

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA POTENCIALNE ZDRUŽITVE PODJETIJ A IN B**

Ljubljana, december 2023

ROK MAČEK

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Rok Maček, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza potencialne združitve podjetij A in B, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem red. prof dr. Aljošo Valentinčičem

### 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 plagiatorstvo – 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 plagiatorstvo 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

<b>1 UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2 RAST IN POVEZOVANJE PODJETIJ .....</b>	<b>3</b>
<b>2.1 Notranja rast podjetja.....</b>	<b>4</b>
<b>2.2 Zunanja rast podjetja.....</b>	<b>5</b>
2.2.1 Vodoravna (horizontalna) integracija.....	7
2.2.2 Navpična (vertikalna) integracija .....	7
2.2.3 Koncentrična (sorodna) integracija .....	7
2.2.4 Konglomeratna (mešana) integracija.....	8
<b>2.3 Teorija o vrstah možnega povezovanja med podjetji.....</b>	<b>8</b>
2.3.1 Prezem deleža podjetja .....	8
2.3.2 Združitev.....	9
2.3.3 Odkup premoženja.....	11
2.3.4 Odkup z zadolžitvijo (LBO).....	11
2.3.5 Menedžerski odkup (MBO).....	11
2.3.6 Skupna vlaganja.....	12
2.3.7 Pogodbeno povezovanje .....	12
<b>3 RAZLOGI IN MOTIVI ZA ZDRUŽITVE IN PREVZEME.....</b>	<b>12</b>
<b>3.1 Teorije operativne učinkovitosti.....</b>	<b>13</b>
3.1.1 Razlike v učinkovitosti .....	13
3.1.2 Ekonomije obsega .....	14
3.1.3 Povezovanje in dopolnjevanje aktivnosti .....	15
<b>3.2 Tržna moč.....</b>	<b>15</b>
<b>3.3 Problem principala in agenta .....</b>	<b>15</b>
<b>3.4 Diverzifikacija .....</b>	<b>16</b>
<b>3.5 Podcenjenost tarče .....</b>	<b>16</b>
<b>3.6 Davki.....</b>	<b>17</b>
<b>4 (NE)USPEŠNOST ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV .....</b>	<b>17</b>
<b>5 OPIS OBRAVNAVANIH PODJETIJ .....</b>	<b>19</b>
<b>5.1 Podjetje A .....</b>	<b>19</b>
<b>5.2 Podjetje B .....</b>	<b>22</b>

5.3 Povezovanje med podjetjema A in B .....	24
<b>6 ANALIZA VIDIKOV ZDRUŽITVE PODJETIJ A IN B .....</b>	<b>25</b>
6.1 Izbira vrste povezovanja med podjetjema A in B .....	25
6.2 Lastniški vidik .....	28
6.3 Vidik zaposlenih .....	29
6.4 Vidik kupcev .....	30
6.5 Davčni in računovodski vidik.....	31
6.6 Finančni vidik .....	33
6.7 Vrednotenje združenih podjetij .....	36
6.7.1 Metode vrednotenja.....	36
6.7.2 Izračun NSV .....	37
<b>7 SKLEP.....</b>	<b>42</b>
<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>44</b>
<b>PRILOGA .....</b>	<b>1</b>

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Stroškovni prihranki v primeru združitve podjetij A in B .....	37
Tabela 2: Dodatni stroški v primeru združitve podjetij A in B .....	38
Tabela 3: Diskontirani neto stroškovni tokovi .....	42

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Temeljne strategije podjetij.....	3
Slika 2: Izvirna Ansoffova matrika rasti .....	5
Slika 3: Razvoj M&A po svetu skozi čas.....	6
Slika 4: Proces pripojitve .....	10
Slika 5: Proces spojitve .....	10
Slika 6: Prikaz (dis)ekonomij obsega ter optimalne velikosti podjetja .....	14
Slika 7: Gibanje prihodkov in čistega dobička podjetja A letih 2017-2022 .....	21
Slika 8: Tortni prikaz prihodkov podjetja A za leto 2022, po vrstah produktov.....	21
Slika 9: Organizacijska struktura podjetja A na dan 31.12.2022. ....	22
Slika 10: Gibanje prihodkov in čistega dobička podjetja B v letih 2017-2022.....	23
Slika 11: Organizacijska struktura podjetja B na dan 31.12.2022 .....	24
Slika 12: Matrika izbire optimalne vrste strategije rasti podjetja.....	27

## KAZALO PRILOG

Priloga 1: Intervju z managerjem podjetij A in B. ....	1
--	---

## SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

**APA** – (angl. American Psychological Association); Mednarodni standardi navajanja virov

**CAPM** – (angl. Capital Asset Pricing Model); Model vrednotenja dolgoročnih naložb

**DDPO** – Davek od dohodkov pravnih oseb

**DDV** – Davek na dodano vrednost

**DPO** – (angl. Data Protection Officer); Pooblaščen osebni za varstvo osebnih podatkov

**EBITDA** – (angl. Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization); Poslovni izid pred stroški obresti, davkov in amortizacije

**LBO** – (angl. Leveraged buy-out); Odkup z zadolžitvijo

**M&A** – (angl. Mergers & Acquisitions); Združitve in prevzemi

**MBO** – (angl. Management buy-out); Managerski odkup

**NSV** – Neto sedanja vrednost

**ROE** – (angl. return on equity); Donosnost lastniškega kapitala

**SKD** – Standardna klasifikacija dejavnost

**SWOT** – (angl. strengths, weaknesses, opportunities and threats analysis); Analiza prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti

**ZZZS** – Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije

**WACC** – (angl. weighted average cost of capital); Tehtano povprečje stroškov kapitala



# 1 UVOD

Podjetja se od samega začetka svojega obstoja soočajo z nenehnimi poslovnimi izzivi. Razvoj tehnologije, globalizacija in krajšanje življenjske dobe izdelkov po mnenju Bösecke (2009) podjetja silijo v povečevanje njihove učinkovitosti. Svoje prispeva tudi konkurenčno poslovno okolje in vse bolj zahtevni potrošniki zaradi česar so podjetja primorana v sodelovanje z drugimi podjetji (Van Zeventer, 2019). Po mnenju Sherman in Hart (2006) bi lahko celo rekli, da so podjetja soočena z izbiro mentalitete »rasti ali umri«, zato se morajo za čim hitrejšo rast poslužiti strategije zunanje rasti.

Številni avtorji s področja združitvev in prevzemov (angl. mergers and acquisitions, v nadaljevanju M&A) se tako kot Muceniaks (2020) strinjajo, da je zunanja rast primerna za podjetja, ki želijo razširiti obseg poslovanja in okrepiti položaj na trgu. Prav tako podjetjem omogoča izkoriščanje operativnih sinergij in ekonomij obsega, porazdeljuje tveganje ter povečuje učinkovitost (Fasua in Osagie, 2016). Podjetja lahko strategijo zunanje rasti zasledujejo na več načinov in sicer prek prevzemov, združitvev, pripojitev, managerskih odkupov in drugih vrst dolgoročnega poslovanja kot so npr. skupna vlaganja, franšize, licence itd. (Duh, 2022, str. 159; Gaughan, 2018; Reddy, 2014). Obstajajo pa tudi različne smeri povezovanja - vodoravno, navpično, koncentrično in konglomeratno (Lahovnik, 2013, str. 18-20; Čater in drugi, 2011, str. 63-68; Calipha in drugi, 2010).

Da postajajo aktivnosti M&A med podjetji vse bolj popularne, kaže tudi rekord iz leta 2021, ko je vrednost tovrstnih poslov prvič v zgodovini preseгла 5.000 milijard ameriških dolarjev (Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, 2023).

V magistrskem delu sem se osredotočil na potencialno združitvev dveh podjetji iz prakse, ki kot samostojni pravni osebi na slovenskem trgu poslujeta že dobrih 30 let. Podjetje A v skladu z standardno klasifikacijo dejavnosti (v nadaljevanju SKD) 47.740 spada pod »Trgovino na drobno v specializiranih prodajalnah z medicinskimi in ortopedskimi pripomočki« (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma), medtem ko podjetje B posluje v »Splošni zunajbolnišnični zdravstveni dejavnosti« pod SKD 86.210 (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma). Glavna razlika med podjetjema A in B je, da se slednje ukvarja izključno z oproščeno dejavnostjo na podlagi podeljene koncesije s strani Zavoda za zdravstveno zavarovanje Slovenije (v nadaljevanju ZZZS), na drugi strani pa poslovanje podjetja A poteka prek davčno neoprosčenih poslov.

Čeprav sta obe podjetji v zasebni lasti pod enotnim lastništvom, v preteklosti ni bilo zaslediti interesa po združevanju. S prihodom novega - večinskega lastnika v letu 2019 pa so se začela pojavljati vprašanja o izkoriščanju potencialnih sinergij, ki bi jih združitve lahko prinesla. Poleg prednosti združitve je potrebno proučiti tudi ovire, ki jih tovrsten proces prinaša, saj so združitve zapleten in večdimenzionalen proces, ki zahteva veliko napora (Fiorentino in

Garzella, 2015), dodatno kompleksnost pa predstavlja omenjena različna davčna obravnava obeh podjetij.

V magistrskem delu sem na podlagi domače in tuje literature proučil področje M&A, predvsem vrste povezovanja ter s tem povezane motive in izzive, s katerimi se podjetja soočajo. Na podlagi dostopnih podatkov in izkušenj, pridobljenih na delovnem mestu enega izmed podjetij, želim v prvi vrsti analizirati poslovanje ločenih podjetij A in B, s ciljem ovrednotiti različne vidike, ki imajo vpliv na njuno potencialno združitev. Na podlagi rezultatov nameravam odgovoriti na glavna tri raziskovalna vprašanja:

- Ali bi združitev podjetji A in B ustvarjala prihodkovne sinergije?
- Ali bi združitev podjetji A in B ustvarjala stroškovne sinergije?
- Ali bi bili združeni podjetji A in B bolj dobičkonosni kot ločeni pravni osebi?

Glavni namen magistrskega dela je oblikovati priporočila, ki bodo služila kot usmeritev poslovodstvu ter predvsem lastnikom obeh podjetij pri njunem nadaljnjem poslovnem razvoju.

Glede na namen in cilje lahko delo označim kot aplikativno raziskovalno, saj želim z izvedeno analizo svetovati podjetjema A in B pri nadaljnjem poslovanju. V teoretičnem delu magistrskega dela sem se osredotočil na pridobivanje sekundarnih podatkov s področja M&A, kjer je literatura zelo obsežna. Empirični del, poleg omenjenih podatkov, zajema še finančne podatke, pridobljene iz podatkovnih baz obeh podjetij ter ugotovitve na podlagi individualnega intervjuja, ki sem ga opravil z managerjem podjetij A in B. Tovrstne kvalitativno naravnane analize so primerne predvsem v primeru proučevanja majhnega števila enot, na katere vpliva večje število spremenljivk, saj raziskovalcu omogoča poglobitev v problem raziskovanja (Bregar in drugi, 2005, str. 158-159) ter pripomore pri podajanju končnega mnenja.

Zasnova magistrskega dela v prvem delu temelji na teoretičnih ugotovitvah, kjer se bralec seznani z vrstami strategij poslovanja podjetij. Da bi odgovorili na raziskovalna vprašanja, se delo v nadaljevanju osredotoči na področje M&A, ki zajema več vrst in smeri povezovanja. Sledi poglavje o motivih, kjer so naštet glavni razlogi za medsebojno povezovanje in sodelovanje podjetij.

Praktični del magistrskega dela se začne s predstavitvijo proučevanih podjetij A in B, kjer se bralec seznani s kratko zgodovino in poslovanjem podjetij, pa tudi njuno finančno sliko. Da bi lažje razumeli proučevan problem, je v nadaljevanju opisan način trenutnega povezovanja med podjetjema. Jedro magistrskega dela je razdeljeno na različne vidike potencialne združitve podjetij A in B, ki jih je bilo potrebno podrobneje analizirati. Ta del zajema izbiro najprimernejše vrste povezovanja med podjetjema, vpliva na različne skupine deležnikov kot so lastniki, zaposleni in kupci do finančnih sinergij ter vrednotenja neto sedanje vrednosti denarnih tokov združenih podjetij.



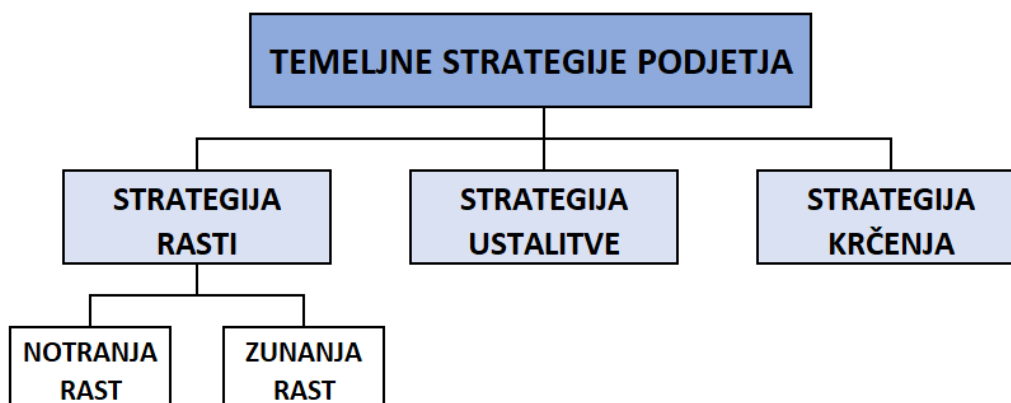
V sklepnem poglavju so povzete pomembnejše ugotovitve, prek katerih odgovorim na zastavljena raziskovalna vprašanja in vodstvu podam usmeritev glede prihodnjega povezovanja podjetij A in B. Na koncu dela je v skladu z navodili za izdelavo pisnih del Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani navedena uporabljena literatura ter priložen opravljen intervju.

## 2 RAST IN POVEZOVANJE PODJETIJ

Podjetja se od samega začetka svojega obstoja soočajo z nenehnimi poslovnimi izzivi. Razvoj tehnologije, globalizacija in krajšanje življenjske dobe izdelkov jih po mnenju Bösecke (2009) silijo v povečevanje njihove učinkovitosti. Svoje prispeva tudi konkurenčno poslovno okolje in vse bolj zahtevni potrošniki zaradi česar so podjetja primorana v sodelovanje z drugimi podjetji (Van Zeventer, 2019). Podobnega mišljenja je tudi Hayes (2022), ki v svojem delu omeni dva ključna dejavnika v času kapitalizma – to sta rast in konkurenca.

Verjetno se ne bi zmotili, če trdimo, da v poslovnem svetu obstaja toliko različnih strategij, kot obstaja različnih podjetij. V teoriji razlikujemo med tremi glavnimi vrstami strategij podjetij. To so strategije rasti, strategija ustalitve in strategija krčenja (Duh, 2022, str. 156; Veršič, 2020; Čater in drugi, 2011, str. 61; Wheelen in Hunger, 2010, str. 255), prikazane na sliki 1.

*Slika 1: Temeljne strategije podjetij*



*Vir: prirejeno po Duh (2022, str. 159-168).*

Ker v magistrskem delu analiziram primernost združitve anonimiziranih podjetij A in B, se bom v nadaljevanju osredotočil izključno na strategijo rasti. To naj bi zasledovala vsa podjetja, saj s seboj prinaša stabilnost, varnost in dobičkonosnost (Kovač in Bertoncej, 2007), po mnenju Haldar in drugih (2014 v Močnik in drugi, 2021) pa je prav rast

najpomembnejši dejavnik M&A. Da prevzemnim podjetjem strategija rasti predstavlja glavni motiv za M&A transakcije, govori tudi analiza avtorjev Baldacchino in drugi (2022).

Strategija rasti podjetja po mnenju Čater in drugi (2011, str. 62) temelji na povečevanju obsega, pa naj bo to prometa, števila prodanih proizvodov oziroma storitev, števila zaposlenih ali dodane vrednosti. Rast se lahko doseže prek pridobivanja določenih konkurenčnih prednosti, povečevanja tržnega deleža, pa tudi z identificiranjem tržnih vrzeli (Oh in Johnston, 2021). Da bi uspele na hitro rastočem trgu, se organizacije prilagajajo še na druge načine kot npr. vstopajo na nove trge in uvajajo nove izdelke. Za doseganje teh ciljev pa seveda potrebujejo zadostne finančne resurse (Faizan in drugi, 2014).

Pri strategiji rasti podjetja izbirajo med notranjo in zunanjo rastjo (Fasua in Osagie, 2016; Reddy, 2014), ki sta predstavljeni v nadaljevanju.

## **2.1 Notranja rast podjetja**

Notranjo oziroma organsko rast lahko pojmuje kot rast, ki jo podjetje doseže z že obstoječimi zmogljivostmi ali z njihovim povečevanjem s pomočjo lastnih sredstev (Bukvič, 2021; Bajec, 2013). Kot primer organske rasti lahko navedemo zaposlovanje novega kadra, razvijanje novih izdelkov ali geografsko širitev podjetja s pomočjo lastnih zadržanih dobičkov (Reddy, 2014; Sherman in Hart, 2006). Dejstvo je, da se dodatne zmogljivosti prek organske rasti pridobivajo relativno počasi oziroma počasneje kot bi lahko to podjetja dosegla z zunanjo rastjo (Čater in drugi, 2011, str. 62). Gaughan (2018) organsko rast, označi kot počasen in negotov proces, vendar ima lahko podjetje s tovrstno rastjo po mnenju Anžič (2004) večji nadzor nad svojimi projekti.

Po mnenju Ignjatovič (2005) je izvajanje strategije notranje rasti odvisno od velikosti podjetja. Medtem ko naj bi manjša podjetja ideje za rast pridobivala bolj naključno na podlagi vsakodnevnega poslovanja, je pri večjih podjetjih notranja rast veliko bolj strateško naravnana. Predlogi so v tem primeru natančneje analizirani ter ovrednoteni, saj so za tovrstne projekte pogosto potrebna visoka finančna sredstva.

Pri izbiri vrste notranje rasti si lahko podjetja oziroma njegovo vodstvo pomaga s takoimenovano Ansoffovo matriko, ki predstavlja štiri temeljne strategije rasti, odvisne od naklonjenosti tveganju in obsegu sprememb (Čater in drugi, 2011, str. 62-65). To so strategija prodora na trg, strategija razvoja trga, strategija razvoja proizvoda in strategija diverzifikacije (Peterdy, 2022), prikazane na sliki 2.

Izvirna matrika je v preteklosti dobila še dodatne komponente in danes zajema devet različnih strategij, za katera se lahko podjetja odločajo prek zasledovanja novih ali že obstoječih proizvodov ter trgov (Mind Tools Content Team, brez datuma).

Slika 2: Izvirna Ansoffova matrika rasti

		IZDELEK	
		OBSTOJEČ	NOV
TRG	OBSTOJEČ	PRODOR NA TRG	RAZVOJ PROIZVODA
	NOV	RAZVOJ TRGA	DIVERZIFIKACIJA

Vir: prirejeno po Peterdy (2022).

## 2.2 Zunanja rast podjetja

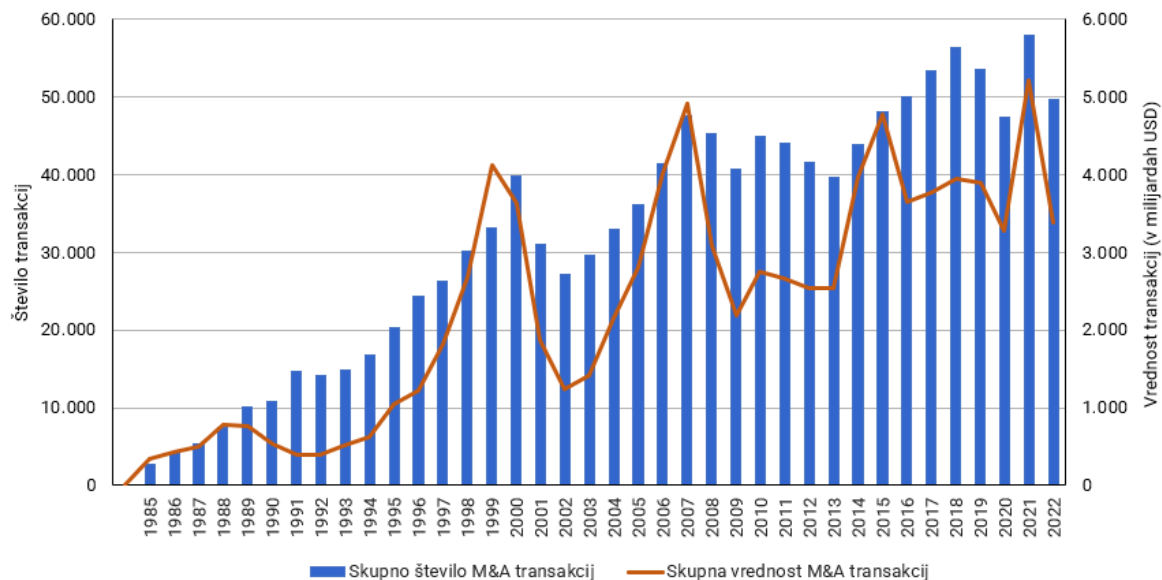
Sherman in Hart (2006) sta mnenja, da so podjetja dandanes soočena z izbiro mentalitete »rasti ali umri«, zato se morajo za čim hitrejšo rast poslužiti strategije zunanje rasti. To v praksi vodi do prevzemov, združitvev, skupnih vlaganj in drugih oblik povezovanja podjetji kot so npr. strateška partnerstva in franšizing (Duh, 2022, str. 159; Reddy, 2014; Gaughan, 2018), ki po mnenju slednjega s seboj prinašajo hitrejšo rast, a tudi večje poslovno tveganje.

Zasledovanje združitvev in prevzemov je po mnenju Muceniaks (2020) primerno za podjetja, ki si želijo razširiti obseg poslovanja in utrditi položaj na trgu. Prav tako jim omogoča izkoriščanje stroškovnih sinergij, zmanjšuje konkurenco in odvisnost od dobaviteljev, omogoča dostop do novega kapitala (Renneboog in Vansteenkiste, 2019), porazdeljuje tveganje ter povečuje učinkovitost (Fasua in Osagie, 2016). Frankel in Forman (2017, str. 57) poudarita pomembnost časovnih prihrankov, saj je proces prevzema obstoječega podjetja hitrejši, kot bi za podobno raven zmogljivosti potrebovalo na novo ustanovljeno podjetje. Dodatno pa se podjetja prek zunanje rasti lažje izognejo stagnaciji, izgubi strank in s tem vrednosti podjetja (Sherman in Hart, 2006).

Da postajajo aktivnosti M&A med podjetji vse bolj popularne, kaže tudi rekord iz leta 2021, ko je vrednost tovrstnih poslov prvič v zgodovini preseгла 5.000 milijard ameriških dolarjev in se ustavila pri 5.218 milijardah ameriških dolarjev (Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, 2023). Celotna vrednost omenjenih aktivnosti je po navajanju PWC (2020) preseгла celo številke iz najbolj plodnih obdobj razmaha interneta (1999-2001) in obdobja poceni zadolževanja (2004-2007). Kljub temu, da se je število poslov v naslednjem letu

občutno zmanjšalo, lahko na sliki 3 opazimo jasen trend rasti števila transakcij in njihove celotne vrednosti (Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, 2023).

Slika 3: Razvoj M&A po svetu skozi čas



Vir: Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (2023).

Da se M&A transakcij ne poslužujejo le večje svetovne korporacije, govori tudi podatek, da so leta 2022 investicije v zasebni kapital predstavljale dobrih 40 % vrednosti vseh transakcij (PWC, brez datuma).

Sherman in Hart (2006) združitve označita kot najučinkovitejši način vstopa na nov trg, lansiranja nove linije izdelkov ali povečanja distribucijskega dosega. Čeprav je zunanja rast hitrejši proces širitve podjetja in njegove velikosti, s seboj prinaša veliko negotovosti, ki je lahko skupaj s pomanjkljivim strateškim planiranjem, usodna za obstoj podjetja (Fasua in Osagie, 2016). Težave se lahko zaradi medsebojnih razlik pojavljajo tudi z organizacijo in poslovanjem skupnega podjetja (Anžič, 2004).

Ko se podjetje odloči zasledovati strategijo rasti, sledi analiza o tem kakšno vrsto oziroma smer povezovanj bo ubralo. Številni avtorji navajajo štiri glavne smeri povezovanja med podjetji: vodoravno, navpično, koncentrično in konglomeratno (Lahovnik, 2013, str. 18-20; Čater in drugi, 2011, str. 67-68; Calipha in drugi, 2010). Ne glede na smer povezovanja pa je glavni cilj enak - da podjetje posluje učinkoviteje, kot je poslovalo pred tem (Faizan in drugi, 2014).

Da bi bolje razumeli teoretično podlago povezovanja podjetij A in B, so v nadaljevanju predstavljene vrste oziroma smeri povezovanja.

### 2.2.1 Vodoravna (horizontalna) integracija

Ko gre za povezovanje podjetij na isti stopnji verige vrednosti, govorimo o vodoravnem oziroma horizontalnem povezovanju (Hayes, 2022; Zhao in Niu, 2022; Bösecke, 2009). Vključeni subjekti praviloma delujejo v isti panogi, kjer si med seboj konkurirajo (Muceniaks, 2020; Luenendonk, 2019; Čater in drugi, 2011, str. 71). Podjetja se tovrstne integracije poslužujejo predvsem zaradi izločitve konkurence, kar vodi v povečanje tržnega deleža in tržne moči, ter možnosti zniževanja stroškov na podlagi sinergij npr. ekonomije obsega pri skupni proizvodnji ali raziskavah in razvoju (Zhao in Niu, 2022; Luenendonk, 2019; Lahovnik, 2013, str. 18). Slednji v nadaljevanju pojasni, da je vodoravna integracija primerna predvsem za podjetja s podobnimi končnimi kupci, verigo vrednosti in podobnimi prodajnimi kanali. Ena izmed odmevnejših primerov vodoravne integracije pri nas je bila združitev Abanke in Nove KBM leta 2020 (Bukvič, 2021).

Potrebno se je zavedati, da tovrstna integracija ni vselej zaželena, saj lahko privede do dominantnega položaja na trgu in s tem konkretno ogrozi konkurenčno učinkovitost (European Commission, 2021). V primeru prevelike tržne koncentracije so podjetja podvržena protimonopolni zakonodaji posameznih držav (Lahovnik, 2013, str. 18).

### 2.2.2 Navpična (vertikalna) integracija

Če gre pri vodoravni integraciji za sodelovanje podjetij na isti stopnji verige vrednosti, gre pri navpični integraciji za povezovanje podjetij na različnih stopnjah le-te (Hayes, 2022; Luenendonk, 2019; Bösecke, 2009). V splošnem se povezovanje po vrednostni verigi deli na integracijo naprej, kjer prevzemnik prevzame kupca oziroma distributerja svojih produktov, in integracijo nazaj, kjer prevzemnik prevzame svojega dobavitelja (Veršič, 2020; Lahovnik, 2013, str. 18). Medtem ko do prve vrste prihaja zaradi želje podjetja po diferenciaciji proizvodov in boljšega dostopa do distribucijskih kanalov, so prednosti druge vrste integracije manjša odvisnost od dobaviteljev, pridobitev znanja in zaščita vložkov v proces. To najbolj pride do izraza v panogah s polproizvodi, kjer so podjetja bolj odvisna od svojih dobaviteljev ter kupcev (Lahovnik, 2013, str. 18; Slorach, 2004, str. 96).

### 2.2.3 Koncentrična (sorodna) integracija

V primeru povezovanja podjetij, ki imajo enako ciljno skupino, niso pa nujno v isti dejavnost oziroma ne ponujajo enakih izdelkov in storitev, govorimo o koncentrični integraciji (Luenendonk, 2019). Ker imajo omenjena podjetja že v osnovi sorodne procese poslovanja, lahko pride do določenih sinergij kot sta npr. povečanje dodane vrednosti in povečanje števila tržnih transakcij (Bertoncelj, 2005, str. 17). S tovrstno integracijo se podjetje razširi na nova poslovna področja, ki so do določene mere povezana s trenutnim poslovanjem (Pučko in drugi, 2009, str. 76). Pučko in drugi (2009, str. 76) v svojem delu ponazorijo primer koncentrične integracije s turističnim podjetjem, ki se primarno ukvarja z organizacijo

turističnih potovanj, kasneje pa svoj nabor storitev razširi na izposojno vozil, plovil ali hotelirstvo. Podobnega koncepta so se v preteklosti po mnenju Habeck in drugi (2000, str. 19) posluževale tudi banke s prevzemi zavarovalnih in informacijsko-tehnološke podjetij.

#### 2.2.4 Konglomeratna (mešana) integracija

Za razliko od koncentrične, o konglomeratni integraciji govorimo, ko se povežeta podjetji iz nepovezanih dejavnosti (Lajoux in Capital Expert Services LLC, 2019; Luenendonk, 2019; Berk in DeMarzo, 2017), kar za prevzemno podjetje pomeni vstop na povsem nov trg, s katerim nima nikakršnih izkušenj (Pučko in drugi, 2009, str. 76). Prav zato jo Tekavc in Pučnik (2002, str. 86) označita za najzahtevnejšo izmed do sedaj obravnavanih strategij povezovanja. Čemu je konglomeratna integracija potemtakem sploh priljubljena? Dejstvo je, da nekatera podjetja poslujejo v cikličnih panogah, kjer je prodaja npr. odvisna od letnega časa. Strategija diverzifikacije po mnenju Čater in drugi (2011, str. 72) zmanjšuje tveganje nestanovitnosti denarnih tokov in omogoča ponovno investiranje dobičkov v nove panoge. Čeprav lahko tovrstni konglomerati za delničarje predstavljajo dober notranji trg kapitala (Bertoncelj, 2005, str. 16-17), pa je ustvarjanje vrednosti iz dveh nepovezanih podjetij vse prej kot enostavno (Berk in DeMarzo, 2017).

### 2.3 Teorija o vrstah možnega povezovanja med podjetji

Čeprav lahko v angloameriški literaturi zasledimo različne izraze za povezovanje podjetij kot so »merger«, »takeover« in »acquisition« (Ross in drugi, 2022, str. 880-882; DePamphilis, 2018; Slorach, 2004, str. 95), je razlikovanje le-teh med seboj zapleteno (Bukvič, 2021; Tekavc in Pučnik, 2002, str. 13). Zato se je skozi leta oblikoval izraz M&A, ki po navajanju Lajoux in Capital Expert Services LLC (2019) opisuje konsolidacijo podjetij ali sredstev prek različnih vrst finančnih transakcij - združitve, prevzemov, nakupov sredstev, managerskih prevzemov, javnih ponudb itd. V slovenski terminologiji se združitve dodatno razčlenijo na pripojitve in spojitve (Bukvič, 2021). Ne glede na delitev pa je poglavitni cilj vseh omenjenih oblik povezovanja podjetij in s tem povečevanje njihove vrednosti (Bertoncelj, 2008, str. 13).

Najpogostejše vrste sodelovanja med podjetji, ki jih navajajo avtorji s tega področja so na kratko predstavljeni v nadaljevanju:

#### 2.3.1 Prevzem deleža podjetja

Prevzem je vrsta transakcije, kjer prevzemno podjetje prek nakupa pridobi kontrolo nad vodstvom in premoženjem ciljnega podjetja, z namenom vključitve le-tega v svoje trenutno poslovanje (Ross in drugi, 2022, str. 882; Mucenieks, 2020). Ciljno podjetje s tem izgubi poslovno samostojnost, a lahko še vedno ohrani pravno samostojnost (Bösecke, 2009). V kolikor je prevzet kontrolni delež oziroma delež glasovalnih pravic dovolj visok, prevzemno

podjetje pridobi popoln vpliv nad sprejetimi odločitvami prevzete družbe. V primeru enostavne lastniške strukture je za pridobitev kontrolnega deleža potrebno razpolagati z vsaj 50 % delnic (Ahern in Weston, 2007, v Wei in drugi, 2021), medtem ko se v realnosti zaradi razpršenosti lastništva ta prag giblje med 25 % in 33 % glasovalnih pravic (Lahovnik, 2013, str. 14; Bertoncelej, 2008, str. 15-16).

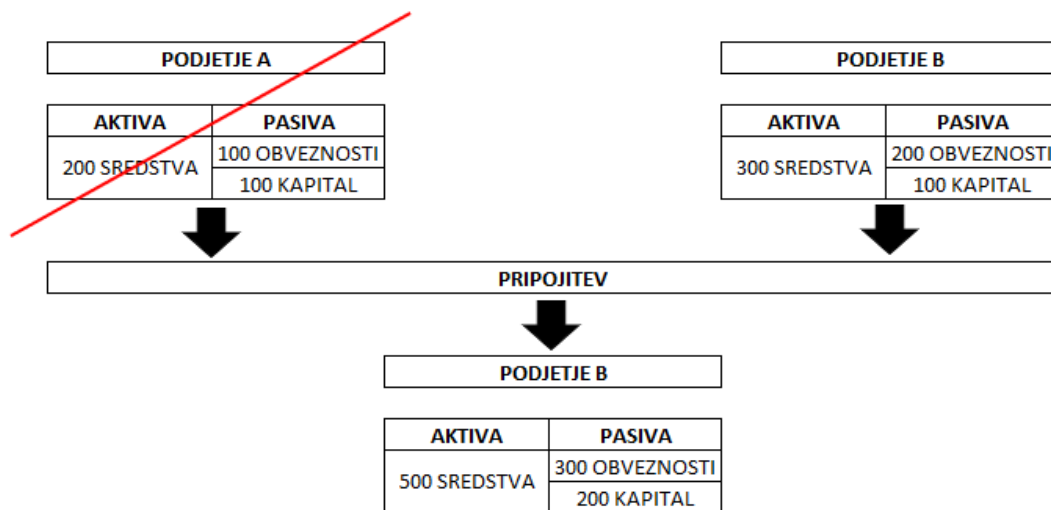
Postopek prevzema se začne z uradno ponudbo, naslovljeno na ciljno podjetje. V kolikor sta vodstvi obeh podjetij naklonjeni povezovanju, se s pogajanjem oblikuje prevzemna cena, prevzem pa lahko označimo kot prijateljski (Bertoncelej, 2008, str. 16-19). Do sovražnega oziroma neprijateljskega prevzema pride takrat, ko vodstvo tarče prevzemu nasprotuje (Dimovski, 2019) ali njegovi deležniki (vodstvo, delničarji in zaposleni) o prevzemni ponudbi niso bili primerno obveščeni (Hayes, 2022). Namera o sovražnem prevzemu vodi v uporabo obrambnih ukrepov s strani vpletenih v ciljnim podjetju, ki naj bi v teoriji prevzemnika odvrnilo od prevzema. Kljub temu obramba pred sovražnim prevzemnikom ni vedno dovolj visoka ovira za potencialnega prevzemnika, kar rezultira v omenjeni transakciji (Bertoncelej, 2008, str. 16-19).

### 2.3.2 Združitev

Pri združitvah gre za povezovanje dveh ali več ločenih podjetij, ki se oblikujejo v novo samostojno pravno osebo pod novim imenom, lastništvom ter vodstvom, ki ga sestavljajo zaposleni iz združujočih se družb (CFI Team, 2022; Sherman in Hart, 2006). To pomeni, da vsaj eno izmed vpletenih podjetij izgubi svojo poslovno in pravno samostojnost (Bösecke, 2009). Največkrat, sploh v tujini, gre za transakcije, kjer se izmenjajo lastniški deleži podjetij brez vmešavanja zunanjih financerjev. Na ta način se podjetja izognejo nepotrebnemu zadolževanju in se osredotočijo na poslovne učinke novoustanovljene družbe (Bertoncelej, 2008, str. 16-17). 580. člen Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17, 22/19 – ZPosS, 158/20 – ZIntPK-C, 18/21, 18/23 – ZDU-1O in 75/23, navaja, da se lahko družbe združujejo prek dveh različnih načinov - pripojitve ali spojitve, ki sta predstavljena v nadaljevanju.

Pripojitev se kot ena izmed vrst prenosa premoženja na drugo podjetje opravi s prenosom celotnega premoženja iz prevzetih družb na prevzemno družbo (580. člen ZGD-1). To pomeni, da za pripojitev štejemo transakcije, kjer pravna oseba kot prevzemnik pripoji eno ali več podjetij oziroma tarč, le-te pa prenehajo obstajati kot samostojna podjetja. V nekaterih primerih je možno tudi, da ciljno podjetje posluje še naprej in sicer kot podrejeno hčerinsko podjetje (Društvo ekonomistov Ljubljana in Pravniško društvo Ljubljana, 2000, str. 25). V praksi se kupnina tarče največkrat poravnava z delnicami novega podjetja. Bertoncelej (2005, str. 14) v svojem delu zapiše, da pri pripojitvi »preživi« le eno podjetje, ostala pa svoja sredstva in obveznosti prenesejo na prevzemnika, kot prikazuje slika 4, ter v nadaljevanju doda, da naj bi se v praksi manjša podjetja pripojila k večjemu.

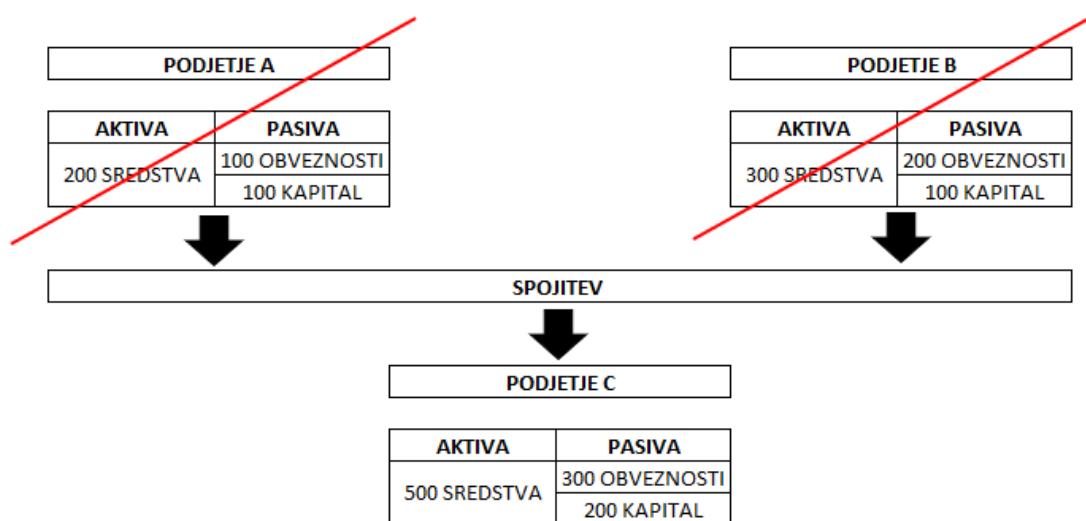
Slika 4: Proces pripojitve



Vir: prirejeno po Bertoneclj (2005, str. 81-82).

Za razliko od pripojitve, se pri spojitvi ustanovi popolnoma nova družba, na katero preide premoženje vseh družb, ki se spajajo (580. člen ZGD-1). Kot prikazuje slika 5, v procesu prenehajo vsa prvotna podjetja, njihova sredstva ter obveznosti pa se prenesejo na novo družbo. Deležniki prvotnih družb so v procesu poplačani iz delnic novoustanovljene družbe (Lahovnik, 2013, str. 15). Bertoneclj (2008, str. 18) in Lahovnik (2013, str. 15) tovrsten proces imenujeta konsolidacija podjetij, slednji pa meni, da je v primeru združevanja podjetij podobnih velikosti, bolj smiselna spojitve podjetij.

Slika 5: Proces spojitve



Vir: prirejeno po Bertoneclj (2005, str. 81-82).



### 2.3.3 Odkup premoženja

O odkupu premoženja govorimo, ko prevzemna družba odkupi pogodbeno določen del ali celotno premoženje ciljne družbe. Da bi to lahko storila, mora še prej od tedanjih delničarjev pridobiti večino glasov (Viraj, 2014). Tovrsten odkup ima pred drugimi vrstami odkupov pomembno prednost, saj lahko investitorji odkupijo katerikoli v naprej določen del podjetja ter z njim upravljajo, ob tem pa ne prevzamejo obveznosti ciljnega podjetja (Viraj, 2014; Bertoneclj, 2005, str. 85).

Kljub naštetim prednostim, so odkupi premoženja relativno redki in se po navadi pojavljajo pri likvidacijskih postopkih ter na javnih dražbah. Temu prispeva tudi administrativno zahteven proces prenosa lastništva, kjer je potrebno pripraviti zajetno količino dokumentacije (Bertoneclj, 2005, str. 85-86). Po navajanju Bertoneclja (2005, str. 86) ciljna podjetja v tem procesu največkrat prenehajo obstajati ali se preoblikujejo. Seveda pa odločitev o prihodnjem poslovanju zavisi od volje novih lastnikov (Viraj, 2014).

### 2.3.4 Odkup z zadolžitvijo (LBO)

Odkup z zadolžitvijo (angl. leveraged buy-out, v nadaljevanju LBO) je odkup lastniškega deleža podjetja s pretežno pomočjo zadolževanja (Ross in drugi, 2022, str. 911; Viraj, 2014). Izvede ga skupina investitorjev, ki s pomočjo bank, skladov tveganega kapitala in drugih virov začasno ustanovi novo – prevzemno podjetje. Slednje služi kot subjekt za pridobivanje zadostne količine sredstev za odkup večinskega deleža ciljne družbe, pri čemer se dolg prevzemnega zavaruje s pričakovanimi denarnimi tokovi prevzetega podjetja (Viraj, 2014). Investitorji pa lahko v procesu vložijo tudi svoja lastna sredstva (Gaughan, 2018). Proces LBO se po navajanju Grahove (2019, str. 57) zaključi s pripojitvijo vmesne in ciljne družbe, pri čemer bo nastali dolg poravnani iz prihodnjih dobičkov ciljnega podjetja.

### 2.3.5 Menedžerski odkup (MBO)

V kolikor se poslovodstvo odloči za večinski ali delni prevzem lastništva podjetja, govorimo o managerskem odkupu (angl. management buy-out, v nadaljevanju MBO) (Grah, 2019, str. 33). Managerji imajo namreč največ informacij o delovanju podjetja in so zato lahko najprimernejši kandidat za odkup (Slorach, 2004, str. 135). Ti lahko z namenom prevzema ustanovijo novo podjetje in s pomočjo bank kot financerjev, podobno kot pri odkupu z zadolžitvijo v prejšnjem odstavku, prevzamejo delež lastniškega kapitala v ciljnem podjetju (Bruining in drugi, 2013). Pri MBO so torej vključene tri glavne skupine akterjev - prevzemniki oziroma management podjetja, delničarji ciljnega podjetja ter zunanji financerji (Grah, 2019, str. 39). Podobno kot pri LBO, so tudi pri MBO transakcijah najbolj zaželena ciljna podjetja v zreli fazi razvoja, s stabilnim poslovanjem in pozitivnimi denarnimi tokovi (Frankel in Forman, 2017, str. 24-25).

### 2.3.6 Skupna vlaganja

Skupna vlaganja (angl. joint venture) so vrsta poslovnega sodelovanja, kjer se dve ali več podjetij poveže z namenom doseganja skupnega cilja (DePamphilis, 2018). Po mnenju Čater in drugih (2011, str. 85) vpletena podjetja po navadi med seboj niso lastniško povezana in ohranijo svojo samostojnost, medtem pa ustanovijo novo podjetje z namenom skupnih vlaganj kot so npr. razvoj določenega izdelka, procesa ali tehnologije (DePamphilis, 2018; Gaughan, 2018). Lastniki oziroma investitorji v organizacijsko obliko so v skladu s svojim vložkom upravičeni do kontrolnega deleža, posledično pa tudi do udeležbe v dobičku oziroma izgubi le-te (Slorach, 2004, str. 127).

Gaughan (2018) zapiše, da lahko podjetja prek skupnih vlaganj izboljšajo zmogljivosti raziskav in razvoja, povečajo distribucijsko mrežo ter pridobijo dostop do tujih trgov. Čater in drugi (2011, str. 86) pa poleg medsebojnega učenja, poudarijo predvsem delitev vložkov posameznega partnerja za doseganje enakih rezultatov, s čimer se porazdeli tudi poslovno tveganje.

### 2.3.7 Pogodbeno povezovanje

V praksi obstajajo tudi oblike povezovanja podjetij, ki ne zahtevajo kapitalskih obvez in tako ohranjajo njihovo samostojnost. Gre za različne vrste pogodbenega povezovanja kot so franšizing, licenciranje, strateška partnerstva in druge vrste dolgoročnega sodelovanja (Čater in drugi, 2011, str. 88-93; Sherman in Hart, 2006). Le-te veljajo za manj zahtevne oblike povezovanja med podjetji, saj od vpletenih strank zahtevajo le določitev pogojev in izvršljivo pogodbo (Gaughan, 2018). Po drugi strani pa pogodbeno povezovanja podjetjem prinašajo določene koristi (npr. zmanjšanje tveganja zamud pri dobavi surovin za proizvodnjo izdelka) brez potrebe po prevzemih ali združitvah.

## **3 RAZLOGI IN MOTIVI ZA ZDRUŽITVE IN PREVZEME**

V teoriji obstajajo številne teorije in hipoteze zakaj prihaja do pojava prevzemov med podjetji, saj ima vsak avtor o tem svoje mnenje. Lahko bi rekli, da so hipoteze komplementarne in ne morejo obstajati povsem samostojno, nekatere pa se med seboj celo izključujejo. Že Bešter (2000) je v svojem delu pokazal, da obstajajo številni motivi za prevzeme, ki jih podjetja različno vrednotijo, zato vseh prevzemov ni možno pojasniti z eno samo teorijo. Podobnega mnenja sta tudi Bösecke (2009) in Bertoneclj (2008, str. 21-22), saj slednji zapiše, da si je potrebno vsako izmed teorij M&A razlagati kot medsebojno dopolnjujoč skupek podteorij. Vse pa imajo en skupen cilj - ustvarjanje sinergij (Golubov in drugi, 2013).

Po mnenju Frankel in Forman (2017, str. 10-16) lahko kupce v M&A transakcijah ločimo na strateške in finančne. Prvi tarčo prevzamejo z namenom sodelovanja in izkoriščanja

potencialnih sinergij z drugimi podjetji, ki jih kupec obvladuje. Na drugi strani so finančni kupci bolj investicijsko naravnani, saj želijo le optimizirati poslovanje tarče, povišati njeno vrednost ter jo čez čas prodati z dobičkom.

Do prevzemov podjetij prihaja zaradi želje po izkoriščanju potencialnih sinergij, ki jih delimo na tiste, ki povišujejo prihodke in tiste, ki znižujejo stroške (Ross in drugi, 2022, str. 884-886; Berk in DeMarzo, 2017). Najpogostejši načini zasledovanja prihodkovnih sinergij so glede na raziskavo Aktas in drugi (2021) razvoj novega izdelka oziroma storitve, širjenje na nove trge in povečevanje tržne moči, medtem ko se lahko stroškovne sinergije kažejo v odpuščanju delovne sile ali v izločanju odvečnih oziroma podvajajočih se virov v podjetju (Berk in DeMarzo, 2017).

Motive za M&A bom v nadaljevanju ločil na šest glavnih teorij, ki jih avtorji najpogosteje navajajo:

### **3.1 Teorije operativne učinkovitosti**

Teorije operativne učinkovitosti temeljijo na dejstvu, da lahko podjetja s primerno alokacijo proizvodnih dejavnikov in resursov izboljšajo svojo učinkovitost poslovanja. O sinergijah govorimo takrat, ko začne vrednost združenih podjetij presegati skupno vrednost ločenih podjetij pred združitvijo (Brealey in drugi, 2023, str. 919; Wei in drugi, 2021). Bertonec (2005, str. 21) to ponazori z načelom »ena plus ena je več kot dva«. Sinergije se lahko dosežejo prek različnih virov, zato se je razvilo več teorij, ki jih z eno besedo imenujemo teorije operativne učinkovitosti.

#### **3.1.1 Razlike v učinkovitosti**

Motive povezovanja podjetij lahko pojasnimo z dejstvom, da se podjetja med seboj razlikujejo po učinkovitosti. Lahovnik (2013, str. 49) nam v svojem delu to pojasni na sledeč način: »Če je management podjetja A učinkovitejši kot management podjetja B in če podjetje A prevzame podjetje B, se učinkovitost podjetja B poveča na raven podjetja A, tako da lahko govorimo o zasebnih in družbenih koristih takšnih prevzemov podjetja.« S tem se strinjajo tudi Weston in drugi (2001, str. 139), ki zapišejo, da učinkovitejša podjetja prevzemajo manj učinkovita zaradi želje po izboljšanju na tem področju.

Razlike v učinkovitosti se pojavljajo tudi pri vodenju, saj imajo managerji različna predznanja, izkušnje, različni slog vodenja ter različni pogledi na spremembe (Bešter, 1996, str. 42-45). V kolikor vodstvo prevzemnega podjetja meni, da lahko ciljno podjetje vodi učinkoviteje kot to počne trenutno vodstvo, bo to vodilo v prevzem (Gaughan, 2018). Sprememba v vodstvu lahko tako poviša vrednost samega podjetja (Ross in drugi, 2022, str. 886). Kljub temu ima ta ideja omejitve, saj bi v nasprotnem primeru obstajalo le eno samo podjetje, z »najučinkovitejšim« vodstvom. Glavna razloga za to sta naraščanje

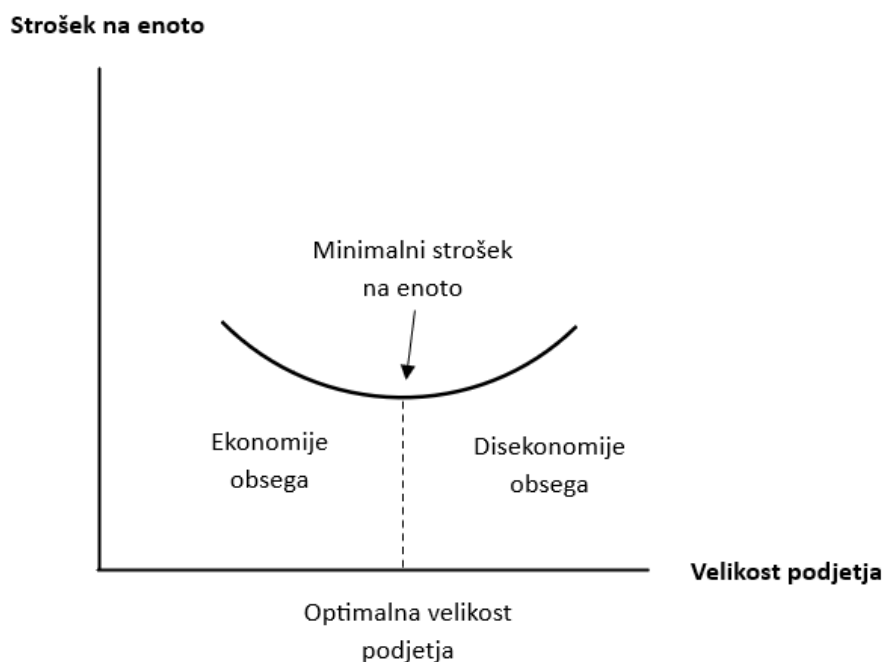
kompleksnosti poslovanja s širitvijo podjetja in dejstvo, da ni vse v rokah managerjev, temveč je odvisno tudi od ostalih zaposlenih in dejavnosti v kateri podjetje deluje (Bešter, 1996, str. 42-45).

Ob načrtovanju sinergij mora biti vodstvo pozorno na takoimenovano »sinergijsko past«, ko prevzemna podjetja precenijo pričakovane skupne sinergije in posledično preplačajo premijo za prevzem tarče. V primeru, da se zastavljene sinergije ne dosežejo, se lahko prevzemno podjetje znajde v težavah, kar ogrozi neuspeh same transakcije (DePamphilis, 2011; Sherman in Hart, 2006; Bertoncej, 2005, str. 22).

### 3.1.2 Ekonomije obsega

Učinkovitost se kaže tudi v ekonomijah obsega, ki pomenijo zniževanje povprečnih stroškov na enoto zaradi povečevanja obsega proizvodnje (Brealey in drugi, 2023, str. 920). Podjetja, ki se med seboj povezujejo, zato lažje izkoriščajo naraščajoče donose, ne glede na vrsto njihovega povezovanja (Gaughan, 2018). Li Destri in drugi (2012) pojasnijo, da lahko podjetja prek M&A dosežejo sinergije na praktično vseh področjih od logistike, nabave, proizvodnje, raziskav in razvoja, do trženja, financ ter drugih funkcijskih področij. Tudi ekonomije obsega pa imajo svoje omejitve, saj se stroškovna učinkovitost postopoma zmanjšuje in lahko preide v obratni efekt - diseconomije obsega (Dimovski, 2019). Prav tako izkoriščanje ekonomij obsega morda ne bo možno na področjih, kjer je prisotna nedeljivosti virov (Lahovnik, 2013, str. 51). Ekonomije in diseconomije obsega ter optimalna velikost podjetja so prikazane na sliki 6.

Slika 6: Prikaz (dis)ekonomij obsega ter optimalne velikosti podjetja



Vir: prirejeno po Ross in drugi (2022, str. 885).

### 3.1.3 Povezovanje in dopolnjevanje aktivnosti

Prihodkovne sinergije so med prevzemnimi podjetji zelo priljubljene, saj jim omogočajo rast, ki v primeru ločenih podjetij ne bi bila dosegljiva (Frankel in Forman, 2017, str. 231-232; Golubov in drugi, 2013). Med te spadajo sinergije povezovanja aktivnosti, ki jih lahko dosežemo s prevzemom podjetja, ki ponuja nam dopolnjujoče izdelke (Van Zeventer, 2019). Primer tega bi bila združitev podjetja, ki prodaja smuči in podjetja, ki ponuja smučarske vezi. Združenima podjetjema bi se tako odprle nove poslovne priložnosti (npr. združevanje izdelkov v pakete), ki se v primeru samostojnega poslovanja najverjetneje ne bi.

Nekatera manjša podjetja lahko razpolagajo z vrhunskim izdelkom, za katerega pa morda nimajo zadostnih proizvodnih ali prodajnih kapacitet. Le-ta bodo pogosto tarča prevzemnih podjetij, ki imajo dovolj omenjenih virov, in tako izkoristijo sinergije na podlagi komplementarnosti (Brealey in drugi, 2023, str. 921). Prav tako lahko prevzemno podjetje s prodajo prek prodajnih kanalov tarče vpliva na rast prihodkov, seveda pa je možno tudi obratno (Frankel in Forman, 2017, str. 232).

Pomembne sinergije pri povezovanju aktivnosti so poleg tehničnih sposobnosti (DePamphilis, 2018) tudi prenos dobrih poslovnih praks med podjetji, ki se kaže v izmenjavi informacij in znanja med podjetjema ter lahko poteka v obeh smereh (Ignjatovič, 2005).

## 3.2 Tržna moč

Podjetja lahko prek M&A omejujejo konkurenco in pridobivajo na tržni moči (Ross in drugi, 2022, str. 885; Berk in DeMarzo, 2017).

Znano je, da imajo obstoječa podjetja v določenih dejavnostih zveste stranke, ki jih novo podjetje težko privabi (Luenendonk, 2019). Zaradi želje po večjem naboru strank in večjem tržnem deležu se podjetja med seboj povezujejo (Van Zeventer, 2019), to pa privede do večje tržne moči, ki jo lahko podjetja prek zaračunavanja višjih cen izrabljajo in tako ustvarjajo monopolne dobičke (Ross in drugi, 2022, str. 885; Bösecke, 2009; Bešter, 1996, str. 68-69).

Tržno moč največkrat ugotavljamo na podlagi števila podjetij v panogi, z ovirami za vstop na trg, diferenciacijo proizvodov in diverzifikacijo podjetij (Lahovnik, 2013, str. 61). Da bi podjetjem preprečili zlorabo (pre)velike tržne moči, so države oblikovale svoje protimonopolne politike in sprejele določene zakone (DePamphilis, 2018). Raven tržne koncentracije pa se v praksi določa na podlagi Herfindahl–Hirschmanovega indeksa (HHI), ki upošteva število podjetij v panogi in njihov relativni tržni delež.

## 3.3 Problem principala in agenta

V ekonomskem svetu obstaja dobro poznan problem principala in agenta, ki govori o razhajanju interesov med lastniki podjetja in njegovim vodstvom (DePamphilis, 2018).

Medtem, ko lastniki podjetij največkrat zasledujejo cilj čim višje vrednosti podjetja, managerji na drugi strani težijo k lastnim interesom po povečevanju svojega premoženja in čim večji rasti podjetja, saj je s tem povezan njihov dohodek (plača, bonusi, nagrade in razne bonitete). V praksi to pomeni, da lahko managerji delujejo proti interesu delničarjev oziroma lastnikov, še posebej v primeru razpršene lastniške strukture, ko imajo le-ti še manjšo moč odločanja (Aktas in Boone, 2023; Lahovnik, 2013, str. 59-60; Bertoncelj, 2005, str. 23). Z izvajanjem prevzemov vodstvo zniža možnosti za njihovo zamenjavo in tako utrdi svoj položaj (Aktas in Boone, 2023).

Brealey in drugi (2023, str. 927) v svojem delu navajajo dejstvo, da managerji, ki preveč verjamejo v svoje sposobnosti, izvajajo M&A transakcije z višjimi nakupnimi premijami in s tem uničujejo njihov uspeh. V kolikor pa obstajajo realne možnosti za prevzem določenega podjetja in zamenjavo trenutnega vodstva, se bodo le-ti zavedali nevarnosti in zato sprejemali razumnejše odločitve (Lahovnik, 2013, str. 59-60; Bertoncelj, 2005, str. 23).

### **3.4 Diverzifikacija**

V nekaterih primerih si želijo podjetja razširiti okvir svojega poslovanja, kar lahko storijo z vstopom na nov trg ali z razvojem novega izdelka. Diverzifikacija jim omogoča, da lahko prodajno usmerjenost prilagodijo glede na razmere na trgu, se pozicionirajo v bolj dobičkonosne panoge (DePamphilis, 2018) ali znižajo nestanovitnost svojih zaslužkov (Reineman, 2021). Wheelen in Hunger (2010, str. 262-263) diverzifikacijo ločita na koncentrično in konglomeratno. Medtem ko se podjetja prek prve širijo v sorodne dejavnosti, gre pri drugem tipu za povezovanje z nesorodnimi podjetji.

Na drugi strani lahko tovrstna diverzifikacija pozitivno vpliva na stroške kapitala podjetja (DePamphilis, 2018), saj znižuje specifično tveganje delničarjev (Reineman, 2021). Znižanje poslovnega tveganja pa lahko poveča raven možnega zadolževanja (Ross in drugi, 2022).

### **3.5 Podcenjenost tarče**

Ker podjetja delujejo na kapitalskih trgih, so lahko zaradi asimetrije informacij, notranjih informacij ali špekulacij pogosta tarča investorjev (Bertoncelj, 2005, str. 24). V primeru, ko trg napačno vrednoti podjetje in je njegova vrednost višja od nakupne cene, bo podjetje privlačen plen za prevzemnike (Reineman, 2021). Za podjetja na delniškem trgu pa teorija podcenjenosti velja, v kolikor je cena delnice nižja od dejanske vrednosti deleža podjetja (Tekavc in Pučnik, 2002, str. 27).

Stiebale in Trax (2011) zapišeta, da vidijo prevzemna podjetja priložnost predvsem v manj uspešnih podjetjih, pri katerih obstaja večja priložnost za povečanje vrednosti. Podcenjenost podjetij si lahko razlagamo tudi prek koeficienta Q, ki kaže razmerje med tržno vrednostjo

podjetja in stroškom nadomestitve njegovih sredstev. Če so stroški nadomestitve sredstev višji od tržne vrednosti podjetja in je vrednost koeficienta nižja od 1, bo prevzem podjetja privlačnejši od notranje rasti (DePamphilis, 2018; Bešter, 1996, str. 52). Reineman (2021) še poudari, da pride motiv podcenjenosti podjetij bolj do izraza pri zasebnih podjetjih ter na manj učinkovitih trgih, saj večje družbe delujejo v sklopu učinkovitejših trgov.

### **3.6 Davki**

Razlog za povezovanje podjetij se lahko skriva tudi v davčnih sinergijah, ki po navadi ne igrajo glavne vloge, kljub temu pa prispevajo k končni odločitvi. Golubov in drugi (2013) menijo, da imajo lahko prevzemna podjetja koristi od davčnega štita podjetja tarče in sicer na račun prenesene izgube ali še neizkoriščenih zmogljivosti zadolževanja. Podobnega mnenja je tudi Bukvič (2021), ki zapiše, da lahko dobičkonosna podjetja prevzemajo podjetje z visokimi akumuliranimi davčnimi izgubami in tako izkoristijo »davčno olajšavo«, ter se tako izognejo plačilu davka od dohodkov pravnih oseb (v nadaljevanju DDPO). Potrebno pa je poudariti, da se davčni zakoni med državami razlikujejo, zato tega motiva ne smemo poenotiti na vse države.

Davčne sinergije se pojavljajo tudi v primeru sodelovanja konglomeratno povezanih podjetij, ki poslujejo v negativno korelirani dejavnosti. Če bi eno izmed podjetij ustvarjalo dobiček in drugo podjetje poslovalo z izgubo, bi se zneska pobotala in znižala skupno davčno osnovo. To bi rezultiralo v manj plačanih davkih kot v primeru dveh ločenih podjetij (Ross in drugi, 2022, str. 887; DePamphilis, 2018; Berk in DeMarzo, 2017).

## **4 (NE)USPEŠNOST ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV**

Kljub številnim razlogom in motivom za M&A, nas literatura s tega področja seznanja z dejstvom, da tovrstne transakcije niso vselej uspešne, in da naj bi v nekaterih primerih celo zmanjševale skupno dodano vrednost. Študije različnih avtorjev kažejo, da več kot polovica vseh M&A transakcij znižuje vrednost delničarjev (Oh in Johnston, 2021) ter da je delež neuspešnih M&A poslov večji od 50 % (Calipha in drugi, 2010). Tudi novejša raziskava se nagibajo v prid neuspešnosti procesov M&A, ki naj bi se po ocenah gibala med 50 % in 80 % (PWC, 2020). Christensen in drugi (2011) celo ocenjujejo, da se ta številka giblje med 70 % in 90 %.

Na vprašanje ali M&A ustvarjajo sinergijske učinke, mednarodne raziskave podajajo zelo različne odgovore. Medtem, ko so nekatere izmed raziskav pokazale, da so učinki M&A na podjetja pozitivni, so druge pokazale mešane ali celo negativne učinke (Fasua in Osagie, 2016). Medtem ko sta Fiorentino in Garzella (2015) mnenja, da podjetja načrtovanih sinergije v praksi pogosto ne dosežejo, drugi avtorji trdijo, da uspešnost M&A transakcij ni tako enoznačna, saj je odvisna od analizirane stranke. Delničarji ciljnih podjetij naj bi v večini primerov, predvsem zaradi prejete prevzemne premije, uživali pozitivne donose

(Renneboog in Vansteenkiste, 2019; Berrioategortua in drugi, 2018). Donosi delničarjev prevzemih podjetij so po navedbah avtorjev v povprečju zanemarljivi ali celo negativni (Shah in Arora, 2014; DePamphilis, 2011; Bösecke, 2009; Cartwright in Schoenberg, 2006). Donos za večino prevzemnih delničarjev pa naj bi na dolgi rok že znatno negativen (Renneboog in Vansteenkiste, 2019).

Razlog za neuspeh M&A avtorji največkrat najdejo v preplačilu premije za prevzem tarče, precenitvi sinergijskih pričakovanj, (pre)visokih kulturnih ovirah, visoki fluktuaciji ključnih zaposlenih, (pre)počasni integraciji vpletenih podjetij, pa tudi v pomanjkanju strateškega planiranja (Baldacchino in drugi, 2022; Patel, 2022; Renneboog in Vansteenkiste, 2019; ACCA, 2015, str. 304-306; DePamphilis, 2011). Dodatno je dokazano, da raznolikost podjetij, ki se združujeta, negativno vpliva na uspeh posla (Oh in Johnston, 2021). Pomembno pa je poudariti, da beseda »neuspeh«, ki jo avtorji večkrat uporabljajo, ne pomeni nujno stečaja vpletenih podjetij, temveč le nedoseganje zastavljenih ciljev transakcije (DePamphilis, 2011).

Medtem, ko je večina avtorjev do M&A zelo zadržana, pa Hassan in drugi (2018) menijo, da je vsaka M&A transakcija zgodba zase, zato je njen (ne)uspeh težko oceniti. Tudi Brouthers in drugi (1998) so se v svojem delu spraševali čemu se vodstva podjetij odločajo za tovrstno povezovanje, če številne študije nakazujejo na upad vrednosti podjetja. Ugotovili so, da obstaja nedoslednost med motivi, ki jih zasleduje vodstvo podjetij in motivi, ki jih analizirajo raziskovalci, saj naj bi se slednji pri analiziranju uspešnosti M&A (pre)pogosto opirajo na finančne kazalce in deno delnic. V kolikor pa se (ne)uspeh ovrednoti na podlagi začetno postavljenih motivov oziroma ciljev, je uspešnost večine prevzemov visoka (Brouthers in drugi, 1998; Hassan in drugi, 2018). Podobno so, kot razlog za različne odgovore na to ali M&A transakcije ustvarjajo vrednost, Berrioategortua in drugi (2018) navedli razlike v definiranju uspešnosti po združitvi in uporabi različnih metod za merjenje le-te.

Prav tako se je potrebno zavedati, da se uspešnost M&A razlikuje tudi med posameznimi dejavnostmi. Za namen magistrskega dela je zelo pomembna študija Nazarove (2021), ki je analizirala učinkovitost M&A transakcij v zdravstveni dejavnosti razvitih držav, in dokazala, da tovrstni posli za prevzemna podjetja v povprečju ustvarjajo pozitivne donose, kar kaže na učinkovitost transakcij. Največji donosi so bili značilni za prevzemna podjetja, ki so imela od 100 do 1000 zaposlenih, z nadaljnjim povečevanjem števila zaposlenih pa naj bi donos M&A upadal zaradi pretirane samozavesti vodstva, ki negativno vpliva na sam proces (Nazarova, 2021).

V drugi študiji so Borodin in drugi (2020) analizirali vpliv M&A na finančne rezultate izbranih evropskih in ameriških podjetij ter zapisali, da je bil, kljub pozitivnemu poslovanju podjetij, viden drastičen upad donosnosti prodaje po zaključku M&A procesa.



Najpomembnejša pogoja za povečanje delničarskega donosa in doseg ciljev M&A sta dobro izveden načrt integracije v kombinaciji z učinkovitim skrbnim pregledom (Baldacchino in drugi, 2022). Pomembnost slednjega podarja tudi Wangerin (2019), ki pokaže, da prevzemniki z manj obsežnimi skrbnimi pregledi dosegajo slabše rezultate po združitvi.

Kako pomembna je po-združitevna integracija pokažeta Oh in Johnston (2021), ki sta v svoji študiji analizirala vpliv trajanja po-združitvene integracije na uspeh združitve. Dokazala sta, da kljub hitri integraciji, ki s seboj prinaša krajši časovni okvir celotnega M&A procesa, naj bi počasnejša integracija na drugi strani zmanjšuje trenja med partnerji, povečuje stopnjo zaupanja med njimi ter zmanjšuje motnje obstoječih procesov (Oh in Johnston, 2021). Seveda pa integracije v primeru združitve in prevzemov že same po sebi naporne in dolgotrajne, kar lahko vpletenim oteži doseganje načrtovanih rezultatov, sploh če upoštevamo, da vrednost nastalih sinergij s časom upada (Oh in Johnston, 2021). Kljub temu avtorja potrđita hipotezo, da je čas trajanja po-združitvene integracije pozitivno povezano z uspehom združitve.

Zakaj podjetja še naprej prevzemajo druga podjetja, čeprav jim to po številnih opravljenih raziskavah ne prinaša nujno boljšega rezultata, ostaja torej uganka. Prav tako ostaja odprto vprašanje zakaj nekatere M&A transakcije uspejo, druge pa propadejo. Dejstvo, pomembno za nadaljnje ugotovitve v magistrskem delu, pa je, da z dosedanjim študijam ne moremo predvideti njihovega (ne)uspeha v naprej (Berriategortua in drugi, 2018).

## **5 OPIS OBRAVNAVANIH PODJETIJ**

Da bi lahko odgovorili na zastavljena raziskovalna vprašanja, se moramo najprej seznaniti z obema proučevanima podjetjema. Na tem mestu bi želel poudariti, da je magistrsko delo zaradi občutljive narave informacij anonimizirano, zato se v besedilu namesto pravih imen podjetij, uporabljajo okrajšave npr. Podjetje A, podjetje B, podjetje C itd. Osredotočil sem se na opis pomembnejših mejnikov v poslovanju vpletenih podjetij in predstavil njihovo finančno sliko ter organizacijsko strukturo. V nadaljevanju je opisan tudi način trenutnega povezovanja med podjetjema, kot usmeritev pri podajanju končnih komentarjev.

### **5.1 Podjetje A**

Podjetje A je trgovinsko podjetje, ustanovljeno leta 1989, in deluje na področju trgovine z medicinskimi pripomočki. Skozi 34 let uspešnega poslovanja se je podjetje iz prve poslovalnice razvilo v danes dobro poznano blagovno znamko, prisotno v 35 poslovnih enotah po Sloveniji (Podjetje A, brez datuma). Podjetje poleg korekcijskih in sončnih očal ponuja tudi ostale pripomočke za vid kot so kontaktne leče, tekočine, lupe itd., svojo ponudbo pa dopolnjuje s storitvami izmere dioptrije (Podjetje A, brez datuma). Podjetju A je bila leta 2006 s strani Ministrstva za zdravje podeljena koncesija za opravljanje javne

službe na področju oftalmologije v specialistični zunajbolnišnični dejavnosti (Lasten vir, brez datuma). To je za podjetje predstavljalo začetek poslovanja v mešani dejavnosti, kar je s seboj prineslo dodatne administrativne izzive in posledično stroške. Da skladnost z davčnega vidika ne bi bila ogrožena, se je tedanji lastnik odločil za prenos koncesije na drugo podjetje - podjetje B, ki je predstavljeno v naslednjem poglavju.

Podjetje se je v preteklosti, poleg organske rasti in omenjenega sodelovanja z Ministrstvom za zdravje, posluževalo še drugih načinov širjenja poslovanja. Na to priča franšiza, podeljena leta 2012, ki je franšizojemalcu omogočila prenos poslovnega modela podjetja A v svoje poslovanje. Leta 2017 je podjetja A prevzelo in pripojilo eno izmed manjših slovenskih podjetij in se tako prek dodatnih poslovalnic dodatno razširilo. V letu 2019 je za podjetje nastopila posebna prelomnica, saj je 70-odstotno lastništvo prevzelo tuje podjetje iz področja prodaje medicinskih pripomočkov. S tem je podjetje A prejelo pomemben dotok novega znanja na omenjenem področju, dodobra pa so se spremenili tudi vsi notranji procesi, od nabave blaga do poprodajnega procesa. Prvotni ustanovitelj podjetja pa trenutno ostaja 30-odstotni lastnik (Lasten vir, brez datuma; intervju, 28. 4. 2023).

Dejavnost podjetja v skladu z SKD spada pod šifro 47.740 - Trgovina na drobno v specializiranih prodajalnah z medicinskimi in ortopedskimi pripomočki. V omenjeni dejavnosti je bilo na dan 12.03.2023 aktivnih 176 subjektov, od tega 128 gospodarskih družb in 48 samostojnih podjetnikov (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma). Podjetje A je bilo na ta dan vodilno v omenjeni dejavnosti, tako po višini sredstev, prihodkov kot tudi doseženem čistem dobičku.

Letni promet podjetja A je v zadnjem poslovnem letu 2022 znašal dobrih 12,3 milijona evrov (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma). Slika 7 jasno prikazuje, da so se celotni prihodki podjetja skozi leta konstantno povečevali, z izjemo leta 2020, ki je s seboj prineslo pandemijo COVID-19 in začasno zaprtje poslovnih enot. Da gre za zdravo in dobičkonosno podjetje, kaže tudi gibanje čistega dobička, ki se je v letih 2017-2022 večinoma gibal med pol in enim milijonom evrov letno. Kljub zahtevnim razmeram leta 2020, pa se je tudi to zaključilo v zelenih številkah.

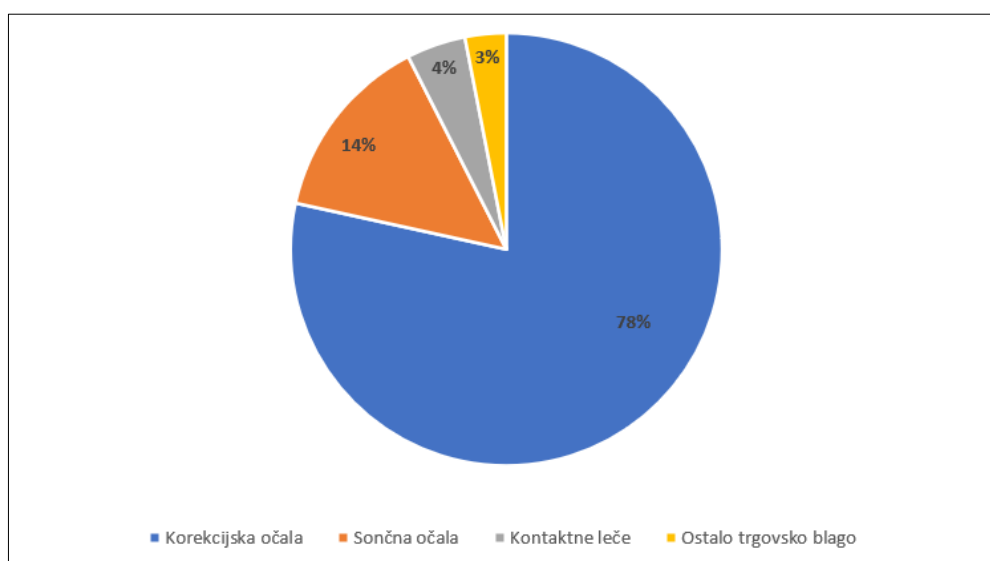
Slika 7: Gibanje prihodkov in čistega dobička podjetja A letih 2017-2022



Vir: prirejeno po Dun & Bradstreet d.o.o. (brez datuma).

Glavna dejavnost podjetja, kot že omenjeno, predstavlja prodaja korekcijskih očal in s tem povezanih storitev, ki so v letu 2022 prinesli kar 78 % vseh prihodkov. Sledila je prodaja sončnih očal s 14 % celotnih prihodkov, preostanek pa sta predstavljali prodaja kontaktnih leč in prodaja ostalega trgovskega blaga (slika 8). Na tem mestu lahko omenim, da so bili prihodki doseženi izključno prek prodaje proizvodov ter storitev na domačem trgu.

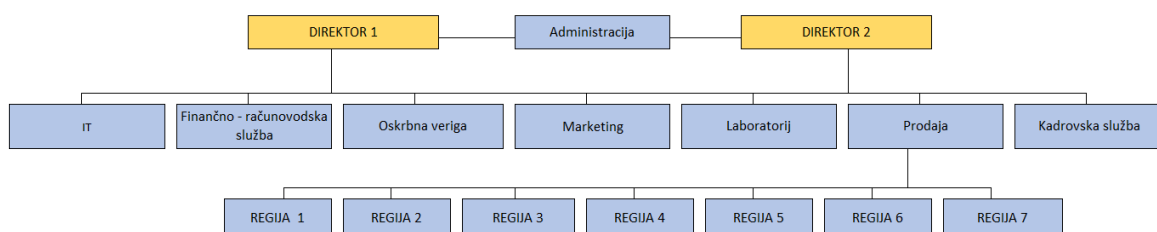
Slika 8: Tortni prikaz prihodkov podjetja A za leto 2022, po vrstah produktov



Vir: lastno delo.

Število zaposlenih se je v skladu s prihodki podjetja vztrajno povečevalo. Če je bilo še leta 2017 v podjetju povprečno 87 zaposlenih, je ta številka v letu 2022 narastla na 133 (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma). Organizacijska struktura, razvidna iz slike 9, se prične z izvršnima direktorjema in se postopoma razčleni do posameznih oddelkov oziroma poslovnih enot podjetja, ki pa so za namen magistrskega dela anonimizirani.

Slika 9: Organizacijska struktura podjetja A na dan 31.12.2022.



Vir: lastno delo.

## 5.2 Podjetje B

Podjetje B je bilo leta 1993 ustanovljeno z namenom opravljanja zdravstvene dejavnosti na področju medicine dela. Skozi čas se je ponudba storitev razširila na managerske preglede in razne specialistične ambulante. Leta 2010 je začelo podjetje opravljati storitve oftalmologije v specialistični zunajbolnišnični dejavnosti na podlagi koncesije, prenesene iz podjetja A. Podjetji A in B namreč že od samega začetka delujeta pod skupnim lastništvom in tako izkoriščata sinergije na podlagi medsebojnega sodelovanja, predstavljenega v nadaljevanju.

V letu 2017 se je pokazala potreba po ločitvi oftalmološke dejavnosti od drugih specialističnih ambulant v sklopu podjetja B. Zaradi bojazni izgube omenjene koncesije, se je večinski del zdravstvene dejavnosti podjetja B oddelil v novo podjetje C, medtem ko so se v obstoječem subjektu obdržale le storitve oftalmologije. S tem razlogom je bilo podjetje B kasneje preimenovano, leta 2019 pa zaradi tesnega sodelovanja s podjetjem A tudi večinsko prevzeto s strani že omenjenega podjetja X (Lasten vir, brez datuma; intervju, 28. 4. 2023).

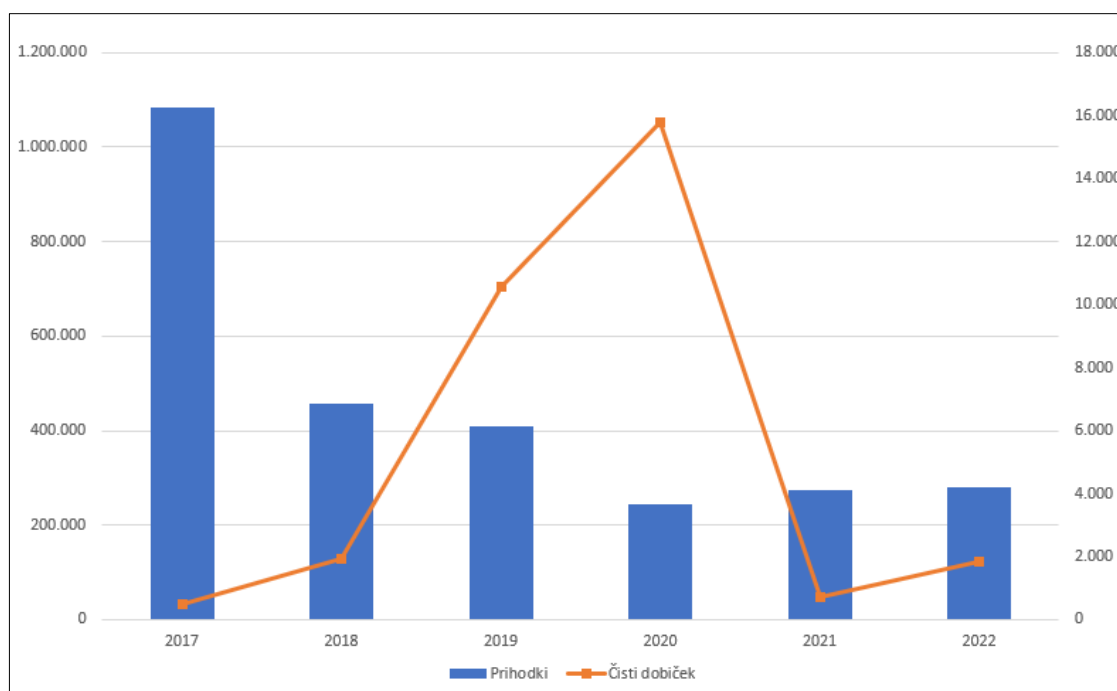
Podjetje B je mikro subjekt, ki posluje v splošni zunajbolnišnični zdravstveni dejavnosti pod SKD 86.210. Ta dejavnost je na dan 12.03.2023 vključevala 957 aktivnih podjetij in je konkretno večja od dejavnosti, omenjene v prejšnjem poglavju (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma). Glavna dejavnost podjetja B je opravljanje specialistične zdravstvene dejavnosti oftalmologije, za kar imajo z Ministrstvom za zdravje sklenjeno pogodbo za opravljanje javne službe do leta 2035 (Lasten vir, brez datuma). 41. člen Zakona o zdravstveni dejavnosti (ZZDej-UPB2), Ur. l. RS, št. 23/05 predpisuje, da lahko javno službo zdravstvene dejavnosti na podlagi koncesije opravljajo domače in tuje pravne ter fizične

osebe v kolikor izpolnjujejo zakonske pogoje. Pogoji so določeni v koncesijski pogodbi, ki jo skleneta koncedent in koncesionar (43. člen ZZDej-UPB2). Po mnenju Dolenca (2006) država s koncesijo ali franšizo zasebnemu podjetju podeli pravico do izvajanja javnih storitev z namenom zagotovitve čim večje konkurenčnosti in alokacijske učinkovitosti dejavnosti, ki so javnega pomena (npr. izobraževanje, zdravstvo, znanost, kultura itd.). Opravljene storitve pa se sicer financirajo iz proračunskih sredstev, ki se pridobijo prek davkoplačevalskih prispevkov (Dolenc, 2006).

Ker podjetje B opravlja storitve v imenu Ministrstva za zdravje, je na podlagi Direktive o davku na dodano vrednost oproščeno zaračunavanja davka na dodano vrednost (v nadaljevanju DDV) opravljenih zdravstvenih storitev. Omenjena direktiva namreč določa, da so oproščene vse zdravstvene storitve, katerih namen je postavitve diagnoze, negovanje ter zdravljenje bolezni (Carpe Diem d.o.o., Kranj, 2018).

Na sliki 10, ki prikazuje gibanje prihodkov ter čistega dobička podjetja B v obdobju 2017-2022, je viden strm upad prihodkov, čemur je botrovala omenjena oddelitev zdravstvene dejavnosti v novo podjetje C. Posledično se je zmanjšalo tudi število zaposlenih v podjetju B, iz 10 v letu 2017, na le 4 v letu 2022. Podjetje B je v analiziranem obdobju vselej poslovalo v zelenih številkah, kljub temu pa je vidna nižja dobičkonosnost kot v primeru podjetja A. Razlog za to je relativno nizko nadomestilo za opravljene storitve, ki jih podjetje pridobi na podlagi pridobljene koncesije. Anomalijo na sliki ponovno predstavlja leto 2020, saj so izredni COVID-19 prejemki izboljšali poslovni izid podjetja (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma; Lasten vir, brez datuma).

*Slika 10: Gibanje prihodkov in čistega dobička podjetja B v letih 2017-2022*

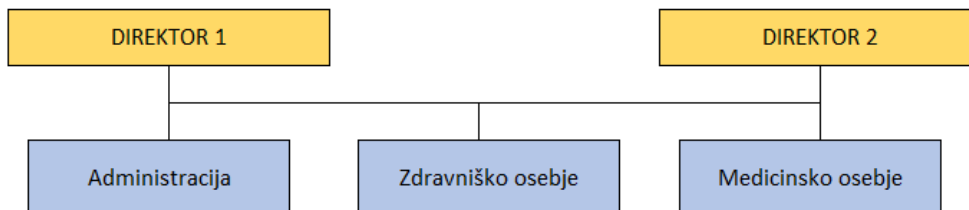


*Vir: prirejeno po Dun & Bradstreet d.o.o. (brez datuma).*

Celotni prihodki so nastali iz naslova storitev oftalmologije, opravljenih izključno na domačem trgu.

Kot že omenjeno so storitve podjetja B na dan 31.12.2022 opravljale 4 zaposlene osebe, razporejene po spodnji organizacijski strukturi (slika 11) ter ostali zunanji izvajalci oftalmoloških pregledov, ki v organigram niso zajeti.

*Slika 11: Organizacijska struktura podjetja B na dan 31.12.2022*



*Vir: lastno delo.*

### **5.3 Povezovanje med podjetjema A in B**

Podjetji A in B, čeprav imata identično lastniško in vodstveno strukturo, že od samega začetka poslujeta kot ločeni pravni osebi. Glavni razlog za to je dejstvo, da se podjetje B ukvarja izključno z oproščeno dejavnostjo na podlagi podeljene koncesije, na drugi strani pa poslovanje podjetja A poteka prek davčno neoprosčenih poslov.

Zaradi tesne povezanosti obeh dejavnosti imata podjetji sklenjeno pogodbo o medsebojnem sodelovanju. Tako je mogoče, da podjetje B svoje storitve ponuja v praktično vseh poslovalnicah podjetja A. Tam lahko stranke najprej v sklopu podjetja B opravijo želen pregled s področja oftalmologije, kjer jim zdravniško osebje izda ustrezno naročilnico. Z njo so stranke upravičene do prejema medicinskega pripomočka, ki jih nudi podjetje A na isti lokaciji. Sinergije nastajajo tudi v obratni smeri, saj so stranke podjetja A vseskozi informirane o storitvah, ki jih ponuja podjetje B. Tovrsten način medsebojnega povezovanja se je izkazal kot zelo učinkovit, saj se lahko obe dejavnosti opravljata hkrati, brez najemanja dodatnih prostorov ali zaposlovanja novih oseb. Dodana vrednost pa se kaže tudi za kupce, ki lahko opravijo pregled in nakup medicinskega pripomočka na isti lokaciji.

V skladu s teoretičnimi ugotovitvami, lahko sodelovanje podjetij A in B označimo za navpično povezovanje, saj sta podjetji del iste vrednostne verige oziroma nakupnega procesa medicinskega pripomočka, kljub temu pa delujeta na različnih stopnjah le-te. Lahko bi namreč rekli, da je podjetje B dobavitelj podjetja A, saj mu na podlagi opravljenih storitev zagotavlja stranke. Po drugi strani ima njuno poslovno povezovanje značilnosti koncentrične

integracije zaradi podobnih ciljnih kupcev in sorodnega prodajnega procesa. Vseeno pa podjetji A in B poslujeta v različnih dejavnostih, kar je značilno za tovrstne povezave.

Kljub medsebojnemu sodelovanju podjetij A in B je potrebno omeniti, da sta oba subjekta samostojni pravni osebi. Vse njune administrativne funkcije kot npr. administracija, finančna služba, kadrovska služba in trženje so popolnoma ločene. Tudi oftalmološke storitve, ki jih za podjetje B opravljajo zunanji izvajalci, so pogodbeno sklenjene le z omenjenim podjetjem. Dejavnosti sta namreč zaradi davčnih predpisov strogo ločeni. Prav tako podjetji poslujeta vsako s svojo bazo strank. Pri prodajnem procesu, na drugi strani, prihaja do izkoriščanja sinergij na podlagi povezovanja aktivnosti. Aktivnosti kot sta npr. izvedba pregleda ali svetovanje pri izbiri medicinskega pripomočka se izvajajo preko usposobljenega osebja enega in drugega podjetja, medtem ko sprejem strank in izdaja računov poteka prek zaposlenih v podjetju A. Transakcije se seveda beležijo ločeno.

## **6 ANALIZA VIDIKOV ZDRUŽITVE PODJETIJ A IN B**

Med pregledom teorije s področja M&A smo spoznali, da se podjetja med seboj povezujejo prek različnih načinov in na podlagi različnih motivov. Glavni cilj podjetja je doseči določeno konkurenčno prednost, s katero bo lahko povečalo svojo donosnost (Močnik, 2005, str. 57).

Vodstvo podjetja se mora v skladu z analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (angl. strengths, weaknesses, opportunities and threats analysis, v nadaljevanju SWOT) zavedati, katere so prednosti in slabosti podjetja v primerjavi s konkurenco in kakšne priložnost ali nevarnosti nam pretijo (DePamphilis, 2018). Na splošno bi lahko rekli, da od sodelovanja s potencialnim partnerjem pričakujemo izboljšanje pozitivnih dejavnikov (prednosti in priložnosti) in/ali omejitev negativnih dejavnikov (slabosti in nevarnosti) na podlagi medsebojnega dopolnjevanja.

Da lahko samostojno analiziram in ovrednotim različne vidike potencialne združitve podjetij A in B, je to poglavje razdeljeno na več delov. Pri tem sem se, poleg navedenih teoretičnih dejstev in izkušenj, pridobljenih na delovnem mestu enega izmed podjetij, opiral tudi na individualen intervju, ki sem ga opravil z managerjem obeh podjetij. S tem sem želel dobiti vpogled v stališče in interes vodstva, kar je pripomoglo pri podajanju končnega mnenja. Intervju je sicer analitično orodje, primerno predvsem v primeru proučevanja majhnega števila enot, na katere vpliva večje število spremenljivk, saj raziskovalcu omogoča poglobitev v problem raziskovanja (Bregar in drugi, 2005, str. 158-159).

### **6.1 Izbira vrste povezovanja med podjetjema A in B**

To poglavje je namenjeno izbiri optimalnega načina povezovanja med obema podjetjema, ki trenutno poteka na podlagi pogodbenega povezovanja. Da bi določili najprimernejšo

obliko povezovanja med podjetjema A in B, lahko upoštevamo že navedena dejstva in iz tega oblikujemo prednosti in slabosti vsake izmed vrst. V nadaljevanju bom vrste možnega povezovanja analiziral glede na stopnjo neodvisnosti med podjetji, pri čemer bom začel z najmanj zahtevnimi vrstami povezovanja.

Podjetji A in B, bi lahko svoje poslovanje nadaljevali po že ustaljenem načinu, torej kot samostojni pravni osebi. Pogodbeno povezovanje, ki med podjetjema poteka že od samega začetka, se je do danes izkazalo kot zelo učinkovito. Na lokacijah, kjer se prepleteta ponudbi obeh podjetij, namreč prihaja do sinergij v obliki večjega povpraševanja po njihovih izdelkih oziroma storitvah. Pogodbeno povezovanje dodatno obema podjetjema omogoča ohranitev samostojnosti odločanja in osredotočenost izključno na svoj posel. Na drugi strani pa tovrstno povezovanje trenutno ne prinaša sinergij pri administrativnih procesih, ki zaenkrat potekajo ločeno.

Med opravljanjem intervjuja (28. 4. 2023) sem prejel informacijo, da vodstva odkup podjetij ne zanima, zato sem v nadaljnji analizi izključil možnosti odkupa podjetja z zadolžitvijo, managerskega odkupa ali odkupa premoženja drugega podjetja, in se osredotočil na druge oblike povezovanja med podjetjema A in B. Prav tako ne bi bil smiseln prevzem enega izmed podjetij s strani drugega, saj je lastniška struktura obeh podjetij že zdaj popolnoma enaka.

Vodstvo želi podrobneje obravnavati možnost poslovanja podjetij A in B pod eno streho, kar bi v praksi privedlo do kapitalskega povezovanja (intervju, 28. 4. 2023). Kot že navedeno v prejšnjih poglavjih bi bilo to dosegljivo z združitvijo podjetij, in sicer prek procesa spojitve ali pripojitve. Odločitev o načinu združitve največkrat pripada vodstvu združujočih se podjetij. Po mnenju Anžič (2004) in Kralj (2003) se v primeru združitve dveh različno velikih podjetij manjše podjetje pogosto pripoji k večjemu. V redkih primerih, ko manjše podjetje razpolaga z določenimi resursi npr. licencami ali koncesijami, je lahko primernejša pripojitev večjega podjetja k manjšemu. Tovrsten pojav Anžič (2004) poimenuje obrnjena pripojitev, ki bi teoretično bila smiselna pri analizirani transakciji, saj podjetje B razpolaga z veljavno koncesijo. Kljub temu v omenjenih dejavnostih obstaja možnost prenosa koncesije med podjetji, kot je bilo to že izvedeno leta 2010, zato ne bi bilo potrebe po obrnjeni pripojitvi. V kolikor pa gre za podjetji, ki sta podobni tako po velikosti kot po pogajalski moči, bo spojitev in s tem ustanovitev nove pravne osebe morda najboljša odločitev. Ob tem se lahko namreč na novo oblikuje tudi statut družbe (Kralj, 2003).

Poleg že omenjenih prednosti združitve, se le-te po mnenju Bešter (1996, str. 33-34) kažejo v enostavnem prenosu premoženja med podjetji, ki je po združitvi praktično samodejen. Omenjena enostavnost procesa združitve pa s seboj prinaša nevarnosti v obliki neznanih obveznosti ciljnega podjetja zaradi katerih lahko začnejo po transakciji padati »okostnjaki iz omar«. Prav tako je v večjih podjetjih namero o transakciji potrebno predstaviti na skupščini delničarjev, kar s seboj prinese dodatne stroške in časovne zamude (Bešter, 1996, str. 33-34). Po mojem mnenju ni bojazni, da bi se po združitvi podjetij pojavile nepričakovane obveznosti, saj se vse odločitve sprejemajo prek skupnega lastništva ter



vodstvo, vsako leto pa sta tudi ustrezno revidirani. Na drugi strani pa se morajo tovrstne odločitve sprejeti na skupščini lastnikov, zato se temu ne moremo izogniti.

Pri izbiri optimalne vrste povezovanja med podjetjema, si lahko pomagamo z matriko tržnih in tehnoloških dejavnikov (slika 12), ki jo v svojem delu predstavijo Čater in drugi (2011, str. 101-103). Matrika naj bi podjetjem olajšala odločitev pri izbiri optimalne strategije rasti in sicer glede na to, kako poznani so jim omenjeni dejavniki ciljnega podjetja. Če pogledamo s stališča podjetja A, so jim tako tržni kot tehnološki dejavniki podjetja B zelo dobro poznani. Gre namreč za sorodni dejavnosti, kjer je glavčina ciljnih kupcev enakih, kjer se uporablja podobna oprema in kjer je prodajni proces praktično identičen. Zato bi bilo proučevanima podjetjema najbolj smiselno zasledovati strategijo notranje rasti oziroma strategijo priključitve enega podjetja k drugemu, v primeru zunanje rasti.

Slika 12: Matrika izbire optimalne vrste strategije rasti podjetja

Tržni dejavniki	Novi nepoznani	Skupno vlaganje	Tvegani kapital / Tvegani kapital in pomoč pri poslovanju / Izobraževalna priključitev	Tvegani kapital / Tvegani kapital in pomoč pri poslovanju / Izobraževalna priključitev
	Novi poznani	Razvoj trga / Priključitev / Skupno vlaganje	Tvegana notranja naložba / Priključitev / Nakup licence	Tvegani kapital / Tvegani kapital in pomoč pri poslovanju / Izobraževalna priključitev
	Bazični	Notranja rast / Priključitev	Razvoj proizvoda / Priključitev / Nakup licence	Skupno vlaganje
		Bazični	Novi poznani	Novi nepoznani
		Tehnološki dejavniki		

Vir: prirejeno po Roberts in Berry (1985 v Čater in drugi, 2011, str. 102).

Ker v magistrskem delu analiziram najprimernejšo vrsto povezovanja med podjetjema A in B, sem možnost notranje rasti zanemaril in se osredotočil na povezovanje podjetij. V primeru priključitve oziroma kakršnegakoli kapitalskega združevanja podjetij, je potrebno nekaj besed nameniti tudi tržni koncentraciji. Sam menim, da združitev podjetij A in B ne bi predstavljala nikakršne grožnje po omejevanju konkurence, saj gre v primeru podjetja B za

mikro podjetje, ki ima zanemarljiv vpliv na razmerje moči na trgu. Kot že omenjeno pa obe podjetji poslujeta v razpršenih dejavnostih s številnimi poslovnimi subjekti.

## 6.2 Lastniški vidik

Čeprav imajo lahko združitve in prevzemi vpliv na praktično vse interesne skupine podjetja od zaposlenih in kupcev do dobaviteljev in financerjev, je potrebno po mnenju Golubov in drugi (2013) v prvi vrsti analizirati vpliv na njihove delničarje oziroma lastnike. Do procesa namreč ne bi prišlo, če le-ta ne bi povečeval njihovega premoženja (ACCA, 2015, str. 299). Tudi ostali avtorji se strinjajo, da je glavni cilj vsakega podjetja čim višji dobiček in s tem povečevanje vrednosti za lastnike (Fasua in Osagie, 2016; Faizan in drugi, 2014; Creighton, 2013). Tega se prav tako zavedajo managerji, ki sicer radi zasledujejo čim višjo rast podjetja, a so pri tem pozorni na donos lastnikov (Gaughan, 2018).

Večina avtorjev s področja M&A govori o nespornih koristih za lastnike prevzetih podjetij, pojavlja se le vprašanje v kakšnem obsegu. Na drugi stran naj bi bile koristi za lastnike prevzemnih podjetij redke (ACCA, 2015, str. 304), minimalne in statistično neznačilne (Bešter, 1996, str. 79-85). Seveda pa je donos posamezne transakcije odvisen od različnih dejavnikov kot so npr. velikost vpletenih podjetij, vrsta transakcije in plačilna metoda (DePamphilis, 2018).

Potrebno se je zavedati, da imata podjetji A in B enako lastniško strukturo, zato bi bila ločena analiza koristi za lastnike ene in druge družbe nesmiselna. Smiselno pa je ločeno obravnavati interese trenutnih lastnikov. Na podlagi opravljenega intervjuja (28. 4. 2023) sem izvedel, da je večinskemu lastniku na prvem mestu zadovoljstvo kupcev. Prav tako jim je pomembna skladnost z zakonodajnimi predpisi, četudi se to odraža v višjih stroških. Šele ko sta zadovoljena omenjena pogoja, naj bi zasledovali finančni vidik. Na drugi strani je v ospredju manjšinskega lastnika kakovost ponudbe izdelkov in storitev obeh podjetij, več poudarka pa je na doseganju čim boljših finančnih rezultatov. Med lastnikoma se pojavljajo tudi razlike pri novih investicijah, saj je večinski lastnik bolj investicijsko naravnani od manjšinskega (intervju, 28. 4. 2023).

Omenjene razlike se odražajo v zahtevanih stopnjah donosa lastnikov, saj večinski lastnik (podjetje X) zasleduje 12-odstotni kapitalski donos na nivoju skupine, medtem ko si manjšinski lastnik želi 14-odstotnega donosa na vloženi kapital (intervju, 28. 4. 2023).

Želja tako lastnikov kot vodstva je, da se prouči različne oblike povezovanja med podjetjema A in B in analizira najučinkovitejšo med njimi. Podjetji, ki trenutno sodelujeta na podlagi pogodbe, bi se lahko potencialno organizirali v eno pravno osebo. Pri tem je potrebna ohranitev maksimalnega nivoja transparentnosti poslovanja in skladnosti z zakonodajo. Seveda je lastnikom pomemben tudi finančni vpliv (intervju, 28. 4. 2023). Ne glede na njihove usmeritve, pa je potrebno ovrednotiti skupen vpliv združitve, kar bom predstavil v naslednjih poglavjih.

Po mnenju managerja se z združitvijo strateški vidik poslovanja, ki je z vidika lastnikov najpomembnejši, ne bi spremenil. Spremenili bi se le operativni procesi, torej način delovanja podjetja kot pravne osebe. Iz tega lahko sklepamo, da bi bili lastniki pri odločitvi o potencialni združitvi podjetij indiferentni (intervju, 28. 4. 2023).

### **6.3 Vidik zaposlenih**

Organizacijska kultura podjetja je skupek vrednot, prepričanj in tradicij, ki vplivajo na vedenje njegovih zaposlenih (DePamphilis, 2018), zato lahko sklepamo, da ima vsako podjetje edinstveno organizacijsko kulturo, na podlagi katere ustvarja konkurenčne prednosti (Špoljar, 2022). Vidik zaposlenih pri M&A še dodatno naraste, saj združitev dveh podjetij predstavlja trk različnih organizacijskih kultur in tradicij, kar lahko privede do odpora zaposlenih in ostalih deležnikov ter tako upočasni po-združitveno integracijo (Renneboog in Vansteenkiste, 2019).

Habeck in drugi (2000, str. 99-101) zapišejo, da je premagovanje kulturnih razlik pri združitvi oziroma pripojitvi najtežavnejši del posla, saj se po združitvi skupaj znajdejo ljudje različnih držav, kultur, znanja in vrednot. V kolikor proces integracije in sprememb, ki jih prinaša M&A, ni primerno predstavljen zaposlenim obeh podjetij, lahko to vodi v neodobravanje s strani zaposlenih, šibka organizacijska kultura pa lahko ogrozi uspeh samega procesa (Plavše, 2022). Da uspešnost omenjenega procesa zavisi od integracije priključenega podjetja, je v svojem delu omenjal že Lahovnik (1998), ki v nadaljevanju svetuje, da mora matično podjetje upoštevati razlike v organizacijskih kulturah in se ustrezno prilagoditi priključenemu podjetju. Raziskave kažejo, da ob odsotnosti ustrezne integracije organizacijske kulture v procesu M&A, propade med 60 % in 80 % vseh združitvev (Pekala, 2001, v Plavše, 2022).

Čeprav se analize primernosti M&A večinoma osredotočajo na komercialni in finančni vidik, postaja človeški faktor vse bolj pomemben (Bertoncelj, 2008, str. 39). Omenjeni avtor v prevzemnih modelih pogoša prav večjo pozornost ljudem, njihovem vedenju in vrednotam ter novi organizacijski kulturi. Nenazadnje je vrednost podjetja odvisna prav od njegovih zaposlenih (Brealey in drugi, 2023, str. 922). Še več, ko postanejo zaposleni zaskrbljeni glede izgube delovnega mesta, njihove samostojnosti ali kariernega napredovanja, se pogosto zniža njihova produktivnost, povišata pa se absentizem in fluktuacija, kar vse skupaj negativno vpliva na končni uspeh transakcije (Renneboog in Vansteenkiste, 2019).

Za lažje doseganje zastavljenih ciljev združitve, ki bo rezultirala v manj konfliktih in višji motivaciji, je potrebno čimprejše poistovetenje zaposlenih z novim podjetjem (Giessner in drugi, 2011) ter njihovo seznanitev s skupnimi vrednotami in načrti integracije (Bajec, 2014). Managerji morajo biti zato pri združitvi pozorni na njihovo angažiranje in jih s pomočjo participativnega modela opolnomočiti ter primerno vključiti v novo okolje (Bertoncelj, 2008, str. 73).

Tudi v primeru združitve podjetij A in B bi vodstvena struktura po mnenju managerja ostala popolnoma enaka trenutni, saj imata podjetji že sedaj skupno vodstvo (intervju, 28. 4. 2023). Oblikovanje novega vodstva oziroma imenovanje novih poslovodnih oseb v nobenem primeru torej ne bi bilo potrebno. Vodstvo na strani prodaje prav tako ne pričakuje večjih sprememb števila zaposlenih, saj tudi združitev podjetij ne bi vplivala na učinkovitejšo alokacijo delovne sile ali povečanje obsega dela (intervju, 28. 4. 2023).

Število zaposlenih v skupnih službah je odvisno od vrste povezovanja, ki ga bosta podjetji izbrali. V kolikor podjetji ostaneta pri trenutnem načinu poslovanja, povečanje ali zmanjšanje števila zaposlenih ni predvideno. Združitev podjetij bi na drugi strani predvidoma prinesla ekonomije obsega pri administrativnih nalogah. Vse podporne funkcije podjetja B (administracija, trženje, finančna in kadrovska služba), bi se zaradi sinergij prenesle na obstoječe zaposlene v podjetju A. Tako bi se v procesu združitve sprostilo eno delovno mesto. Kljub temu, da bi združitev s seboj prinesla kompleksnejšo davčno in računovodsko obravnavo ter posledično dodaten obseg dela, bi se le-ta pokrtil prek dodatnih storitev zunanje računovodskega servisa. Vpliv združitve na število zaposlenih bi bil tako praktično zanemarljiv, zato vpliva na proces ne gre pričakovati.

Eden izmed pomembnih členov podjetja B, ki ga je še potrebno omeniti, so zunanji izvajalci oftalmoloških storitev. Čeprav ne gre za zaposlene, za podjetje opravijo pomemben del storitev. V primeru združitve bi izvajalce zadržali, saj gre za visoko usposobljen kader, ki lahko delo opravlja na več poslovnih enotah, in se po potrebi prilagodi povečanemu obsegu dela. Prav tako pa z njimi ne bi bilo potrebno skleniti nove pogodbe, saj se v primeru združitve podjetij pogodbe samodejno prenesejo na novo pravno osebo.

V praksi sta podjetji tesno povezani, tako iz zgodovinskega kot poslovnega vidika. Prav tako zaposleni obeh podjetij delo že sedaj opravljajo v skupnih prostorih in so izpostavljeni medsebojni interakciji. Po mnenju vodstva zato ni bojazni po kulturnem neujemanju v kolikor pride do združitve podjetij (intervju, 28. 4. 2023). Renneboog in Vansteenkiste (2019) zapišeta, da bodo stroški po-združitvene integracije nižji v kolikor imata podjetji podobno kulturo znotraj organizacije, verjetnost, da proces uspe, pa višja. Kljub temu bi rad poudaril pomembnost ustreznega in pravočasnega informiranja zaposlenih o potencialni združitvi podjetij A in B.

#### **6.4 Vidik kupcev**

Do sedaj smo v podpoglavjih analizirali kakšen vpliv naj bi imela potencialna združitev podjetij A in B na njihove lastnike in zaposlene. Kot vemo, pa lahko vsakršna poslovna sprememba vpliva tudi na druge deležnike podjetja kot so država, banke, kupci itd. Slednjim namenim pozornost v tem poglavju.

Današnja podjetja se zavedajo, da je za ohranitev konkurenčnega položaja, potrebna ponudba celotne linije izdelkov ali storitev, kar Sherman in Hart (2006) poimenujeta

»nakupovanje na enem mestu« (angl. »one-stop shopping«). Na to pričajo mnoge tovrstne M&A transakcije s področja trgovine na drobno, hrane in pijače, kot tudi financ (Sherman in Hart, 2006). Pogodbeno povezovanje podjetja A in B potrošnikom omogoča, da lahko na enem mestu opravijo oftalmološki pregled, pridobijo ustrezno zdravstveno naročilnico in si nato izberejo ustrezen medicinski pripomoček (Lasten vir, brez datuma). Slednje se ne bi spremenilo niti v primeru združitve, saj bi nakupni proces ostal enak, s to razliko, da bi se vsi izdani dokumenti nanašali na ime združenega podjetja.

V primeru združitve bi novo podjetje ponujalo enak obseg storitev, kot ga trenutno skupaj ponujata ločeni podjetji A in B, na praktično vseh njihovih lokacijah po Sloveniji. Storitve pa bi se še naprej zaračunavale končnim strankam ter Zavodu za zdravstveno zavarovanje Slovenije (ZZZS) prek zahtevkov za povračilo.

Ker bi v primeru združitve podjetje B najverjetneje prenehalo, se pričakuje, da bodo kupci po končanem procesu storitve koristili preko trenutne blagovne znamke podjetja A. To bo rezultiralo v višjem tržnem deležu prevzemnega podjetja, s čimer bo še utrdilo položaj vodilnega v svoji dejavnosti.

Naj omenim še, da bi se po združitvi podjetij poenotilo oglaševanje, kar lahko z vidika podjetja pomeni enostavnejše pridobivanje novih kupcev. Pri obstoječih kupcih na drugi strani pa ne bi več prihajalo do nejasnosti npr. katere izdelke in storitve ponuja katero podjetje, saj bi se celotna ponudba oglaševala prek poenotene blagovne znamke.

## **6.5 Davčni in računovodski vidik**

Podjetji A in B sta od uvedbe DDV v Sloveniji 1.7.1999 identificirana za namen poročanja o DDV. Medtem ko je dejavnost prvega, kot že omenjeno, prodaja korekcijskih očal in drugih optičnih pripomočkov, se slednje ukvarja z opravljanjem okulističnih pregledov na podlagi koncesije (Lasten vir, brez datuma).

Davčni zavezanec ima pravico, da od DDV, ki ga je dolžan plačati, odbije vstopni DDV od nabav blaga in storitev, če bo to blago oziroma storitve uporabil za namene svojih obdavčenih transakcij. Zavezanec, ki opravlja izključno obdavčene transakcije ima po navajanju 63. člena Zakona o davku na dodano vrednost (ZDDV-1), Ur. l. RS, št. 13/11 – uradno prečiščeno besedilo, 18/11, 78/11, 38/12, 83/12, 86/14, 90/15, 77/18, 59/19, 72/19, 196/21 – ZDOsk, 3/22, 29/22 – ZUOPDCE in 40/23 – ZDavPR-B, tako pravico do odbitka vstopnega DDV v celoti. Podjetje A deluje po tovrstnem principu, saj je imelo v preteklih letih 100-odstotni delež obdavčenih transakcij.

Podjetje B na drugi strani prek okulističnih pregledov opravlja storitve izvenbolnišnične zdravstvene oskrbe in z njo neposredno povezane dejavnosti na podlagi koncesije, ki po 42. členu ZDDV-1 spadajo pod oproščene dejavnosti v javnem interesu. Podjetje je na podlagi omenjenega zakona v celoti oproščeno plačila DDV, kar pomeni, da pri izhodnih

transakcijah ne obračunava DDV, prav tako pa nima pravice do odbitka vstopnega DDV (Carpe Diem d.o.o., Kranj, 2018; 42. člen ZDDV-1). To pomeni, da se podjetju B ne bi bilo potrebno identificirati za namene DDV, čeprav trenutno se.

Združitev podjetij bi z davčnega in računovodskega vidika pomenila, da podjetje A prevzame tudi oproščeno dejavnost podjetja B in bi tako opravljalo mešano dejavnost. Združeno podjetje torej ne bi imelo pravice odbitka DDV v celoti, kar pojasnjuje 65. člen ZDDV-1: »Za blago in storitve, ki jih davčni zavezanec potrebuje tako za transakcije, pri katerih DDV lahko odbije v skladu s 63. členom tega zakona, kot za transakcije, pri katerih DDV ne sme odbiti, se lahko odbije samo tak delež DDV, ki se pripíše prvim transakcijam. Ta delež se določi v skladu s tem členom za vse transakcije, ki jih opravi davčni zavezanec.«

Združeno podjetje bi moralo za namen odbitka DDV izračunati odbitni delež (1), ki se po navajanju 65. člena ZDDV-1 izračuna na podlagi neto obdavčljivega prometa (v števcu) in celotnega neto prometa podjetja (v imenovalcu) v zadnjem poslovnem obdobju. Rezultat se nanaša na obdobje enega leta in se prikaže kot odstotek, ki se v primeru decimalnih mest zaokroži navzgor na celo število (65. člen ZDDV-1).

$$\text{Odbitni delež} = \frac{\text{Skupni znesek letnega prometa brez DDV, ki se nanaša na transakcije pri katerih je DDV odbiten (= obdavčene transakcije)}}{\text{Skupni znesek letnega prometa brez DDV, ki se nanaša na transakcije, vključene v števcu, in tiste pri katerih DDV ni odbiten, vključno s subvencijami, razen tistih, ki so neposredno povezane s ceno blaga ali storitev (= obdavčene + opročene transakcije)}} \quad (1)$$

Pri tem je potrebno poudariti, da pri izračunu odbitnega deleža v zneskih prometa ne smemo upoštevati dobav osnovnih sredstev za namen opravljanja dejavnosti in priložnostnih nepremičninskih ter finančnih transakcij (65. člen ZDDV-1).

Za izračun odbitnega deleža združenega podjetja, lahko enostavno uporabimo informacijo o prihodkih obeh družb, doseženih v preteklem poslovnem obdobju. Finančni podatki iz leta 2022 kažejo, da je podjetje A doseglo 12.363.542 € prihodkov, podjetje B pa 279.921 € prihodkov, zato bi odbitni delež združenega podjetja znašal 97,8 % ali zaokroženo 98 %. Ker slednji ne presega 99 %, bi bilo potrebno podjetju v skladu z ZDDV-1 in Pravilnikom o izvajanju Zakona o davku na dodano vrednost, Ur. l. RS, št. 141/06, 52/07, 120/07, 21/08, 123/08, 105/09, 27/10, 104/10, 110/10, 82/11, 106/11, 108/11, 102/12, 54/13, 85/14, 95/14, 39/16, 45/16, 86/16, 50/17, 84/18, 77/19, 58/21, 205/21, 16/22, 82/22 in 17/23:

- določiti stroškovna mesta po vrstah transakcij, glede na to ali gre za oproščeno ali neoproščeno transakcijo,
- v začetku leta oceniti pričakovan odbitni delež na podlagi doseženega prometa, ob koncu leta pa narediti popravek za nazaj na podlagi dejanskih podatkov,

- izhodnim transakcijam izvajati pripis nabav, z namenom določanja višine odbitka DDV od nabav, ki so neposredno povezane z obdavčeno dejavnostjo,
- od nabav, ki jih ni mogoče pripisati izključno oproščenim ali neoproščenim izhodnim transakcijam, odbijati DDV v skladu z izračunanim odbitnim deležem, in
- od vlaganj v tuja opredmetena osnovna sredstva oziroma najete prostore, ki se uporabljajo za mešano dejavnost, izvajati popravek odbitka, v višini neodbitnega odstotka (ZDDV-1; Pravilnik o izvajanju Zakona o davku na dodano vrednost).

Učinek opravljanja mešane dejavnosti bi od združenega podjetja zahteval uporabo odbitnega deleža, ki ga na podlagi dejanskih finančnih podatkov v naslednjih letih ocenjujem na okoli 98 %. Uvedba odbitnega deleža bi od podjetja zahtevala prilagoditev na nov način računovodenja, katerega implementacija bi obsegala začetno posvetovanje vpletenih oseb združujočih se podjetij z davčnim svetovalcem in računovodjo ter nastavitev računovodskega programa po dogovoru. Prav tako bi se moral ob koncu leta, v skladu z 2. alinejo prejšnjega odstavka, narediti ponoven obračun DDV oziroma poračun odbitnega deleža. Tudi to bi zahtevalo dodatno delo zunanjega računovodstva in davčnega svetovalca, ki bi poračun ustrezno pregledali (Davčni svetovalci podjetja Y, 2023).

Seveda pa bi bila slika popolnoma drugačna, v kolikor bi delež oproščenih transakcij med vsemi transakcijami padel pod 1 %. V tem primeru bi se odbitni delež zaokrožil navzgor in sicer na 100 %, zato omenjen proces ne bi bil več potreben. Da bi bil ta pogoj izpolnjen, bi se moral promet (obdavčljivih transakcij) podjetja A drastično povežati oziroma promet (neobdavčljivih transakcij) podjetja B znatno upasti. Tako velikih sprememb v naslednjih nekaj letih ne gre pričakovati, zato ta predpostavka ni relevantna.

Od združenega podjetja prav tako ne pričakujem prihrankov pri plačilu DDPO, saj obe samostojni pravni osebi že vrsto let poslujeta s pozitivno davčno osnovo. Prihranki bi se pojavili le v primeru, ko bi eno izmed podjetij poslovalo z izgubo. Tudi te predpostavke v magistrskem delu nisem upošteval.

## **6.6 Finančni vidik**

Jansson in Ericsson (2022) v svoji študiji zapišeta, da je uspeh transakcij pogosto odvisen prav od (ne)doseganja finančnih ciljev. Podjetja namreč od M&A procesa pričakujejo ustvarjanje vrednosti, pa naj si bo na podlagi znižanja stroškov, izboljšanja učinkovitosti ali večje ponudbe izdelkov (Shah in Arora, 2014). Da bi lahko odgovoril na zastavljena raziskovalna vprašanja, sem v nadaljevanju finančno ovrednotil vsak posamezni vidik potencialne združitve podjetij A in B.

V prvem koraku želim omeniti prihodkovne sinergije, ki bi lahko nastale zaradi kapitalskega povezovanja dveh dopolnjujočih se podjetij. Kot že omenjeno, se podjetje A ukvarja s prodajo medicinskih pripomočkov za vid, podjetje B pa ponuja storitve oftalmoloških pregledov, ki pogosto rezultirajo v nakupu medicinskega pripomočka. Čeprav uporabljata

podjetji enake prodajne kanale in imata podobno strukturo kupcev, združitve za podjetji ne bi prinesla večjih sprememb, saj se celoten prodajni proces ne bi spreminjal. Povečanja dodane vrednosti za stranke ali sinergij v obliki povišanja prihodkov, zato ne gre pričakovati.

Druga plat finančnega vidika, na katere sem se osredotočil, pa je doseganje stroškovnih sinergij. Pričakanje vodstva seveda je, da bi bili stroški združenega podjetja nižji, kot stroški ločenih podjetij skupaj (intervju, 28. 4. 2023). S pomočjo že analiziranih vidikov poslovanja ter dostopnih finančnih podatkov obeh podjetij, sem v nadaljevanju predstavil različne finančne vplive.

V prvi vrsti bi se dotaknil stroškov dela, ki so bili opisani v enem izmed prejšnjih poglavij. Že omenjena ugotovitev na podlagi opravljenega intervjuja (28. 4. 2023) je, da združitve podjetij večjih sprememb v številu zaposlenih ne bi prinesla. Prav tako zaradi ohranitve prodajnega procesa sprememb v prodajnem delu ni pričakovati. Zahvaljujoč sinergijam na področju administrativnih aktivnosti pa bi se po predvidevanjih sprostilo eno delovno mesto, ki ga lahko ovrednotim kot prihranek v višini 30.000 evrov letno.

Združitve podjetij bi pomenila, da se lahko znebimo podvajajočih se aktivnosti in tudi stroškov, ki so se do sedaj pojavljali v finančnih izkazih. Da bi prišel do potencialnih prihrankov, sem v prvem koraku iz računovodske baze podatkov obeh podjetij izpisal seznam vseh prejetih računov v poslovnem letu 2022. Nato sem podrobneje analiziral strukturo prejetih računov podjetja B, z namenom identificiranja aktivnosti, ki bi jih lahko povsem ali vsaj delno izločili ali jih prenesli v okvir poslovanja podjetja A. Podatki o prejetih računih pred letom 2022 niso zajeti zaradi vpliva pandemije COVID-19 in različnih poslovnih procesov pred večinskim prevzemom obeh podjetij leta 2019.

Podjetje B je v omenjenem poslovnem letu prejelo 229 računov od 39 različnih dobaviteljev.

Njihov celotni strošek je znašal 185.169 evrov neto brez DDV. Od tega so največji, kar 75-odstotni, delež predstavljali prejeti računi za opravljene storitve zunanjih izvajalcev, ki za podjetje pogodbeno opravljajo koncesijske preglede. Sprememb na tem področju ne gre pričakovati.

Prva izmed aktivnosti, katere obseg se bo nedvomno spremenil, so računovodske storitve, ki jih za obe podjetji opravlja zunanji partner. Ta je podjetju B za izvajanje celotnega računovodstva, sestavljanje računovodskih izkazov in dostop do računovodskih programov lani zaračunal 6.839 evrov. Letni strošek bi lahko predvidoma znižali za 2.000 evrov, saj ne bi bilo več potrebe po dvojnih dostopih do programskih rešitev ter pripravi dvojnih računovodskih izkazov, saj tovrstne storitve že koristi podjetje A. Stroški, neposredno povezani s knjiženjem računov, bi ostali in se prenesli na združeno podjetje.

Dodaten strošek računovodskih storitev bi predstavljala že omenjena implementacija knjiženja v skladu z mešano dejavnostjo združenega podjetja. S tem povezana začetna investicija je ocenjena na 3.100 evrov, prav tako pa bi imelo združeno podjetje predvidoma



1.050 evrov dodatnih stroškov na leto (Davčni svetovalec podjetja Y, 2023). Skupni letni strošek računovodskih storitev bi se tako v primeru združitve podjetij znižal za približno 1.000 evrov.

Podjetje B je, po večinskem prevzemu tujega podjetja, vsako leto zavezano k reviziji računovodskih izkazov, kjer zunanji revizorji opravijo pregled računovodskih izkazov in procesov v podjetju ter na izdajo revizorjevo mnenje. Omenjeni stroški tega so v lanskem letu znašali 6.539 evrov, oziroma dobrih 3,5 % vseh prejetih faktur podjetja B. V primeru združitve bi lahko celoten znesek šteli kot stroškovni prihranek, saj ima lastno revizijsko pogodbo sklenjeno tudi podjetje A. Kljub temu je pomembno poudariti, da bi potreba po revizijskem pregledu združenega podjetja ostala, kar z vidika revizije prinaša večjo kompleksnost in posledično višje stroške revizijskega pregleda. Povišanje ocenjujem na 3.000 evrov letno. Neto stroškovni prihranek združenega podjetja bi znašal dobrih 3.500 evrov letno.

Združeno podjetje prav tako ne bi potrebovalo dveh zunanjih pooblaščenih oseb (v nadaljevanju DPO), ki skrbita za varstvo osebnih podatkov. Tako podjetje A kot podjetje B imata namreč sklenjeno DPO pogodbo z istim izvajalcem. Slednje je za omenjene storitve DPO letno namenilo 3.494 evrov, kolikor bi v primeru združitve znašal prihranek pri stroških.

Stroški bančnih storitev, ki obsegajo izvajanje plačilnega prometa, vodenje poslovnega računa in najem določene opreme, so v omenjenem obdobju znašali 1.378 evrov. Temu strošku se novo podjetje ne bi uspelo v celoti izogniti, saj bi število transakcij tudi po združitvi ostalo na podobni ravni. Kljub temu bi lahko ukinili vodenje trenutnega transakcijskega računa podjetja B in vrnilo tisto opremo, ki jo za enak namen že najema podjetje A. Združitev bi predvidoma prinesla 600 evrov letnega stroškovnega prihranka.

Poleg že naštetih optimizacij, bi se lahko poenotila tudi programska rešitev za naročanje in kartoteko strank. Trenutno imata podjetji vsaka svojo lastno rešitev, s katero je imelo podjetje B 1.911 evrov letnih stroškov. V primeru združitve podjetij bi moral celoten prodajni proces potekati preko enotne programske rešitve, ki jo trenutno uporablja podjetje A. Dodelava omenjene rešitve bi obsegala prilagoditev zdravstveni dejavnosti podjetja B in prenos podatkovne baze. To bi zahtevalo investicijo v enkratnem znesku 5.000 evrov in letni strošek vzdrževanja v višini 500 evrov. Stroški, povezani s trenutnim ponudnikom podjetja B se ne bi več pojavljali.

Potrebno se je dotakniti še neposrednih stroškov, ki bi jih povzročil proces združitve podjetij. Eden izmed najpogostejših pri tem je skrbni pregled, ki predstavlja celovit pregled evidenc ciljnega podjetja (DePamphilis, 2018). Slednji v proučevanem primeru ne bi bil potreben, saj v procesu ne bi prišlo do sprememb v lastništvu, prav tako pa imata obe podjetji že zdaj enako sestavo vodstva. Pred združitvijo bi nastali stroški priprave pogodbe o pripojitvi, ki jih glede na kompleksnost pogodbe ocenjujem na okoli 4.000 evrov. Dodatno bi nastali še

notarski stroški overitve omenjene pogodbe v višini 3.000 evrov (Davčni svetovalec podjetja Y, 2023).

Združitev podjetij A in B bi zahtevala še priglasitev nevtralne davčne obravnave ter dodatna računovodska opravila, kot so združitev računovodskih baz, knjiženje prenosov in ostala računovodska opravila. Proces bi povzročil za približno 4.000 evrov računovodskih stroškov, 1000 evrov stroškov IT podpore in 500 evrov stroškov iz naslova davčnega svetovanja (Davčni svetovalec podjetja Y, 2023).

Celoten strošek procesa združitve bi tako znašal okoli 12.500 evrov.

## **6.7 Vrednotenje združenih podjetij**

Zadnja in tudi najpomembnejša naloga je določiti ali bi vrednost združenih podjetij presegla skupno vrednost ločenih podjetij. Povedano z drugimi besedami se bo podjetju A izplačalo pripojiti podjetje B le v primeru, ko bo vrednost denarnih tokov združenih podjetij večja od njihove vrednosti pred združitvijo, kar bi pozitivno vplivalo na premoženje lastnikov.

### **6.7.1 Metode vrednotenja**

V praksi se za vrednotenje podjetij uporabljajo različne metode, ki se med seboj razlikujejo po načinu vrednotenja, in so lahko v odvisnosti od lastnosti podjetja bolj ali manj primerne (Frankel in Forman, 2017, str. 212). Damodaran (2012) je mnenja, da lahko različne metode oziroma pristopi k vrednotenju med seboj podajo različne rezultate, kar pa nam lahko vseeno pomaga pri razumevanju celotne slike.

Prva izmed najpogosteje omenjenih metod vrednotenja izhaja iz enostavnega dejstva, da je podjetje vredno vsaj toliko, kolikor znaša vrednost njegovega premoženja. Premoženje oziroma vrednost podjetja je razlika med vsemi sredstvi in obveznostmi podjetja (Plavše, 2022). Damodaran (2012) zapiše, da so lahko sredstva podjetja ovrednotena na tri različne načine, in sicer prek likvidacijske vrednosti, stroška nadomestitve ali njihove knjigovodske vrednosti.

V kolikor želimo oceniti vrednost manjšega podjetja z nepredvidljivimi denarnimi tokovi, uporabimo metodo tržne primerjave. Ta veleva, da sprva poiščemo obstoječa primerljiva podjetja, ki so v preteklosti že bila prevzeta in s pomočjo doseženih kazalcev npr. poslovnega izida pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization, v nadaljevanju EBITDA) ocenimo vrednost podjetja (Plavše, 2022; Frankel in Forman, 2017, str. 212-217).

V ekonomski analizi se za vrednotenje zrelih podjetij s stabilnim poslovanjem, kot sta podjetji A in B, uporablja metoda diskontiranih denarnih tokov (Frankel in Forman, 2017, str. 222; Sherman in Hart, 2006). Ta pričakovane denarne tokove podjetja s pomočjo

diskontne stopnje preračuna na sedanjo vrednost (Plavše, 2022; Damodaran, 2012), diskontirana vsota vseh denarnih tokov pa naj bi bila enaka vrednosti podjetja (Lahovnik, 2013, str. 87). Ko se podjetju določi vrednost, je potrebno narediti še prilagoditve v obliki pričakovanih sinergij ali dodatnih stroškov (Lee, 2018, v Hafnar, 2021).

Zadnja metoda močno spominja na izračun neto sedanje vrednosti (v nadaljevanju NSV), ki jo podjetja po mnenju Ross in drugi (2022, str. 894) pogosto uporabljajo za analizo upravičenosti M&A transakcij. Izračun NSV (2) je prav tako odvisen od diskontiranih prihodnjih koristi in se po navajanju Brealey in drugi (2023, str. 928) izračuna kot razlika med sedanjo vrednostjo koristi in sedanjo vrednostjo stroškov, povezanih z združitvijo (enačba 2). Prav tako pa pokaže (ne)upravičenost samega projekta (Gaughan, 2018).

$$NSV = (\text{sedanja vrednosti koristi} - \text{sedanja vrednost stroškov}) > 0 \quad (2)$$

Ker želim prikazati (ne)upravičenost združitve podjetij A in B, sem se odločal med uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ali metode NSV. Zaradi predpostavke, da se prihodkovna komponenta podjetij v primeru združitve ne bi spreminjala, je izdelava analize NSV po mojem mnenju bolj smiselna.

#### 6.7.2 Izračun NSV

V izračun so zajeti ovrednoteni dodatni stroški, stroškovni prihranki in začetna investicija, ki bi skupaj vplivali na vrednost združenega podjetja. Pri projekciji je uporabljeno obdobje petih let, ki ga avtorji pogosto priporočajo (Frankel in Forman, 2017, str. 222; Sherman in Hart, 2006).

V tabeli 1 so po posameznih letih povzeti ter finančno ovrednoteni vsi pričakovani stroškovni prihranki, ki naj bi jih prinesla združitve. Omenjeni prihranki bi po predvidevanjih znašali 44.544 evrov letno. Na drugi strani bi imeli podjetji A in B z združitvijo, poleg 20.600 evrov začetne investicije, še 4.450 evrov dodatnih letnih stroškov (tabela 2). Neto letni prihranki bi tako znašali skoraj 40.000 evrov, kar za analizo že predstavlja pomembno informacijo.

*Tabela 1: Stroškovni prihranki v primeru združitve podjetij A in B*

<b>Stroškovni prihranki</b>	<b>Leto 0</b>	<b>Leto 1</b>	<b>Leto 2</b>	<b>Leto 3</b>	<b>Leto 4</b>	<b>Leto 5</b>
Stroški dela		30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Računovodske storitve		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Revizijske storitve		6.539	6.539	6.539	6.539	6.539
Storitve DPO		3.494	3.494	3.494	3.494	3.494
Bančne storitve		600	600	600	600	600
Ukinitev programa za kartoteke strank		1.911	1.911	1.911	1.911	1.911
<b>SKUPAJ</b>	<b>0</b>	<b>44.544</b>	<b>44.544</b>	<b>44.544</b>	<b>44.544</b>	<b>44.544</b>

*Vir: lastno delo.*

Tabela 2: Dodatni stroški v primeru združitve podjetij A in B

Dodatni stroški	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Računovodske storitve	3.100	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050
Revizijske storitve		3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Dodelava in vzdrževanje novega programa za kartoteke strank	5.000	500	500	500	500	500
Neposredni stroški združitve	7.000					
Implementacija novega načina knjiženja	5.500					
<b>SKUPAJ</b>	<b>20.600</b>	<b>4.550</b>	<b>4.550</b>	<b>4.550</b>	<b>4.550</b>	<b>4.550</b>

Vir: lastno delo.

Ker je potrebno v izračunu NSV upoštevati tudi časovno vrednost denarja, sem v nadaljevanju izračunal ustrezno diskontno stopnjo. Govorimo o tehtanem povprečju stroškov kapitala (angl. weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC), ki predstavlja strošek različnih načinov financiranja podjetja in njihov pripadajoč delež v celoti (Damodaran, 2012). Kot prikazuje izračun (3) je WACC sestavljen iz stroška lastniškega ( $R_E$ ) in dolžniškega ( $R_D$ ) kapitala, deleža lastniškega ( $W_E$ ) in dolžniškega ( $W_D$ ) kapitala v celotnem financiranju, ter davčne stopnje ( $T$ ) (Brealey in drugi, 2023, str. 519-520).

$$WACC = R_E * W_E + R_D * W_D * (1 - T) \quad (3)$$

Potrebno je poudariti, da je v primeru, ko podjetje ni zadolženo, celoten strošek kapitala enak strošku lastniškega kapitala podjetja (Brealey in drugi, 2023, str. 249). To predpostavko sem upošteval v analizi, saj prevzemno podjetje A trenutno ni zadolženo, prav tako pa zaradi enake lastniške strukture podjetij ne bi potrebovalo dodatnega zadolževanja za priključitev podjetja B. Strošek dolžniškega financiranja in njegov delež v kombinaciji z davčno stopnjo sta zato pri nadaljnjih izračunih zanemarjena.

Na drugi strani se strošek lastniškega kapitala oziroma pričakovana donosnost le-tega izračuna s pomočjo modela vrednotenja dolgoročnih naložb (angl. capital asset pricing model, v nadaljevanju CAPM), predstavljenega pod enačbo 4. Model za izračun pričakovane donosnosti lastniškega kapitala ( $R_E$ ) zahteva podatek o netvegani obrestni meri ( $R_f$ ), beti podjetja ( $\beta$ ), ter razliki med pričakovano tržno donosnostjo ( $R_m$ ) in že omenjeno netvegano obrestno mero (Ross in drugi, 2022, str. 358-359).

$$R_E = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (4)$$

Po mnenju Damodarana (2014) je izbira netvegane obrestne mere odvisna od valute v kateri so pričakovani denarni tokovi projekta ocenjeni. Priporočljivo je, da se netvegana obrestna mera in pričakovani denarni tokovi nanašajo na isto valuto, ne glede na to, kje se podjetje nahaja oziroma kje se projekt izvaja. Ker proučujem slovenski podjetji, katerih analiza pričakovanih denarnih tokov je izražena v evrih, je smotrna uporaba netvegane obrestne mere z območja Slovenije. Damodaran (2012) v svojem delu zapiše, da lahko za netvegano

obrestno mero upoštevamo podatke o državnih vrednostih papirjih kot so npr. dolgoročne obveznice, ob tem pa njihovo ročnost prilagodimo analiziranem obdobju. Za približek netvegani obrestni meri bi torej lahko uporabil 10-letno državno obveznico Republike Slovenije, katere obrestna mera je na dan 13.9.2023 znašala 3,504 % (World Government Bonds, 2023).

Fernandez in drugi (2023) so želeli s svojo raziskavo ugotoviti višino dejanske netvegane obrestne mere in tržne premije, ki jih v letu 2023 uporabljajo finančni strokovnjaki po državah. Odgovori o višini netvegane obrestne mere v Sloveniji so varirali med 2,5 % in 4,4 %, povprečna vrednost ocen pa je znašala 3,6 %. Iz tega lahko sklepam, da so si podatki o tovrstni obrestni meri so med seboj precej podobni, vseeno pa sem v izračunu upošteval slednjo, saj izhaja iz praktičnega sveta.

Tudi za izračun tržne premije za tveganje, kot razlike med pričakovano tržno donosnostjo in netvegano stopnjo donosa, obstajajo različni virov podatkov. Bratkovič (2007) zapiše, da se dilema pojavi že pri izbiri najprimernejšega vrednostnega papirja, potrebno pa je določiti še časovni okvir in način zajema podatkov. Kljub temu obstajajo številne študije na temo določanja tržnih premij za tveganje. Zgodovinski podatki (1900-2020) na ameriških tleh, kažejo, da so investitorji v dolgoročne državne obveznice v povprečju prejeli 5,4-odstotni letni donos. Na drugi strani je bil povprečen letni donos delniškega trga 11,5-odstoten, kar pomeni, da je tržna premija za tveganje znašala 7,8 % (Brealey in drugi, 2023, str. 186).

Do podobnih ugotovitev so prišli Fernandez in drugi (2023), saj naj bi se omenjena tržna premija v letu 2023 po ocenah slovenskih strokovnjakov gibala med 5,5 % in 9,1 %. Povprečna vrednost veljavnih ocen je znašala 7,6 %, ki se ga upošteval kot najboljši približek dejanski tržni premiji. Ob upoštevanju netvegane stopnje donosa pa lahko sklepamo, da slovenski trg kapitala v letošnjem letu pričakuje 11,2-odstotni letni donos, kar bom upošteval v nadaljnjem izračunu.

Zadnja komponenta CAPM modela je koeficient beta, ki predstavlja mero tveganosti določenega podjetja v primerjavi s trgom. Beta tržnega portfelja je sicer vedno enaka 1, v kolikor je poslovanje podjetja bolj tvegano od povprečja, bo njegova beta večja od 1, oziroma nižja od 1, če je tveganost nižja od tržnega povprečja (Damodaran, 2012). Lahovnik (2013, str. 89-90) pojasni, da z beto merimo specifično oziroma nesistematično tveganje podjetja. Le-ta se po navadi izračuna iz zgodovinskih podatkov o gibanju cene delnice, vendar je to mogoče le za podjetja, ki kotirajo na borzi. Beta podjetij v zasebni lasti, kot sta analizirani podjetji A in B, se lahko med drugim izračuna iz povprečja bet primerljivih podjetij v enaki dejavnosti (Damodaran, 2012).

Beta koeficient podjetja je sicer sestavljen iz tehtanega povprečja bete lastniškega kapitala in bete dolga, zato lahko beto lastniškega kapitala (zadolžene bete) zapišemo kot funkcijo nezadolžene bete in finančnega vzvoda (Damodaran, brez datuma). Z drugimi besedami beto lastniškega kapitala določata kapitalna struktura oziroma finančni vzvod ter poslovno

tveganje podjetja. V primeru, ko proučujemo zadolženo podjetje, govorimo o zadolženi beti (angl. levered beta), ko podjetje nima nikakršnega dolga, tako kot v analiziranem primeru, pa se uporablja beto brez zadolženosti (angl. unlevered beta) (Kosler, 2019).

Čeprav obstaja več drugih načinov izračuna beta koeficienta, sem se odločil za uporabo pristopa »od spodaj navzgor« (angl. bottom-up approach). Pristop je primeren za vrednotenje bete zasebnega podjetja, saj upošteva vpliv tržnega gibanja, kapitalske strukture in poslovne politike, ob tem pa ne zahteva primerjave podatkov o preteklih donosih. V prvem koraku se identificira primerljiva kotirajoča podjetja, ki poslujejo v isti panogi kot proučevano podjetje. Nato se z uporabo regresijskega modela izračuna beto posameznega podjetja, ter se iz njih izračuna povprečno vrednost. Kasneje se v izračunu odstrani vpliv finančnega vzvoda panoge, rezultat pa je nezadolžena beta primerljivih podjetij (Kosler, 2019). Pristop po mnenju avtorice zahteva še druge prilagoditve kot je npr. ocenjevanje zadolžene bete proučevanega podjetja prek dodajanja finančnega vzvoda, kar pa pri proučevani analizi ne bo potrebno.

V kolikor želimo beta koeficient prilagoditi razmeram na slovenskem trgu, se ovira pojavi že pri izbiri podjetij, saj vzorec zahteva primerjavo z večimi podjetji. Slovenska podjetja, ki poslujejo v dejavnosti prevzemnika, so po velikosti manjša od podjetja A in ne kotirajo na trgu vrednostnih papirjev. Po mojem mnenju je zato bolj smiselna primerjava s tujimi podjetji, ki poslujejo v primerljivih dejavnostih in sočasno kotirajo na trgu vrednostnih papirjev.

Damodaran (2023) identificira povprečne bete evropskih podjetij po posameznih dejavnostih, s katerimi dobimo po pristopu »od spodaj navzgor« dobro izhodišče za izračun bete prevzemnega podjetja oziroma projekta. Kot že omenjeno je dejavnost podjetja A trgovina na drobno v specializiranih prodajalnah z medicinskimi in ortopedskimi pripomočki (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma). Menim, da se omenjeni dejavnosti najbolj približata trgovina na drobno - posebna področja in prodaja izdelkov za zdravstveno nego, ki jih identificira Damodaran (2023).

V dejavnosti trgovina na drobno - posebna področja na podlagi povprečja 72 evropskih podjetij povprečna beta znaša 1,30, medtem ko je povprečna nezadolžena beta ocenjena na 1,07 (Damodaran, 2023). V dejavnosti izdelkov za zdravstveno nego, kamor se uvrščajo medicinski pripomočki, avtor ocenjuje, da povprečna beta znaša 1,18, medtem naj bi bila povprečna nezadolžena beta iz vzorca 196 podjetij enaka 1,02.

Ker težko ocenimo, katera dejavnost je za namen analize bolj merodajna, si bom pomagal s podjetjem X, večinskim lastnikom podjetij A in B. Podjetje X kotira na eni izmed evropskih borz, Damodaran (2023) pa ga uvršča med prvo izmed omenjenih dejavnosti - trgovina na drobno - posebna področja. Po drugi strani pa podjetje X služi kot odlična primerjava s podjetjem A, saj gre za matično podjetje, po katerem naj bi se zgledovali njihov poslovni model, prodajni proces in celoten način poslovanja. Čeprav gre po velikosti (tako po

prihodkih kot številu zaposlenih) za precej večje podjetje, se mi zdi za ocenjevanje bete projekta izmed vseh najprimernejše.

Javno dostopni podatki za podjetje X kažejo, da njegova zadolžena beta znaša 0,88 (Infront Analytics, 2023). Ker podjetje A ni zadolženo in se za namen transakcije tudi ne namerava zadolževati, je torej najboljši približek njegove bete kar nezadolžena beta podjetja X. Slednja je prav tako javno dostopna in po zadnjih informacijah znaša 0,80 (Infront Analytics, 2023). Koeficient nezadolžene bete sem v nadaljevanju uporabil pri diskontiranju denarnih tokov združenih podjetij A in B.

Ko enačbo CAPM modela (5) napolnimo s podatki, vidimo, da lahko pričakujemo 9,68-odstotni letni donos na lastniški kapital, ki sočasno predstavlja strošek lastniškega kapitala projekta.

$$R_E = R_f + \beta * (R_m - R_f) = 3,6 \% + 0,8 * (11,2 \% - 3,6 \%) = 9,68 \% \quad (5)$$

Zanimivo je, da se zgornji rezultat razlikuje od donosnosti lastniškega kapitala (angl. return on equity, v nadaljevanju ROE), ki ga pričakujeta lastnika obeh podjetij. Kazalec ROE (6) kaže razmerje med čistim dobičkom podjetja in lastniškim kapitalom (Brealey in drugi, 2023, str. 837) in bi moral biti (ob realnih pričakovanih lastnikov) enak pričakovani donosnosti lastniškega kapitala ( $R_E$ ). Kot že omenjeno, pa večinski lastnik podjetja A zahteva 12-odstotni letni donos na vloženi kapital, medtem ko manjšinski lastnik 14-odstotnega (intervju, 28.4.2023). Razlog za odstopanja lahko najdemo v različni interpretaciji in rabi podatkov, uporabi različnih metod vrednotenja, pa tudi v različnih pričakovanih lastnikov zaradi subjektivnosti pri ocenjevanju.

$$ROE = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{lastniški kapital}} \quad (6)$$

Izračun WACC (7) je po pridobljenih informacijah precej enostaven, saj lahko zanemarimo dolžniški del enačbe, vključno z davkom. Preostane le strošek lastniškega kapitala, ki predstavlja celoto financiranja združenega podjetja in znaša 9,68 %. S tem rezultatom so v nadaljevanju diskontirani dodatni neto stroškovni tokovi združenega podjetja.

$$WACC = R_E * W_E + R_D * W_D * (1 - T) = 9,68 \% \times 1,00 = 9,68 \% \quad (7)$$

V tabeli 3 so razvidni neto letni stroškovni prihranki po diskontiranju z izračunanim diskontnim faktorjem. Strošek začetne investicije se pri tem ni spremenil, saj nastane v letu 0, medtem ko sedanja vrednost neto stroškovnih prihrankov vsako leto postopoma upada.

Tabela 3: Diskontirani neto stroškovni tokovi

Neto stroškovni prihranki	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
SKUPAJ	-20.600	36.464	33.246	30.312	27.637	25.198
SKUPAJ NSV	132.256					

Vir: lastno delo.

Skupni izračun NSV (8) je pozitiven, kar kaže na to, da bi združitev povečala skupno vrednost obeh podjetij. V petih letih bi lahko prihranili za dobrih 132.000 evrov stroškov, prevrednotenih na začetni datum. Pozitiven rezultat kaže, da znesek stroškovnih prihrankov prevlada nad dodatnimi stroški, ki bi nastali v procesu, zato bi bila po mojem mnenju združitev podjetij A in B s finančnega vidika upravičena.

$$\begin{aligned}
 \text{NSV} &= -\text{začetna investicija} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{neto letni dodatni tokovi}_n}{(1+i)^t} = \\
 &-20.600 + \sum_{t=1}^5 \frac{39.994_5}{(1+0,0968)^5} = -20.600 + 152.856 = 132.256
 \end{aligned}
 \tag{8}$$

Potrebno je poudariti, da je izračun NVS odvisen tudi od razmer na svetovnem trgu, ki pa se vseskozi spreminjajo. V primeru npr. višje netvegane obrestne mere bi se diskontni faktor (WACC) povečal, s tem pa bi se znižala NSV projekta. Kljub temu dobičkonosnost projekta ni vprašljiva, saj pozitivni neto stroškovni tokovi v izračunu močno prevladujejo. Na to kaže tudi dejstvo, da je doba povračila projekta, ko skupni prihranki presežejo skupne stroške, nižja od enega leta.

## 7 SKLEP

V magistrskem delu sem podrobneje obravnaval možnost potencialne združitve podjetij A in B, ki poslujeta kot samostojni pravni osebi v različnih dejavnostih. Podjetji že vrsto let izkoriščata ugodnosti pogodbenega povezovanja in sta primer navpičnega oziroma koncentričnega tipa integracije. Ker so se v zadnjem času pojavila vprašanja o morebitni združitvi obeh podjetij, sem sprejel izziv in idejo natančneje analiziral v svojem magistrskem delu.

Področje M&A je teoretično zelo bogato, zato pri iskanju vrst povezovanja med podjetji in njihovih motivov, ki vodijo do tega, ni bilo težav. Kljub splošnim dejstvom o M&A transakcijah in pogostim zaključkom, da tovrstne transakcije ne ustvarjajo vrednosti za lastnike, se je potrebno zavedati, da je vsak proces edinstven, zato dejstev iz preteklosti ne gre posploševati. S tem razlogom sem glavni del magistrskega dela razdelil na šest glavnih vidikov potencialne združitve in jih podrobneje proučil.



Prek opravljenega intervjuja sem izvedel, da se vodstvo nagiba v smer kapitalskega povezovanja obeh podjetij, torej poslovanja pod skupno streho. Ker bi ob morebitni združitvi prišlo do sprememb le pri operativnih procesih znotraj obeh družb in ker imata obe identično lastniško strukturo, so lastniki do odločitve indiferentni. Seveda ob predpostavki, da združitev ne bi ogrozila zadovoljstva kupcev ali negativno vplivala na raven kakovosti izdelkov oziroma storitev. Z vidika kupcev menim, da združitev večjih sprememb ne bi prinesla. Le prodaja izdelkov in storitev, ter njihovo oglaševanje bi po združitvi potekalo preko enotnega podjetja.

Združitev podjetij A in B po mojem mnenju prav tako ne bi imela večjega vpliva na kader v podjetjih, saj že sedaj opravljajo delo v skupnih prostorih in so izpostavljeni medsebojni interakciji. Zaradi operativnih sinergij bi se lahko sprostilo eno delovno mesto na področju administracije, kar bi prineslo dodatne prihranke. Ob tem je vseeno potrebno poudariti pomembnost ustreznega in pravočasnega informiranja zaposlenih o potencialni združitvi obeh podjetij.

Posebno zanimiva je različna DDV obravnava podjetij, saj se podjetje A ukvarja z neoprosčenimi posli, medtem ko podjetje B na podlagi državne koncesije opravlja le oproščene storitve. Združitev oziroma pripojitev bi z davčnega in računovodskega vidika pomenila, da podjetje A prevzame dejavnost podjetja B in tako v naprej opravlja mešano dejavnost. To zahteva vsakoletni izračun odbitnega deleža, ki po zadnjih finančnih podatkih obeh podjetij ne bi presegal 99 %, kolikor je potrebno za enostavnejšo davčno obravnavo. Uvedba odbitnega deleža bi tako od združenega podjetja zahtevala prilagoditev na nov način računovodenja, katerega implementacija prinaša dodatne stroške. Omenjeni proces ne bi bil potreben, v kolikor bi se konkretno spremenila struktura prihodkov obeh dejavnosti in s tem odbitni delež. Slednjega v obdobju naslednjih petih let ne pričakujem.

Finančne sinergije so seveda eden izmed pomembnejših motivov za združitve podjetij, saj je izboljšanje finančne slike glavna želja vsakega podjetja. Glede na opravljeno analizo, bi lahko podjetji z združitvijo dosegli pomembne finančne sinergije na administrativnem področju. Medtem ko združitev podjetij A in B po mojem mnenju ne bi ustvarila prihodkovnih sinergij, je zgodba pri stroških povsem drugačna. V primeru združenega podjetja bi se predvidoma znižali stroški dela, stroški računovodskih, revizijskih, bančnih storitev in DPO storitev ter stroški, povezani s programsko opremo. Skupni prihranki bi na letnem nivoju znašali 44.544 evrov, kar potrди raziskovalno vprašanje ali bi združitev podjetji A in B ustvarila stroškovne sinergije.

Z združitvijo bi na drugi strani nastalo predvidoma 20.600 evrov stroškov, neposredno povezanih z združitvijo. Le-ti zajemajo pripravo pogodbe o pripojitvi, stroške notarskih in računovodskih storitev ter dodelavo programske opreme. Poleg tega pričakujem povečanje stroškov nekaterih storitev, predvsem na račun večje poslovne kompleksnosti združenega podjetja in so ocenjeni na 4.550 evrov letno. Kljub temu bi stroškovni prihranki presegali skupno vrednost dodatnih stroškov združitve.

Izračun NSV za naslednjih pet let pokaže, da bi se ob upoštevanju pričakovane donosnosti lastnikov in njihovih lastniških deležev, vrednost združenega podjetja povečala za predvidoma 132.256 evrov v primerjavi s trenutnim načinom poslovanja. Ker je NSV pozitivna, lahko na tretje raziskovalno vprašanje, ali bi bili združeni podjetji A in B bolj dobičkonosni kot samostojni pravni osebi, odgovorim pritrdilo.

Glede na ugotovitve analiziranih vidikov potencialne združitve bi lastnikom ter vodstvu obeh podjetij predlagal, da konkretno razmislijo o ideji združitve, saj se na papirju kaže kot najbolj optimalna vrsta povezovanja podjetij A in B. Združitev je po mojem mnenju najbolj smiselno izpeljati kot pripojitev manjšega podjetja B k večjemu podjetju A. Tako bi se ohranili obe dejavnosti, prav tako pa ne bi bilo nikakršnih ovir za prenos koncesije.

Po mojem mnenju bi bila torej združitev podjetij A in B bolj optimalna od samostojnega delovanja podjetij. Glavni razlog za to so prikazane stroškovne sinergije na dolgi rok, prav tako pa združitev ne predstavlja (pre)velikega tveganja, saj se vidik lastnikov, zaposlenih in kupcev ne bi drastično spremenil. Verjamem pa, da se bodo zapisane ugotovitve in priporočila nekoč uporabila tudi v praksi in tako vpletenim prispevala pri poslovnem razvoju obeh podjetij.

## LITERATURA IN VIRI

1. ACCA. (2015). *Paper P4 - Advanced financial management (Study Text for exams from 1 September to 31 August 2016)*. BPP Learning Media Ltd.
2. Ahern, K. R. in Weston, F. J. (2007). M&As: The Good, the Bad, and the Ugly. *Journal of Applied Finance*, 17(1), 5-20.
3. Aktas, N. in Boone, A. L. (2023). *The Private Deal Process in Mergers and Acquisitions*. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4126431>
4. Aktas, N., Boone, A., Witkowski, A., Xu, G. in Yurtoglu, B. (2021). The Role of Internal M&A Teams in Takeovers. *Review of Finance*, 25(4), 1047-1088.
5. Anžič, Š. (2004). *Računovodstvo poslovnih združenj* (diplomsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
6. Bajec, A. (2014). Komunikacija z zaposlenimi med prevzemi in združitvami: Kako doseči identifikacijo zaposlenih z novim, prevzetim ali združenim podjetjem. *HRM: Strokovna revija za ravnanje z ljudmi pri delu*, 12(58), 30-34.
7. Bajec, A. M. (2013). *Vloga in pomen komuniciranja v času združitve in prevzemov* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
8. Baldacchino, P. J., Camilleri, A., Magrin, A. in Grima, S. (2022). Effectiveness of Mergers and Acquisitions in Maltese Listed Companies: Financial Performance, Market Reactions and Shareholder Value. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 8(3), 141-160.
9. Berk, J. in DeMarzo, P. (2017). *Corporate finance* (4. izd.). Pearson Education.

10. Berriategortua, J. S., Orden-Olasagasti, O. in Florencio, B. P. (2018). Does Company Performance Improve After M&A? A Literature Review. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 17, 31-51.
11. Bertoncej, A. (2005). *Čas prevzemov: prevzeti ali biti prevzet*. GV založba.
12. Bertoncej, A. (2008). *Prevzemi in združitve: Model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. Fakulteta za management Koper.
13. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Gospodarski vestnik.
14. Bešter, J. (2000). *Prevzemi podjetij in njihovi motivi - empirična analiza na primeru Slovenije* (doktorska disertacija). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
15. Borodin, A., Ziyadin, S., Islyam, G. in Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-47.
16. Bösecke, K. (2009). *Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances*. Gabler.
17. Bratkovič, B. (2007). *Vrednotenje za potrebe nakupa izbranega podjetja* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
18. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. in Edmans, A. (2023). *Principles of corporate finance* (14. izd.). McGraw-Hill.
19. Bregar, L., Ograjenšek, I. in Bavdaž, M. (2005). *Metode raziskovalnega dela za ekonomiste: Izbrane teme*. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani, Enota za založništvo.
20. Brouthers, K. D., van Hastenburg, P. in van den Ven, J. (1998). If most mergers fail why are they so popular? *Long Range Planning*, 31(3), 347-353.
21. Bruining, H., Wright, M. in Verwaal, E. (2013). Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs. *Small Business Economics*, 40, 591-605.
22. Bukvič, V. (2021). Prevzemi in združitve podjetij s poudarkom na ekonomski analizi in vrednotenju ponudbe za prevzem. *Poslovodno računovodstvo*, 14(1), 5-51.
23. Calipha, R., Tarba, S. in Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 9, 1-24.
24. Carpe Diem d.o.o., Kranj. (2018, 18. februar). *DDV obravnava zdravstvenih storitev*. Pridobljeno 13. februarja 2023 s <https://www.racunovodja.com/clanki.asp?clanek=9649>
25. 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.
26. CFI Team. (2022, 7. december). *Merger vs. Acquisition: Similarities and key differences in terms of initiation, procedure, and outcome*. Pridobljeno 13. januarja 2023 s <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/merger-vs-acquisition/>
27. Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C. in Waldeck, A. (2011, marec). *The Big Idea: The New M&A Playbook*. <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>

28. Creighton, K. (2013). *Introduction to Mergers & Acquisitions*. Catherine Lucy Walker & bookboon.com.  
[https://www.academia.edu/9534104/Introduction\\_to\\_Mergers\\_and\\_Acquisitions\\_Introduction\\_to\\_Mergers\\_and\\_Acquisitions](https://www.academia.edu/9534104/Introduction_to_Mergers_and_Acquisitions_Introduction_to_Mergers_and_Acquisitions)
29. Čater, T., Lahovnik, M., Pučko, D. in Rejc Buhovac, A. (2011). *Strateški management* 2. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani, Enota za založništvo.
30. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and Tehniques for Determining the Value of Any Asset* (3. izd.). John Wiley & Sons.
31. Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance* (4. izd.). Wiley.
32. Damodaran, A. (2023, 5. januar). *Damodaran online*. Pridobljeno 8. oktobra 2023 s [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
33. Damodaran, A. (brez datuma). *The CAPM - in practice*. Pridobljeno 30. septembra 2023 s [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/lectures/risk.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/risk.html)
34. Davčni svetovalec podjetja Y. (2023, 21. junij). *Osebni pogovor z davčnim svetovalcem podjetja Y*.
35. DePamphilis, D. (2011). *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Elsevier.
36. DePamphilis, D. (2018). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions* (9. izd.). Elsevier Inc.
37. Dimovski, B. (2019). *Analiza učinkovitosti in tveganj v procesih združitve in prevzemov podjetij s posebnim poudarkom na naftni industriji* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
38. Dolenc, P. (2006). Finančno premoženje države in privatizacija: Teorija in realnost v Sloveniji. *Naše gospodarstvo*, 52(3/4), 65-82.
39. Društvo ekonomistov Ljubljana in Pravniško društvo Ljubljana. (2000). *Združitve in prevzemi gospodarskih družb, 1. Strokovno posvetovanje, Portorož 8. in 9. junij 2000*. Društvo ekonomistov Ljubljana.
40. Duh, M. (2022). *Upravljanje podjetja in strateški management*. GV Založba.
41. Dun & Bradstreet d.o.o. (brez datuma). *Finančni podatki za podjetji A in B*. Pridobljeno 4. februarja 2023 s <https://www-gvin-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/GvinInformato/PagesAnalizator/Analizator.aspx?Mode=GvinSI&App=GvinInformatoSI&Lang=sl-SI>
42. European Commission. (2021, 26. marec). *Commision staff working document: Evaluation of procedural and jurisdictional aspects of EU merger control*. [https://ec.europa.eu/competition/consultations/2021\\_merger\\_control/SWD\\_findings\\_of\\_evaluation.pdf](https://ec.europa.eu/competition/consultations/2021_merger_control/SWD_findings_of_evaluation.pdf)
43. Faizan, M. M., Ahmad, M. A., Khan, S. in Khan, F. (2014). Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520-533.
44. Fasua, H. K. in Osagie, O. (2016). Proactive Merger and Acquisition and Firm Performance. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(14), 15-19.

45. Fernandez, P., García de la Garza, D. in Fernandez Acin, J. (2023). *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023*. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4407839>
46. Fiorentino, R. in Garzella, S. (2015). Synergy management pitfalls in mergers and acquisitions. *Management Decision*, 53(7), 1469-1503.
47. Frankel, M. E. in Forman, L. H. (2017). *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments*. John Wiley & Sons, Inc.
48. Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7. izd.). John Wiley & Sons, Inc.
49. Giessner, S. R., Ullrich, J. in van Dick, R. (2011). Social Identity and Corporate Mergers. *Social and Personality Psychology Compass*, 5(6), 333-345.
50. 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.
51. Grah, P. (2019). *Uspešnost managerskih prevzemov družb (MBO) v Sloveniji in tujini* (doktorska disertacija). Ekonomsko-poslovna fakulteta Univerze v Mariboru.
52. Habeck, M. M., Kroger, F. in Tram, M. R. (2000). *Čas združitev: Sedem strategij za uspešno integracijo po združitvi podjetij*. DZS d.d.
53. Hafnar, E. (2021). *Analiza prevzema tarče na primeru izbranih podjetij "kupec" in "tarča"* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
54. Haldar, A., Ray, A., Banerjee, D. in Ghosh, S. (2014). Resilient supplier selection under a fuzzy environment. *International Journal of Management Science and Engineering Management*, 9(2), 147-156.
55. Hassan, I., Ghauri, P. N. in Mayrhofer, U. (2018). Merger and acquisition motives and outcome assessment. *Thunderbird International Business Review*, 60(4), 709-718.
56. Hayes, A. (2022, 3. november). *What Are Mergers and Acquisitions (M&A)?* Pridobljeno 17. decembra 2022 s <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>
57. Ignjatovič, S. (2005). *Ocena prevzema podjetja Aventis s strani Sanofi-Syhelaba* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
58. Infront Analytics (brez datuma). *Finančni podatki za podjetje X*. Pridobljeno 3. oktobra 2023 s <https://www.infrontanalytics.com/>
59. Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances. (2023). *Number & Value of M&A Worldwide*. Pridobljeno 4. februarja 2023 s <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
60. Jansson, O. in Ericsson, V. (2022). *Mergers and Acquisitions – Motives, Success factors, Due diligence & the Integration phase* (magistrsko delo). School of Business, Linnaeus University.
61. Kosler, H. (2019). *Ocena vrednosti lastniško zaprtega podjetja s primerjalno analizo pristopov za izračun koeficienta občutljivosti na tržno gibanje* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.

62. Kovač, D. in Bertoneclj, A. (2007). An integrated approach for a higher success rate in mergers and acquisitions. *Proceedings of Rijeka Faculty of Economics, Journal of Economics and Business*, 25(1), 167-188.
63. Kralj, J. (2003). *Možnost rasti podjetja GPG KIPKOP s povezovanjem* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
64. Lahovnik, M. (1998). *Proučevanje strategije priključitve podjetja* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
65. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani, založništvo.
66. Lajoux, A. R. in Capital Expert Services LLC. (2019). *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide*. McGraw-Hill Education.
67. Lasten vir. (brez datuma). *Osebnost pridobljeni podatki za podjetja A in B*.
68. Lee, M. (2018, 29. junij). *Business valuation in mergers and acquisitions*. <https://www.linkedin.com/pulse/business-valuation-mergers-acquisitions-melissa-lee-c-p-a/>
69. Li Destri, A. M., Minà, A. in Picone, P. M. (2012). From “Strategic Fit” to Synergy Evaluation in M&A Deals. *Caspian Journal of Applied Sciences Research*, 1(12), 25-38.
70. Luenendonk, M. (2019, 19. september). *Different types of Mergers and Acquisitions (M&A)*. Pridobljeno 27. junija 2023 s <https://cleverism.com/different-types-of-mergers-and-acquisitions-ma/>
71. Mind Tools Content Team. (brez datuma). *The Ansoff Matrix*. Pridobljeno 27. junija 2023 s <https://www.mindtools.com/a2gy5ya/the-ansoff-matrix>
72. Močnik, D. (2005). *Strateški management*. Fakulteta za elektrotehniko, računalništvo in informatiko Univerze v Mariboru.
73. Močnik, D., Crnogaj, K., Bradač, B. H. in Širec, K. (2021). *Slovenska podjetja in značilnosti poslovnega prestrukturiranja: Slovenski podjetniški observatorij 2020*. Univerzitetna založba Univerze v Mariboru.
74. Muceniaks, K. (2020). Company Merger and Acquisitions Financial Result Evaluation. *Humanities and Social Sciences: Latvia*, 28(1), 46-58.
75. Nazarova, V. (2021). Analysis of the Effectiveness of Healthcare M&A Transactions in Developed Countries. *PANOECONOMICUS*, 68(3), 375-396.
76. Oh, J.-H. in Johnston, W. J. (2021). How post-merger integration duration affects merger outcomes. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 36(5), 807–820.
77. Patel, K. (2022, 14. oktober). *10 Common Reasons Why Mergers and Acquisitions Fail*. Pridobljeno 19. februarja 2023 s <https://dealroom.net/blog/reasons-why-mergers-and-acquisitions-fail>
78. Pekala, N. (2001). Merger They Wrote: Avoiding a Corporate Culture Collision. *Journal of Property Management*, 66(3), 32-37.
79. Peterdy, K. (2022, 8. maj). *Ansoff Matrix: The Product/Market Expansion Grid*. Pridobljeno 27. junija 2023 s <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/ansoff-matrix/>

80. Plavše, D. (2022). *Ustvarjanje vrednosti s prevzemi in združitvami majhnih in srednje velikih podjetij* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
81. Podjetje A. (brez datuma). *Spletna stran podjetja A: O nas*. Pridobljeno 5. februarja 2023 s spletne strani podjetja A.
82. Pravilnik o izvajanju Zakona o davku na dodano vrednost, Ur. l. RS, št. 141/06, 52/07, 120/07, 21/08, 123/08, 105/09, 27/10, 104/10, 110/10, 82/11, 106/11, 108/11, 102/12, 54/13, 85/14, 95/14, 39/16, 45/16, 86/16, 50/17, 84/18, 77/19, 58/21, 205/21, 16/22, 82/22 in 17/23 z dne 30.12.2006
83. Pučko, D., Čater, T. in Rejc Buhovac, A. (2009). *Strateški management 2*. Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Enota za založništvo.
84. PWC. (2020). *Mergers & Acquisitions*. <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-mergers-acquisitions.pdf>
85. PWC. (brez datuma). *Global M&A Industry Trends: 2023 Outlook*. Pridobljeno 4. februarja 2023 s <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>
86. Reddy, K. S. (2014). Extant reviews on entry-mode/internationalization, mergers & acquisitions, and diversification: Understanding theories and establishing interdisciplinary research. *Pacific Science Review*, 16(4), 250-274.
87. Reineman, D. (2021). *Valuation of a private company for a merger and acquisition* (magistrsko delo). University of Twente.
88. Renneboog, L. in Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699.
89. Roberts, E. B. in Berry, C. A. (1985). Entering New Businesses: Selecting Strategies for Success. *Sloan Management Review*, 26(3), 3-17.
90. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Jordan, B. D. in Shue, K. (2022). *Corporate finance* (13. izd.). McGraw-Hill.
91. Shah, P. in Arora, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study. *Accounting and Finance Research*, 3(2), 170-190.
92. Sherman, A. J. in Hart, M. A. (2006). *Mergers & Acquisitions From A to Z*. American Management Association.
93. Slorach, S. J. (2004). *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions*. Oxford University Press.
94. Stiebale, J. in Trax, M. (2011). The Effects of Cross-Border M&As on the Acquirers' Domestic Performance – Firm-Level Evidence. *Canadian Journal of Economics*, 44(3), 957-990.
95. Špoljar, N. (2022). *Vpliv kulture v primeru tujih združitvev in prevzemov slovenskih podjetij* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
96. Tekavc, J. in Pučnik, J. (2002). *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Učila International.
97. Van Zeventer, D. (2019). *An investigation into the motives that lead to firm acquisitions*. The Faculty of Behavioural Management and Social sciences, University of Twente.

98. Veršič, S. (2020). Vloga temeljne strategije podjetja za razvojno uspešnost podjetja v dinamičnem okolju. *Revija za univerzalno odličnost*, 9(4), 372-388.
99. Viraj, A. (2014). *LBO in MBO - anomaliji slovenske privatizacije* (magistrsko delo). Fakulteta za varnostne vede Univerze v Mariboru.
100. Wangerin, D. (2019). M&A Due Diligence, Post-Acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378.
101. Wei, C., Nneka, U. in Nyantakyi, G. (2021). The impact of Mergers and Acquisitions on the Financial Performance of Ecobank Ghana Limited. *Journal of accounting finance and auditing studies (JAFAS)*, 7(3), 243-259.
102. Weston, F. J., Siu, J. A. in Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Prentice-Hall.
103. Wheelen, T. L. in Hunger, D. J. (2010). *Concepts in Strategic Management and Business Policy; Achieving Sustainability* (12. izd.). Pearson Education.
104. World Government Bonds. (2023, 13. september). *Slovenia Government Bonds - Yields Curve*. Pridobljeno 3. oktobra 2023 s <http://www.worldgovernmentbonds.com/country/slovenia/>
105. Zakon o davku na dodano vrednost (ZDDV-1), Ur. l. RS, št. 13/11 – uradno prečiščeno besedilo, 18/11, 78/11, 38/12, 83/12, 86/14, 90/15, 77/18, 59/19, 72/19, 196/21 – ZDOsk, 3/22, 29/22 – ZUOPDCE in 40/23 – ZDavPR-B z dne 16.11.2006
106. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17, 22/19 – ZPosS, 158/20 – ZIntPK-C, 18/21, 18/23 – ZDU-1O in 75/23 z dne 19.4.2006
107. Zakon o zdravstveni dejavnosti (ZZDej-UPB2), Ur. l. RS, št. 23/05 - uradno prečiščeno besedilo z dne 10.3.2005
108. Zhao, X. in Niu, T. (2022). Impacts of horizontal mergers on dual-channel supply chain. *Journal of Industrial and Management Optimization*, 18(1), 655-680.



## **PRILOGA**



## **Priloga 1: Intervju z managerjem podjetij A in B (28. 4. 2023).**

**Trenutno si zaposlen kot direktor podjetij A in B. Mi zaupaš malo o začetkih tu in kaj te je sploh pripeljalo na to delovno mesto.**

Ja, res je, že dobra 3 leta opravljam delo izvršnega direktorja podjetij A in B. Za podjetji je leta 2019 nastopila posebna prelomnica, saj sta bili večinsko prevzeti s strani tujega podjetja X, ki posluje na področju prodaje specifičnih medicinskih pripomočkov. V prevzemnem podjetju sem delo opravljal že več let prej in sicer takrat na eni izmed vodilnih pozicij. Že med procesom prevzema sem bil seznanjen s širitvijo na slovenski trg. Kmalu po tem sem bil seznanjen z odprtim delovnim mestom in priložnost sem z veseljem sprejel.

**Sklepam, da se je od prevzema podjetij marsikaj spremenilo. Katere so bile ključne spremembe v tem času?**

Nedvomno se s pritokom novega znanja v podjetje, ki ga podjetja ima podjetje X v izobilju, spremeni pogled na nekatere procese. Določeni delovni procesi so se v tem času optimizirali. Sam sem bil priča kar nekaj pomembnejšim spremembam kot so bili npr. menjava ključnih dobaviteljev, optimizacija notranjih kontrol, uvedbe določenih novosti v prodajnem procesu itd. Prav tako se je spremenila strategija podjetij, saj sta iz zasebnega lastništva prešli pod okrilje multinacionalke.

**Kakšni so bili po tvojem mnenju prevzemni motivi podjetja X?**

Po podatkih, ki sem jih prejel s strani odgovornih v prevzemnem podjetju, je bila njihova ambicija predvsem širitev na slovenski trg. To bi lahko dosegli prek organske rasti ali prek prevzema. Ker je zunanja rast prek prevzemov veliko hitrejša od organske rasti, in ker sta podjetji A in B po poslovnem modelu ustrezali prevzemniku, so se odločili za prevzem. Poleg tega ima vsako prevzemno podjetje načrt nekakšne optimizacije poslovanja tarče, s čimer se ustvarja dodana vrednost.

**Kot omenjeno je bilo tudi podjetje B istočasno večinsko prevzeto, čeprav gre za ločeno podjetje. Zakaj taka odločitev?**

Podjetji sta, kljub ločeni organiziranosti, poslovno tesno povezani. Tudi prevzemniku je bilo predstavljeno, da se njuna dejavnost prepleta, zato je prevladala odločitev o večinskem prevzemu obeh podjetij hkrati. S tem je prevzemnik ohranili vpliv nad izkoriščanjem medsebojnih sinergij še naprej.

**Kako bi opisal trenutno medsebojno poslovanje podjetja A in B? Za kakšno vrsto povezovanja gre?**

Podjetji sta lastniško povezani, vendar ne kapitalsko. Dejansko bi lahko rekli, da sodelujeta na podlagi pogodbenega povezovanja. Torej sta podjetji A in B ločeni pravni osebi, ki pa izkoriščata komplementarnost svojih dejavnosti, od česar imata obe koristi.

## **Pa so se v preteklosti že kdaj pojavljala vprašanja o potencialni združitvi podjetij A in B?**

Po mojem vedenju se do pred kratkim vprašanja o združitvi obeh podjetij niso pojavljala.

### **Zakaj ne?**

Glavni razlog za to je bila različna davčna obravnava podjetij, zaradi katere se je leta 2010 tudi prenesla koncesija iz podjetja A na podjetje B. V tistem času združitev ni bila optimalna izbira zaradi administrativnih bremen, ki bi jih prineslo opravljanje z mešano dejavnostjo. Po mojem mnenju bi lahko možnost združitve ponovno proučiti, saj je od takrat preteklo skoraj 13 let in so lahko okoliščine spremenile.

### **V primeru da se podjetji združita, bi po tvojem mnenju lahko dosegli pomembnejše stroškovne prihranke? Na katerih področjih?**

Glavno vodilo združitve bi bile sinergije na prihodkovni in/ali stroškovni strani, če ne združitev nima smisla. Glede na trenutno organiziranost podjetij bi pričakoval, da bodo stroški združenega podjetja nižji, kot stroški ločenih podjetij skupaj. Trenutno se veliko opravi podvaja v računovodstvu (npr. podvojeni finančni in računovodski izkazi, podvojena poročila...), revizorji vsako leto pregledajo obe podjetji ločeno, potem so tu dvojne bančne storitve in še bi lahko kaj našli.

### **Kako pa bi združitev vplivala na prihodkovno stran?**

Večjih sprememb na prihodkovni strani ne pričakujem, ker bo prodajni proces ostal popolnoma enak, prav tako pa združitev ne bi prinesla večje ponudbe kot jo lahko stranke dobijo že sedaj.

### **Kako si želi vodstvo oziroma lastniki organizirati obe pravni osebi?**

Lastniki in tudi vodstvo si želijo proučiti še druge oblike povezovanja med podjetjema A in B, ki bi bile morda s poslovnega vidika bolj učinkovite. Podjetji se trenutno povezuje na podlagi podpisane pogodbe o sodelovanju, vendar bi bila zanimiva možnost opravljanja obeh dejavnosti v eni pravni osebi. Žal nimamo aktualne informacije o tem, kaj bi to prineslo. Lastnikom bodo morda vseč boljši finančni rezultat, vendar ne na račun zakonodajne skladnosti ali transparentnosti poslovanja.

### **Torej se nagibate bolj k kapitalskemu povezovanju kot je npr. združitev podjetij?**

Ja, želja lastnikov in tudi vodstva je, da se podrobneje analizira možnost potencialnega poslovanja podjetij A in B pod eno pravno osebo.

**Obstajajo tudi druge vrste povezovanja med podjetji npr. odkup premoženja podjetja, odkup z zadolžitvijo ali celo managerski odkup.**

Obstaja kar nekaj različnih načinov povezovanja, ki lahko pridejo v poštev, ko imajo podjetja različne lastnike. V primeru podjetij A in B bi bilo to zaradi enake lastniške strukture nesmiselno, prav tako pa vodstva ne zanima kakršenkoli odkup podjetja.

**Glede na to da imata podjetji dva različna lastnika, me zanima, kako usklajeni so njihovi interesi. Je možno, da bi en lastnik želel združitev, drug pa ne?**

Interesi lastnikov so po mojem mnenju dokaj usklajeni, se pa na vsake toliko pojavijo tudi razlike v razmišljanju. Večinskemu lastniku je na prvem mestu zadovoljstvo kupcev. Velik poudarek je na skladnosti poslovanja z lokalno zakonodajo, četudi na račun višjih stroškov. Na drugi strani je v ospredju manjšinskega lastnika kakovostna ponudba izdelkov in storitev, ki jih podjetji ponujata s pomočjo primerno izobraženega kadra. Takoj za tem je doseganje finančnih rezultatov. Potencialno se lahko zgodi, da bi ena stran nasprotovala drugi pri potencialni združitvi podjetij, vendar se je potrebno zavedati, da lahko večinski lastnik vselej preglasi manjšinskega.

**Kakšne stopnje donosa pričakujeta posamezna lastnika?**

Na podlagi dolgoročne strategije skupine X je zahtevana donosnost kapitala (ROE) večinskega lastnika 12 %. Manjšinski lastnik svoje zahtevane stopnje donosa nima eksplicitno določene, vendar bi zanj rekel, da se bolj fokusira na kratkoročen donos poslovanja z nižjo stopnjo novih investicij. Zato se po mojih predvidevanjih giblje okoli 14 %.

**Kaj bi lahko torej združitev pomenila za vrednost lastnikov?**

Moje pričakovanje je, da bi bili stroški združenega podjetja nižji od skupnih stroškov samostojnih podjetij A in B. To bi se lahko pokazalo v boljših finančnih izkazih in posledično večji vrednosti za lastnike. Lastnike podjetij bolj zanima strateški vidik poslovanja, ki pa se v tem primeru z združitvijo ne bi spremenil. Spremenjena bi bila le »operativa«, kar pa lastnikov niti ne zanima toliko oziroma so do odločitve indiferentni.

**Rad bi se dotaknil še vidika zaposlenih. Kakšne so po tvojem mnenju razlike v kadru obeh podjetij in ali bi lahko te ogrozile uspeh potencialne združitve?**

Večjih kulturnih razlik med podjetjema nisem zaznal in jih tudi ne bi pričakoval, ker imata obe podjetji enake lastnike in enako vodstvo. Prav tako zaposleni obeh podjetij delo opravljajo v istem prostoru in že lep čas sodelujejo. Tu ne vidim nobenih nevarnosti, tudi če bi se podjetji nekoč združili.

**Bi lahko potencialno prišlo do sprememb v številu zaposlenih zaradi učinkov združitve?**

Kar se tiče vodstvene strukture bi ta tudi v primeru združitve ostala enaka, zato sprememb tu ne bo. Tudi v prodajnem delu se sprememb v številu zaposlenih ne pričakuje, ker združitev

niti ne bi vplivala na prodajni proces. Niti se ne bi drastično spremenil obsega dela, ki bi zahteval nekakšno reorganizacijo. Edino kjer bi lahko dosegli prihranke pri stroških dela so podporne službe. Tu bi lahko po mojem mnenju dosegli nekaj prihrankov iz naslova prej omenjenih aktivnostih.