer glede pomembnosti komercialnih skrbnih pregledov in glede uporabe tehnologije. Intervjuvanci so menili, da bodo komercialni skrbni pregledi še naprej ostali pomembni in postali še kakovostnejši z napredkom tehnologije. Enotni so si bili v tem, da pričakujejo v prihodnosti večjo uporabo umetne inteligence pri izvedbi analiz v sklopu komercialnega skrbnega pregleda, a kljub vzponu tehnologije bo človeški prispevek pri storitvi še vedno nujen.

- Intervjuvanec 1 je menil, da bo storitev komercialnega skrbnega pregleda v prihodnosti postala še pomembnejša kot danes. Pričakuje, da se bo storitev nekoliko preoblikovala, saj bodo določeni segmenti sčasoma nadomeščeni z umetno inteligenco. Med temi segmenti je naštel obdelavo podatkov in statistične naloge. Ne glede na porast uporabnosti tehnologije bosta še vedno obstajali potreba po interpretaciji podatkov ter postavitve podatkov in analiz v kontekst podjetja, ki bo predmet komercialnega skrbnega pregleda. Povzel je, da bodo v prihodnosti deli storitve komercialnega skrbnega pregleda izvedeni s pomočjo umetne inteligence, medtem ko bo del storitve še vedno izveden s človeškimi viri. Umetna inteligenca bo strateškimi svetovalcem omogočila pametnejšo uporabo podatkov in učinkovitejše delo.
- Intervjuvanec 2 je kot ključno pričakovanje poudaril, da se bo kakovost storitve komercialnega skrbnega pregleda v prihodnosti povečala, saj bo dostopnost do podatkov večja. Po drugi strani pričakuje, da se bo vrednost celotnega trga komercialnih skrbnih pregledov zmanjšala, saj bodo podjetja lahko več analiz naredila sama. Predvidel je, da bo v bližnji prihodnosti na trg prišlo orodje, ki bo z vnaprej pripravljenimi predlogami za poročila in s pomočjo umetne inteligence zmoglo samostojno pripraviti visoko kakovostna poročila skrbnih pregledov. Vloga strateških svetovalcev bo bolj usmerjena v preverjanje logike rezultatov analiz in zaključkov – torej bodo postali neke vrste pregledovalci, kar se razlikuje od trenutne vloge analitikov in raziskovalcev. Dodana vrednost strateškega svetovalca bo ostala v mehkih veščinah, ki bodo predvsem izražene pri ocenjevanju konkurence in analiziranju obnašanja kupcev.
- Intervjuvanec 3 je menil, da bo umetna inteligenca vsekakor prevzela del storitve komercialnega skrbnega pregleda v prihodnosti, a še vedno bo obstajala potreba po ljudeh, ki bodo znali pregledati analize in zaključke umetne inteligence ter jih prilagoditi po potrebi. Naloge in delo, ki ne zahtevajo ustvarjalnosti, bodo po njegovem mnenju še najhitreje nadomeščeni z uporabo umetne inteligence. Z vzponom nove tehnologije

pričakuje, da bo industrija strateškega svetovanja šla skozi preobrazbo z vidika načina dela in z vidika veščin, ki jih bodo morali imeti strateški svetovalci. Z leti bo nujnost postala veščina komunikacije z umetno inteligenco, kar je sploh pri poslovni uporabi veliko težje, kot se zdi na prvi pogled. Ljudje, ki bodo znali učinkovito uporabljati orodja z umetno inteligenco, bodo predstavljali veliko dodano vrednost za strateška svetovalna podjetja. Poleg veščin iskanja podatkov bodo strateški svetovalci morali znati tudi strukturirati in interpretirati informacije, pridobljene s pomočjo umetne inteligence.

5.4 Ocena izvedbe raziskave in diskusija rezultatov

5.4.1 Ocena izvedbe

Ocenjujem, da je primarna raziskava prinesla dobre začetne vpoglede v področje združitve in prevzemov ter v področje komercialnih skrbnih pregledov. Predvsem pozitiven zaključek je ta, da gre najverjetneje za prvo raziskavo na področju komercialnih skrbnih pregledov v Sloveniji, kar odpira vrata tudi nadaljnjim raziskavam. Metoda primarne raziskave s pomočjo intervjujev se je izkazala za primerno izbiro, saj so rezultati omogočili razmeroma podroben vpogled v trenutne in prihodnje priložnosti za združitve in prevzeme ter komercialne skrbne preglede. V nadaljevanju izpostavljam izbor implikacij za prakso in teorijo ter določene omejitve pri raziskavi, ki se lahko naslovijo v prihodnjih raziskavah.

5.4.2 Implikacije za prakso

Rezultati raziskave prinašajo širok izbor informacij, iz katerih lahko razvijemo več implikacij za prakso. Na področju združitve in prevzemov je ključna ugotovitev, da bo v prihodnje najverjetneje več združitve in prevzemov, tako globalno kot tudi v Sloveniji. Ta ugotovitev je skladna tudi z literaturo, pregledano v poglavju 2 ZDRUŽITVE IN PREVZEMI, saj na primer Guerzoni in drugi (2023) na podlagi ankete več kot 1.200 CEO-jev prav tako predvidevajo porast združitve in prevzemov v prihodnosti. Rezultati raziskave Guerzoni in drugi (2023) po drugi strani nakazujejo na precej pesimistično gospodarsko klimo v trenutnem času, ki je posledica motenj v dobavnih verigah, visokih stroškov in inflacije cen. Ta ugotovitev je prav tako skladna z ugotovitvami raziskave v sklopu tega magistrskega dela, saj so vsi trije intervjuvanci podobno izpostavili upočasnjevanje gospodarske rasti kot enega izmed ključnih razlogov za trenutno upočasnitev združitve in prevzemov ter posledično tudi skrbnih pregledov. Prav trenutna upočasnitev združitve in prevzemov je tudi eden izmed povodov za verjeten porast združitve in prevzemov v prihodnosti, ko bo sledilo izboljšanje geopolitične situacije in drugih socialno-ekonomskih kazalnikov globalno. Ugotovitev glede verjetne nadaljnje rasti števila združitve in prevzemov v prihodnosti nakazuje na pomembnost njihove vloge kot orodja za rast podjetij, kar lahko gospodarstvenikom tako globalno kot tudi v Sloveniji sporoča, naj razmislijo o možnosti izvedbe takšne transakcije tudi v svojem poslovnem okolju.

Zaradi vse večjega števila združitvev in prevzemov sta pomembna tudi kakovostna priprava na te in manjšanje tveganj za neuspešen prevzem. V tej točki raziskava kaže na pomembnost komercialnega skrbnega pregleda, ki znatno zmanjša tveganje in podaja jasno sliko o ciljnem podjetju in njegovem trgu. Rezultati raziskave tega magistrskega dela ugotavljajo obstoj zelo visoke korelacije med združitvami in prevzemi ter skrbnimi pregledi, vključno s komercialnim skrbnim pregledom. Ta ugotovitev ne preseneča, še posebej ob upoštevanju tudi zgodovinskega razvoja tako združitvev in prevzemov kot tudi skrbnih pregledov. Namreč tako Malik in drugi (2014) kot tudi Golubov in drugi (2013) ugotavljajo, da so združitve in prevzemi od začetka njihove uporabe v 18. stoletju igrali pomembno vlogo pri rasti podjetij in njihovih tržnih deležev, medtem ko je v zadnjih letih veliko poudarka predvsem na iskanju sinergij med podjetji. Z vse večjim številom združitvev in prevzemov ter z naraščanjem njihove kompleksnosti zaradi vključevanja vse več industrij v ta trend je s povpraševanjem nastala tudi priložnost za pomoč podjetjem pri izvedbi teh transakcij – predvsem z vidika preverjanja ciljnih podjetij. Heatley (2018) je tako ugotovil, da je s časom izvedba skrbnih pregledov postala stalna praksa pri združitvah in prevzemih, medtem ko je v zadnjih nekaj desetletjih še poseben poudarek na komercialnih skrbnih pregledih, ki analizirajo več dejavnikov kot le finančno, davčno in pravno stanje ciljnega podjetja. Vsa ta literatura kaže na očitno povezavo med združitvami in prevzemi ter skrbnimi pregledi (vključno s komercialnimi skrbnimi pregledi), kar kaže tudi raziskava tega magistrskega dela. Upoštevajoč to dejstvo lahko impliciram, da bo v praksi povpraševanje po komercialnih in drugih skrbnih pregledih naraščalo sorazmerno z združitvami in s prevzemi ter da bodo podjetja tudi v nadalje morala upoštevati pomembnost kakovostnega pregleda ciljnega podjetja pred transakcijo.

5.4.3 Implikacije za teorijo

Raziskava tega magistrskega dela kljub majhnemu številu intervjuvancev ponuja več implikacij za teorijo, predvsem za nadaljnje raziskave. Na podlagi rezultatov intervjujev sem oblikoval tri ključne trditve, ki se mi zdijo najzanimivejše in jih raziskovalci lahko v prihodnje podrobneje testirajo s kvantitativno raziskavo (npr. anketo). Trditve so naslednje:

- Podjetja v najmanj 80 odstotkih združitvev ali prevzemov pred transakcijo izvedejo komercialni skrbni pregled.
- Letna rast (ali padec) vrednosti združitvev in prevzemov v Sloveniji se od globalne povprečne rasti (ali padca) ne razlikuje več kot 10 odstotnih točk.
- Vsaj 80 odstotkov podjetij bi v primeru združitve ali prevzema raje najelo svetovalno podjetje za izvedbo komercialnega skrbnega pregleda, kot da bi samostojno izvedlo pregled s pomočjo razpoložljivih tehnologij umetne inteligence.

V prejšnjem poglavju že omenjam pomembno ugotovitev raziskave tega dela, to je zelo visoka korelacija med združitvami in prevzemi ter komercialnimi skrbnimi pregledi. Intervjuvanci so poudarili, da je komercialni skrbni pregled v praksi skoraj nepogrešljiv pri

vseh združitvah in prevzemih, sploh pri tistih vrednostih nad nekaj 10 milijonov evrov. Za potrditev teh rezultatov sklepam, da bi bilo koristno tudi kvantitativno preveriti to trditev, na primer s pomočjo ankete direktorjev podjetij, s podobno metodologijo kot Guerzoni in drugi (2023). V primeru potrditve te trditve tudi s kvantitativno raziskavo lahko ta podatek kaže ključno implikacijo za teorijo – v primeru analize komercialnih skrbnih pregledov je treba vsaj v določeni meri analizirati in upoštevati tudi združitve in prevzeme, saj so komercialni skrbni pregledi v najvišji meri odvisni od njih. Kakršne koli spremembe in trendi v združitvah in prevzemih imajo tako lahko znaten vpliv na komercialne skrbne preglede.

Druga pomembna ugotovitev raziskave tega magistrskega dela z implikacijami za teorijo je, da je slovenski trg v veliki meri odvisen od globalnega trga na področju združitvev in prevzemov ter komercialnih skrbnih pregledov. Na tem področju predhodne literature sicer nisem našel, kar kaže na večjo vrzel, ki jo prihodnje raziskave lahko zapolnijo. K temu bi pripomogla kvantitativna raziskava, na primer statistična analiza rasti združitvev in prevzemov v obdobju preteklih 10 let v Sloveniji ter globalno, ki bi lahko na osnovi zanesljivih podatkov potrdila korelacijo med slovenskim in globalnim trgom združitvev in prevzemov. V primeru dostopnosti podatkov za takšno analizo bi se lahko v nadaljevanju izvedla podobna analiza tudi za skrbne preglede. V primeru potrditve korelacije med slovenskim in globalnim trgom združitvev in prevzemov tudi s kvantitativno raziskavo bi bila ključna implikacija za teorijo ta, da je pri prihodnjih analizah slovenskega trga treba upoštevati tudi dogajanje na globalnem trgu, saj globalna rast in trendi na tem področju v največji meri zaznamujejo tudi slovenski trg.

Tretja pomembna ugotovitev raziskave tega magistrskega dela je, da bodo kljub hitremu razvoju tehnologije (predvsem umetne inteligence) komercialni skrbni pregledi še naprej zelo pomembna storitev z visokim povpraševanjem. To ugotovitev lahko prihodnje raziskave kvantitativno preverijo, na primer z anketo direktorjev, podobno, kot so to storili Guerzoni in drugi (2023). Anketirance bi bilo treba vprašati, ali bi v primeru izvedbe združitve ali prevzema v prihodnje raje najeli svetovalno podjetje za izvedbo komercialnega skrbnega pregleda, oziroma bi raje uporabili tehnologije umetne inteligence in sami izvedli analizo. Vsi intervjuvanci v raziskavi tega magistrskega dela so bili namreč podobnega mnenja, da bo v prihodnje storitev komercialnega skrbnega pregleda še naprej pomembna in da se bo z razvojem umetne inteligence zgolj dvignila kakovost analiz in končnih poročil. V primeru potrditve teh ugotovitev s kvantitativno raziskavo bo to pomenilo pomembne implikacije za teorijo, namreč v prihodnjih raziskavah bo treba obravnavati komercialne skrbne preglede in umetno inteligenco kot medsebojno dopolnjujoči področji, in ne kot medsebojno izključujoči izbiri za podjetja. Prav tako bo treba upoštevati napredek in razvoj umetne inteligence pri razumevanju trga komercialnih skrbnih pregledov in upoštevati njen vpliv na samo storitev.

5.4.4 Omejitve raziskave

Intervju je v širši literaturi prepoznan kot ena izmed najbolj uporabnih metod raziskovanja, saj zaradi svoje prilagodljivosti omogoča boljše razumevanje kompleksnih tem, ki jih je težje nasloviti s strukturiranim vprašalnikom (Blaxter in drugi, 2009; Kvale in Brinkmann, 2009). Intervju omogoča preoblikovanje vprašanj in zagotavljanje razumevanja odgovorov intervjuvancev. Po drugi strani ima intervju kot vsaka raziskovalna metoda tudi določene slabosti. Prisotnost izvajalca intervjuja je lahko razlog za prilagajanje odgovorov intervjuvanca glede na način postavljanja vprašanja, sprejemanja odgovorov in dinamike med osebama. Odgovori tako morda ne razkrivajo popolnoma resničnega mnenja intervjuvancev ali je kakšna podrobnost lahko namerno izpuščena, kar lahko popači rezultate (Alshenqeeti, 2014). Nadalje je pogosta kritika intervjujem kot raziskovalni metodi ta, da so časovno potratni v procesu zbiranja in analize podatkov, saj zahtevajo pripravo zapiskov, kompleksnejše oblikovanje ugotovitev in včasih tudi prevajanje. Prav tako odpirajo prostor za pristranskost intervjuvancev, kar zmanjšuje njihovo zanesljivost. Tabela 6 predstavlja povzetek tako prednosti kot slabosti intervjuja kot raziskovalne metode.

Tabela 6: Prednosti in slabosti intervjujev

Prednosti	Slabosti
Visoka stopnja odgovorov	Časovno zamuden
Manj nepopolnih odgovorov	Majhen obseg raziskave
Lahko boljše zajame resničnost	Nikoli 100-odstotno anonimen
Nadzorovano zaporedje odgovorov	Možnost podzavestne pristranskosti
Sorazmerno prilagodljiv	Možnost nedoslednosti

Vir: prirejeno po Alshenqeeti (2014).

Pri interpretaciji rezultatov raziskave tega magistrskega dela je treba upoštevati zgoraj navedene slabosti metode intervjuja, saj se nekatere kažejo tudi v moji raziskavi. Zaradi omejenih kapacitet, sredstev in časa raziskava v tem magistrskem delu vključuje tri intervjuvance. Glede na majhen obseg raziskave in izbire intervjujev kot metode raziskave je nujno upoštevati, da so rezultati zgolj vpogledi v obravnavano temo in se ne morejo posplošiti na populacijo. Kljub manjšemu številu intervjuvancev raziskava ponuja uporabne začetne vpogledе glede priložnosti za združitve in prevzeme ter komercialne skrbne preglede, tako na globalni kot slovenski ravni. Za zvišanje gotovosti ugotovitev in zaključkov bi bilo smiselno v nadaljnjih raziskavah vključiti še večje število intervjuvancev in določene odgovore preveriti tudi s kvantitativno raziskavo, saj bi se s tem možnost napak

zmanjšala. Pri nadaljnjih intervjujih je pomembno, da se sledi logiki izbire ustreznih oseb z izkušnjami na področju komercialnih skrbnih pregledov. V primeru tega magistrskega dela so to bili strateški svetovalci na najvišjih pozicijah, saj imajo ti profili najboljši vpogled v področje komercialnih skrbnih pregledov. Krog potencialnih intervjuvancev se lahko potencialno razširi tudi na stranke komercialnih skrbnih pregledov, ki pogosto potrebujejo to storitev in so dobro seznanjene z njo. Kandidati s takšnimi značilnostmi so recimo vodje zasebnih naložbenih skladov, bank in večjih korporativnih podjetij.

Nadalje ugotavljam, da primarna raziskava v tem magistrskem delu temelji na odgovorih intervjuvancev, ki so trenutno vsi zaposleni v isti družbi, kar lahko vodi v pristranskost. Kljub temu menim, da so odgovori in zaključki zelo pomembni, saj so vsi intervjuvanci v preteklosti delovali tudi v različnih svetovalnih podjetjih. Prav tako je svetovalna industrija svojevrstna, saj delo s številnimi različnimi strankami in v različnih industrijah omogoča celovit pogled na trenutno stanje in priložnosti. Za še dodaten dvig kakovosti prihodnjih raziskav in gotovosti zaključkov menim, da bi bilo v nadaljnjih raziskavah smiselno razširiti število svetovalnih podjetij, iz katerih bodo izbrani intervjuvanci.

6 SKLEP

V magistrskem delu analiziram tri ključna področja:

1. Kakšne priložnosti za združitve in prevzeme lahko pričakujemo globalno in v Sloveniji v prihodnjih letih?
2. Kako običajno potekajo skrbni pregledi, še posebej komercialni skrbni pregledi, in kakšna je njihova vloga na slovenskem trgu?
3. Kakšne priložnosti za izvajanje storitve komercialnega skrbnega pregleda lahko pričakujemo globalno in v Sloveniji v prihodnjih letih?

Na podlagi pregleda obstoječe literature in primarne raziskave ugotavljam, da so združitve in prevzemi zelo priljubljeno in relativno uspešno orodje za rast podjetij, medtem ko bo število združitvev in prevzemov v naslednjih petih letih rastlo. Kljub gospodarski negotovosti v letu 2023, ki je bila izražena tako v nedavni literaturi kot tudi v primarni raziskavi, je vodstvo podjetij usmerjeno v iskanje priložnosti za rast z združitvami ali prevzemi. Ugotavljam, da je zaradi trenutne geopolitične situacije veliko bolj priljubljeno vlaganje v združitve ali prevzeme v državah, ki so med seboj geopolitične zaveznice. Globalne priložnosti za združitve in prevzeme so trenutno v pričakovanih izčlenitvah (angl. carve-out) in odcepitvah (angl. spin-off) delov podjetij, pri čemer bodo odcepljeni deli podjetij ob strateškem preoblikovanju postali tarče za prevzeme iz strani drugih podjetij. Primarna raziskava je pokazala, da obstajajo določeni dvomi glede priložnosti za združitve in prevzeme zaradi gospodarske negotovosti, a je v naslednjih petih letih predvsem po ponovnem vzponu gospodarske rasti pričakovan porast transakcij. V Sloveniji je stanje združitvev in prevzemov zelo podobno globalnemu, saj je slovenski trg združitvev in

prevzemov v veliki meri odvisen on tujih naložb. Primarna raziskava je tudi pokazala, da bo v Sloveniji v naslednjih petih letih še nekoliko več priložnosti za združitve in prevzeme v primerjavi z globalnim trgom, predvsem zaradi privlačnosti slovenskega trga, ki izhaja iz dobre geografske lege in razvijajočega trga.

Skrbni pregled je nepogrešljiv korak v procesu združitve in prevzemov, ki prevzemnim podjetjem omogoča vpogled v delovanje ciljnega podjetja in s tem zmanjšanje tveganj. Nadalje skrbni pregled omogoča tako prevzemnemu kot ciljnemu podjetju boljše izhodišče za pogajanja glede cene prevzema ali združitve. Skrbne preglede običajno izvajajo velika globalna svetovalna podjetja, ki so pri pregledovanju objektivna. Vrste skrbnih pregledov, ki jih prevzemna podjetja običajno izvajajo, so finančni, pravni, komercialni in davčni skrbni pregled, a obstajajo tudi drugi posebni skrbni pregledi (npr. tehnični pregled in pregled okoljske skladnosti).

Komercialni skrbni pregled je ključni postopek pri združitvah in prevzemih, v katerem potencialni kupci ali vlagatelji ocenijo komercialno upravičenost, priložnosti in tveganja, povezana s ciljnim podjetjem. Komercialni skrbni pregled ima štiri ključne komponente: pregled trga, analiza konkurence, ocena vrednostne verige in ocena poslovnega načrta ciljnega podjetja. Pregled trga vključuje oceno velikosti trga, napoved prihodnje rasti in analizo značilnosti trga, kot so dejavniki rasti, trendi, priložnosti in tveganja na trgu ciljnega podjetja. Analiza konkurence vključuje identifikacijo in analizo ključnih konkurentov za ciljno podjetje, pri čemer se upoštevajo ocena tržnega deleža, ključni kazalniki uspešnosti finančnega poslovanja, ponujena vrednost in poslovni modeli konkurentov, prepoznavnost blagovnih znamk, cenovna politika in drugi vidiki tekmovanja med podjetji. Ocena vrednostne verige se osredotoča na ciljno podjetje ter ocenjuje delovanje njegovega poslovnega in operativnega modela.

Pregled poslovnega modela vključuje pregled pretekle uspešnosti ciljnega podjetja, v katerem se preverijo finančna uspešnost, portfelj izdelkov ali storitev, dobavitelji in partnerji ter njihovo sodelovanje in prispevek k uspešnosti. V pregledu operativnega modela je ključna analiza ljudi, procesov in organizacijske strukture ciljnega podjetja. Ocena poslovnega načrta se prav tako osredotoča na ciljno podjetje, pri čemer je ključna ocena verjetnosti in realnosti načrtovane rasti prihodkov, stroškov in dobička v poslovnem načrtu. Poleg tega lahko ta analiza vključuje tudi iskanje dodatnih priložnosti za rast ter sinergije ciljnega in prevzemnega podjetja.

Na podlagi primarne raziskave ugotavljam, da lahko v naslednjih petih letih pričakujemo več priložnosti za izvajanje storitve komercialnega skrbnega pregleda. Rezultati primarne raziskave kažejo, da so priložnosti za komercialne skrbne preglede v Sloveniji v zelo visoki meri odvisne od priložnosti za združitve in prevzeme v Sloveniji ter s tem tudi od priložnosti za združitve in prevzeme na globalni ravni, ki so trenutno nekoliko na nižji ravni v primerjavi s preteklimi leti. S ponovnim dvigom gospodarske rasti se pričakuje, da bo število združitvev

in prevzemov naraslo v naslednjih petih letih, s čimer bo dodatno naraslo povpraševanje po izvedbi komercialnega skrbnega pregleda.

LITERATURA IN VIRI

1. Adolph, G., Gillies, S. in Krings, J. (2006). *Strategic due diligence: A foundation for M&A success*. Booz & Company.
2. Agarwal, S. in Ramaswami, S. N. (1992). Choice of foreign-market entry mode - impact of ownership, location and internalization factors. *Journal of International Business Studies*, 23(1), 1–27. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490257>
3. Agrawal, A. in Jaffe, J. F. (2000). The post-merger performance puzzle. V *Advances in mergers and acquisitions* (str. 7–41). Emerald Group Publishing Limited.
4. Aktas, N., de Bodt, E. in Roll, R. (2006). Is European M&A regulation protectionist?. *The Economic Journal*, 117(522), 1096–1121,
5. Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F. in Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663–688.
6. Alshenqeeti, H. (2014). Interviewing as a data collection method: A critical review. *English linguistics research*, 3(1), 39–45.
7. Amit, R. in Livnat, J. (1988). Diversification strategies, business cycles and economic performance. *Strategic Management Journal*, 9(2), 99–110.
8. Andrews, M. in Sternberg, D. (2013). IT due diligence leading practices. *M&A information technology best practices*, 67–90.
9. Ansoff, H. I. (1957). Strategies for diversification. *Harvard business review*, 35(5), 113–124.
10. Ansoff, H. I. (1980). Strategic issue management. *Strategic management journal*, 1(2), 131–148.
11. Ansoff, H. I., Kipley, D., Lewis, A., Helm-Stevens, R. in Ansoff, R. (2018). *Implanting strategic management*. Springer.
12. Barnett, F. W. (1988). Four steps to forecast total market demand. *Harvard Business Review*, 66(4), 28–38.
13. Beck, U. (2018). *What is globalization?*. John Wiley & Sons.
14. Bergen, M. in Peteraf, M. A. (2002). Competitor identification and competitor analysis: a broad-based managerial approach. *Managerial and decision economics*, 23(4/5), 157–169.
15. Bertonecelj, A. (2006). Acquisition valuation: how to value a going concern?/Vrednotenje prevzema: kako vrednotiti delujoče podjetje? *Nase Gospodarstvo: NG*, 52(5/6), 116.
16. Bertonecelj, A. (2009). Critical success factors in mergers and acquisitions: evidence from Slovenia. *International Journal of Sustainable Economy*, 1(2), 198–212.
17. Bhattacharjee, S. (2022). *Understanding Commercial Due Diligence: Significance, Mandate, Resources*. <https://signalx.ai/blog/understanding-commercial-due-diligence/>

18. Blaxter, L., Hughes, C. in Tight, M. (2010). *Ebook: How to Research*. McGraw-Hill Education (UK).
19. Brown, C. (2022). *What is commercial due diligence?* KPMG. Pridobljeno 24. septembra 2023 s <https://kpmg.com/ie/en/home/insights/2022/07/what-is-commercial-due-diligence-cdd-strategy.html>
20. Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of applied Finance*, 12(1), 48-68.
21. Cartwright, S. in Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1–S5.
22. CFI Education. (2023). *Types of Due Diligence*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/types-of-due-diligence/>
23. Chung, Y. in Kim, A. J. (2020). Effects of mergers and acquisitions on brand loyalty in luxury Brands: The moderating roles of luxury tier difference and social media. *Journal of Business Research*, 120, 434–442.
24. Cirman, P. (2015, 13. november). *Heineken uradno prevzel vzvode v Laškem: po prevzemu sledi združitev z Unionom*. <https://www.dnevnik.si/1042724692>
25. Datta, D. K., Hemmann, P. in Rasheed, A. A. (2002). Choice of foreign market entry modes: Critical review and future directions. *Advances in Comparative International Management*, 14, 85–153.
26. Davis, W. B. (2009). The Importance of the Due Diligence Investigations: Failed Mergers and Acquisitions of the United States' Companies. *Ankara Bar Review*, 2(1), 5–17.
27. De Franco, G., Gavius, I., Jin, J. Y. in Richardson, G. D. (2011). Do private company targets that hire Big 4 auditors receive higher proceeds? *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 215–262.
28. DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.
29. Dervarič, E., Medved, M. in Malenković, V. (2008). Strategic factors and a model of enterprise restructuring in the coal industry in Europe with emphasis on experiences in a Slovenia-Velenje coal mine case. *Journal of the Southern African Institute of Mining and Metallurgy*, 108(10), 627–640.
30. Engert, O., Kaetzler, B., Kordestani, K. in MacLean, A. (2019). *Organizational culture in mergers: Addressing the unseen forces*. New York: McKinsey&Company.
31. Enrile, J. (2018). *M&A Negotiation Tactics and Strategies: Tips From a Pro*. <https://www.toptal.com/finance/mergers-and-acquisitions/m-and-a-negotiation>
32. Ensign, P. C. (2001). Value chain analysis and competitive advantage. *Journal of General Management*, 27(1), 18–42.
33. Erel, I., Liao, R. C. in Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045–1082.
34. Feldman, E. R. in Hernandez, E. (2022). Synergy in mergers and acquisitions: Typology, life cycles, and value. *Academy of Management Review*, 47(4), 549–578.

35. Fischer, S. (2003). Globalization and its challenges. *American Economic Review*, 93(2), 1–30.
36. Frankel, M. E. in Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.
37. Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.
38. Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.
39. Generale, S. (2019). *Societe Generale announces the signing of an agreement for the sale of SKB Banka (Slovenia) and its subsidiaries to OTP Bank*. Societe Generale. <https://www.societegenerale.com/en/news/newsroom/societe-generale-announces-agreement-sale-skb-banka-slovenia-and-its-subsidiaries-otp>
40. Gole, N. in Grgič, M. (2018, 25. september). *Ukrajinski MHP Holding kupil Perutnino Ptuj*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/ukrajinski-mhp-holding-kupil-perutnino-ptuj/>
41. Golubov, A., Petmezas, D. in Travlos, N. G. (2013). Empirical mergers and acquisitions research: A review of methods, evidence and managerial implications. *Handbook of research methods and applications in empirical finance*, 287–313.
42. Grgič, M. (2017, 3. april). *Japonci prevzeli Helios*. <https://old.delo.si/gospodarstvo/podjetja/japonci-prevzeli-helios.html>
43. Guerzoni, A., Mirchandani, N. in Perkins, B. (2022). Will bold strategies fuel market-leading growth?. V *EY 2022 CEO Outlook Survey*. Ernst & Young.
44. Guerzoni, A., Mirchandani, N. in Perkins, B. (2023). *EY CEO Outlook Pulse Survey — January 2023*.
45. Harvey, M. G. in Lusch, R. F. (1995). Expanding the nature and scope of due diligence. *Journal of Business Venturing*, 10(1), 5–21.
46. Haucap, J., Rasch, A. in Stiebale, J. (2019). How mergers affect innovation: Theory and evidence. *International Journal of Industrial Organization*, 63, 283–325.
47. Heatley, S. (2018). *Due diligence: everything you need to know*. <https://www.perkbox.com/uk/resources/blog/everything-you-need-to-know-about-due-diligence#:~:text=The%20origin%20of%20the%20term,US%20Securities%20Act%20of%201933.>
48. Hitt, M. A., Ireland, R. D. in Hoskisson, R. E. (2016). *Strategic management: Concepts and cases: Competitiveness and globalization*. Cengage Learning.
49. Kaplinsky, R. (2004). Spreading the gains from globalization: What can be learned from value-chain analysis? *Problems of economic transition*, 47(2), 74–115.
50. Knight, J. (2003). Updated definition of internationalization. *International higher education*, (33).
51. Kode, G., Ford, J. in Sutherland, M. (2003). A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature. *South African journal of business management*, 34(1), 27–38.

52. Krug, J. A. in Aguilera, R. V. (2004). Top management team turnover in mergers & acquisitions. V *Advances in mergers and acquisitions*, 4 (str. 121–149). Emerald Group Publishing Limited.
53. Kvale, S. in Brinkmann, S. (2009). *Interviews: Learning the craft of qualitative research interviewing*. Sage Publications, Inc.
54. Lahovnik, M. (2010). Corporate governance in slovenia after sixteen years of transition. *Transformations in Business & Economics*, 9(2).
55. Lahovnik, M. in Malenković, V. (2011). Corporate acquisition strategies and economic performance—A case of Slovenia. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, časopis za ekonomsku teoriju i praksu-Proceedings of Rijeka Faculty of Economics, Journal of Economics and Business*, 29(1), 33–50.
56. Lin, L., Lee, C. in Kuo, H. (2013). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. *Encyclopedia of finance*, 541.
57. Ljungqvist, A. in Wilhelm Jr, W. J. (2003). IPO pricing in the dot-com bubble. *The Journal of Finance*, 58(2), 723–752.
58. Lopert, K. (2017). Vrednotenje podjetja. *Mladi podjetnik*. <https://mladipodjetnik.si/podjetniski-koticek/pridobivanje-sredstev/vrednotenje-podjetja>
59. Loredana, E. M. (2016). The use of Ansoff matrix in the field of business. *Annals - Economy Series, Constantin Brancusi University, Faculty of Economics*, vol. 2 (str. 141–149).
60. Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S. in Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520.
61. Management Consulted. (2023). *Top Consulting Firms of 2023*. Pridobljeno 13. julija 2023 s <https://managementconsulted.com/top-consulting-firms/>
62. McKeever, M. P. (2018). *How to write a business plan*. Nolo.
63. Nova KBM, d. d. (2016). *Sale of Nova KBM successfully Concludes*. <https://www.nkbm.si/sale-of-nova-kbm-successfully-concludes>
64. Nova KBM, d. d. (2023). *Največji prevzem v zgodovini Skupine OTP uspešno zaključen*. <https://www.nkbm.si/najvecji-prevzem-v-zgodovini-skupine-otp-uspesno-zaključen>
65. Pan, Y. in Tse, D. K. (2000). The hierarchical model of market entry modes. *Journal of international business studies*, 31(4), 535–554.
66. Patel, K. (2019). *What is Commercial Due Diligence & How to Conduct It?* <https://dealroom.net/faq/commercial-due-diligence>
67. Pautler, P. A. (2003). Evidence on mergers and acquisitions. *Antitrust Bulletin*, 48, 119.
68. Penger, S. in Tekavčič, M. (2008). Slovenian case of strategic change management in the public sector: towards the Lisbon Strategy. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu*, 26(2), 301–324.
69. Perry, J. S. in Herd, T. J. (2004). Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & leadership*, 32(2), 12–19.

70. Pervan, M., Višić, J. in Barnjak, K. (2015). The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*, 23, 1451–1456.
71. Pro Plus, d.o.o. (2001). *Societe Generale prevzela SKB banko*. Pridobljeno 24. septembra 2023 s <https://www.24ur.com/societe-generale-prevzela-skb-banko.html>
72. Renneboog, L. in Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650–699.
73. Robertson, R. in White, K. E. (2007). What is globalization. *The Blackwell companion to globalization*, 54–66.
74. Robins, M. B. (2008). Intellectual property and informative technology due diligence in mergers and acquisitions: A more substantive approach needed. *Journal of Law, Technology and Policy*, 321.
75. Rossi, S. in Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304.
76. Radiotelevizija Slovenija. (2011). *Bo Sandoz ukinil znamko Lek?* <https://www.rtv slo.si/gospodarstvo/bo-sandoz-ukinil-znamko-lek/250376>
77. Radiotelevizija Slovenija. (2018). *Bruselj odobril prevzem Gorenja kitajski družbi Hisense*. <https://www.rtv slo.si/gospodarstvo/bruselj-odobril-prevzem-gorenja-kitajski-druzbi-hisense/462654>
78. Radiotelevizija Slovenija. (2019). *Pošta Slovenije bo v sredo končala 28,7-milijonski prevzem Intereurope*. <https://www.rtv slo.si/gospodarstvo/posta-slovenije-bo-v-sredo-koncala-28-7-milijonski-prevzem-intereurope/504681>
79. Savovic, S. in Pokrajcic, D. (2013). Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. *Актуальні проблеми економіки* (6), 424–434.
80. STA. (2023, 30. junij). *Mol zaključil prevzem bencinskih servisov OMV*. <https://www.dnevnik.si/1043027227>
81. Steigenberger, N. (2017). The challenge of integration: A review of the M&A integration literature. *International Journal of Management Reviews*, 19(4), 408–431.
82. Tekavec, V. (2014, 31. julij). *Agrokor objavil prevzem Mercatorja*. <https://old.delo.si/gospodarstvo/podjetja/mercator-6.html>
83. Tissen, M. in Šneidere, R. (2011). Origination of due diligence and scope of its application. *Journal of Business Management*, (4).
84. Van den Elsen, M. (2019). *Due Diligence process history and future*. <https://www.corporatefinanceineurope.eu/future-due-dilligence-process/>
85. Van Kalmthout, D., Romeo-Stuppy, K., Huber, L., Von Eichborn, S. in Clément, C. (2021). Mandatory environmental and human rights due diligence. *Tobacco induced diseases*, 19.
86. Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344–2378.
87. Zamora, E. A. (2016). Value chain analysis: A brief review. *Asian Journal of Innovation and Policy*, 5(2), 116–128.