

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**STRATEŠKI DEJAVNIKI PREVZEMA PODJETJA PIVOVARNE
LAŠKO UNION**

Ljubljana, maj 2023

IRENA MRAZIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Irena Mrazić, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Strateški dejavniki prevzema podjetja Pivovarne Laško Union, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Matejem Lahovnikom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila 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 poskrbela, 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 pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila 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 študentke: _____

KAZALO

1	UVOD.....	1
2	TEORETIČNI VIDIKI ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV.....	2
2.1	Značilnosti združitvev in prevzemov	4
2.2	Prednosti združitvev in prevzemov	5
2.2.1	Slabosti združitvev in prevzemov	5
2.3	Vrste združitvev in prevzemov podjetij	6
2.3.1	Združitve glede na konkurenco	6
2.3.2	Prevzemi glede na sredstvo	6
2.3.3	Prevzemi glede na postopek.....	7
2.3.4	Prevzemi glede na odnose med prevzemnim in ciljnim podjetjem	7
2.4	Motivi za združitve in prevzeme	7
2.4.1	Hipoteza (ne)maksimiranja vrednosti premoženja prevzemnika	8
2.4.2	Hipoteze učinkovitosti, informacij, podcenjenosti in precenjenosti.....	8
2.4.3	Menedžerska hipoteza.....	10
2.4.4	Problem agentov	10
2.4.5	Hipoteza tržne moči.....	11
2.5	Proces prevzema	11
2.5.1	Faze prevzema podjetja.....	12
2.5.2	Analiza ciljnega podjetja.....	13
2.5.3	Dejavniki oblikovanja prevzemne premije	14
2.5.4	Strateške povezanosti in »nadpovprečni donosi« na trgih kapitala.....	16
2.5.5	Integracija prevzetega podjetja v poslovni sistem prevzemnika	16
2.5.6	Vloga organizacijske kulture pri združitvah in prevzemih	17
2.5.7	Obrambni ukrepi pred prevzemi.....	19
2.6	Zakonska ureditev prevzemov in združitvev v Sloveniji.....	21
2.6.1	Zakon o prevzemih (ZPre-1)	21
2.6.2	Vloga nadzornega organa v prevzemnih postopkih	23
3	RAZISKAVA PRIMERA PREVZEMA PIVOVARNE LAŠKO UNION	24
3.1	Predstavitev pivovarske panoge v Sloveniji.....	25
3.1.1	Pivovarne v Sloveniji.....	25

3.1.2	Izvoz in uvoz piva	26
3.1.3	Pridelava hmelja.....	27
3.2	Predstavitev Skupine Laško pred prevzemom	28
3.3	Kronologija prevzema	32
3.3.1	Faze prevzemanja.....	32
3.3.2	Izpolnjevanje sporazuma o prestrukturiranju in mirovanju	33
3.4	Mnenje javnosti o prodaji Pivovarne Laško Union	35
3.5	Motivi za prevzem	36
3.5.1	Finančni motivi	36
3.5.2	Operativni motivi	36
3.6	Korporativno upravljanje pivovarne pred in po prevzemu	38
3.6.1	Sistem upravljanja v pivovarni	38
3.6.2	Vizija, poslanstvo in strategija pivovarne.....	40
3.7	Finančna analiza Pivovarne Laško Union pred in po prevzemu tujca.....	41
3.7.1	Dobičkonosnost kapitala in dobičkonosnost sredstev	41
3.7.2	Dupontova shema.....	44
3.7.3	Neto finančni dolg na EBITDA	46
3.7.4	Dobičkonosnost kapitala in sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga	48
3.7.5	Število zaposlenih in indeks dodane vrednosti na zaposlenega.....	50
3.7.6	Indeks dodane vrednosti na zaposlenega.....	51
3.7.7	Finančni vzvod.....	54
3.7.8	Obračanje sredstev	58
4	SKLEP	60
	LITERATURA IN VIRI	61
	PRILOGE	65

KAZALO TABEL

Tabela 1: ROE in ROA PLU od 2010 do 2021.....	43
Tabela 2: Izplačilo dobička lastniku Heinekenu od 2016 do 2021	44
Tabela 3: Neto dolg, EBITDA in neto dolg/EBITDA PLU od 2010 do 2021.....	47
Tabela 4: Število zaposlenih PLU pred in po prevzemu Heinekena	50
Tabela 5: Koefficient finančnega vzvoda PLU od 2010 do 2021	57

Tabela 6: Koeficient obračanja sredstev PLU od 2010 do 2021	59
---	----

KAZALO SLIK

Slika 1: Tradicionalni in strateški pristop k procesu prevzema podjetja	12
Slika 2: Ravni organizacijske kulture po Scheinu	17
Slika 3: Organizacijska mreža po Johnsonu in Scholesu	18
Slika 4: Obrambni mehanizmi pred prevzemi	21
Slika 5: Izvoz in uvoz piva od 2010 do 2020	27
Slika 6: Pridelava hmelja v Sloveniji od 2000 do 2020	28
Slika 7: Lastniška struktura Skupine Laško dne 31. 12. 2015	28
Slika 8: Število zaposlenih po družbah v Skupini Laško dne 31. 12. 2015	29
Slika 9: Lastniška sestava kapitala Pivovarne Laško, d. d. 2014 in 2015	30
Slika 10: Prihodki od prodaje in EBITDA Skupine Laško od 2013 do 2015	31
Slika 11: ROA in ROE Skupine Laško od 2013 do 2015	31
Slika 12: Kronologija prevzemanja Pivovarne Laško	32
Slika 13: 300 Heineken blagovnih znamk v 190 državah po svetu	33
Slika 14: ROE in ROA PLU od 2010 do 2021	44
Slika 15: Primerjava finančnih kazalnikov v Dupont modelu za leti 2012 in 2018	45
Slika 16: ROE in neto dolg/EBITDA PLU od 2010 do 2021	48
Slika 17: ROE in neto dolg/EBITDA slovenskih družb pred in po prevzemu tujih investitorjev	49
Slika 18: Število zaposlenih PLU pred in po prevzemu Heinekena	51
Slika 19: Indeks dodane vrednosti na zaposlenega PLU od 2010 do 2021	52
Slika 20: Število zaposlenih in indeks dodane vrednosti na zaposlenega PLU od 2010 do 2021	53
Slika 21: Število zaposlenih in indeks dodane vrednosti na zaposlenega slovenskih družb pred in po prevzemu tujih investitorjev	54

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Kvalitativni intervju	1
--	---

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

AJPES – Agencija Republike Slovenije za Javnopravne evidence in storitve

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

AVK – Javna agencija Republike Slovenije za varstvo konkurence

CDD –Centralna depotna družba
DUTB –Družba za upravljanje terjatev bank
EIB – (angl. European Investment Bank); Evropska investicijska banka
EU –Evropska unija
EUR – (angl. Euro); evro
FURS –Finančna uprava Republike Slovenije
PEST – Analiza zunanjih dejavnikov (političnih, ekonomskih, sociološko-kulturnih in tehnoloških) makro okolja
PLU – Pivovarna Laško Union d. o. o.
SURS –Statistični urad Republike Slovenije
SWOT – Tehnika strateškega načrtovanja in upravljanja, ki preučuje prednosti, slabosti, priložnosti in grožnje
ZFPPIPP –Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju
ZGD-1 – Zakon o gospodarskih družbah
ZPOmK-1 – Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence
ZPre-1 – Zakon o prevzemih
ZVK – Zakon o varstvu konkurence

1 UVOD

Združitve in prevzemi podjetij so pogosta, zelo priljubljena in tudi tvegana oblika rasti podjetja. Najpogostejši razlogi za prevzem in združitve so povečanje vrednosti za vlagatelje, ustvarjanje priložnosti za managerje, ekonomija obsega, povečanje tržnega deleža na trgu in zaščita pred sovražnimi prevzemi. Sekundarni dejavniki pa so diverzifikacija podjetja, povečanje znanj in širitev na tuje trge. Danes pa se ekonomska kriza zaradi epidemije in vojne v Ukrajini vse bolj zaostruje – globalna ekonomska kriza je neizogibna.

V Sloveniji poznamo več vrst prevzemov: vertikalni, horizontalni, konglomeratni, koncentrični in sovražni prevzem. Najpogostejši je horizontalni, kjer gre za prevzem podjetja iz iste panoge. Razlogi za tak prevzem so izkoriščanje ekonomij obsega v proizvodnji in distribuciji z namenom zniževanja stroškov in povečevanja konkurenčnih prednosti. Poveča se tudi tržna moč prevzemnika. Takšni prevzemi so najuspešnejši, ker prevzemnik pozna trg, na katerega vstopa, ter pozna dejavnost, pogoje, dobavitelje, cene itd. Podjetji sta med seboj tehnološko in proizvodno povezani ter si konkurirata na istem ciljem trgu. Takšen prevzem zniža stroške, med drugim tudi iz razloga združitve poslovnih procesov v enega (Lahovnik, 2013).

Primer horizontalnega prevzema v Sloveniji je prevzem Pivovarne Laško Union (v nadaljevanju PLU) s strani nizozemskega podjetja Heineken. PLU je vodilni proizvajalec piva v Sloveniji. Leta 2016 sta Pivovarna Laško in Pivovarna Union združili svoje moči ter istega leta prešli v 100-odstotno last družbe Heineken z Nizozemske.

Poznamo tradicionalni in strateški pristop k procesu prevzema podjetja. Tradicionalni pristop temelji na podlagi finančnih kazalcev, iz katerih je moč izluščiti ciljna podjetja, primerna za prevzem. Takšen pristop je v neskladju s predpostavko učinkovitosti kapitalskega trga in temelji na podcenjenosti ciljnih podjetij za prevzem. Drugačen pristop je strateški pristop, ki temelji na konkurenčnih značilnostih prevzemnika in »screeningu« ciljnega podjetja. Prevzem podjetja je sredstvo za doseganje strateških ciljev.

Uspešni prevzemi temeljijo na strateškem pristopu. Prevzemnik mora izvesti skrben pregled ciljnega podjetja: analizo privlačnosti panoge, analizo zunanjega okolja (v nadaljevanju PEST analiza), analizo strateškega načrtovanja in upravljanja (v nadaljevanju SWOT analiza) ter ugotovitev in ovrednotenje sinergij med prevzemnikom in tarčo (Lahovnik, 2013).

Ustvarjalci strategije prevzemnika morajo predhodno dobro poznati panogo v okolju, kjer delujejo, ne samo na ožji geografski ravni, ampak tudi globalno na svetovni ravni. Pomembno je tudi preučiti glavne konkurente oz. ugotoviti, kdo so glavni igralci panoge in kakšno je njihovo obnašanje. Model, ki omogoča merjenje privlačnosti panoge, je Porterjev model petih silnic. Pozornost mora biti usmerjena tudi na napovedane trende panoge. Ker

makroekonomske razmere neposredno vplivajo na vse panoge, moramo upoštevati tudi te. Eno izmed orodij za analizo političnega, ekonomskega, družbenega in tehnološkega vpliva na panogo je PEST analiza. »Benchmark« analiza oz. analiza primerljivih družb je lahko za podjetje orodje, s katerim se lahko neposredno meri s svojimi konkurenti. Predvsem je to relevantno ob vstopu ali širjenju podjetja na nove trge ali širitvi asortimana proizvodov ali storitev za namene ugotavljanja poslovne in finančne uspešnosti primerjalnih podjetij v dotični panogi (Macmillan in Tampoe, 2000; Porter, 2008).

Po integraciji prevzetega podjetja mora strateški management oblikovati strategijo. Za oblikovanje ustrezne strategije je treba predhodno razjasniti in točno zastaviti definicijo poslovanja – kaj ciljno podjetje prodaja, v katero panogo se uvršča, kaj želi s svojim delovanjem na trgu doseči, kateri so glavni konkurenti, kaj je konkurenčna prednost ciljnega podjetja, kakšne so potrošnikove potrebe in preference. Določiti je treba segment kupcev in kompetence za zadovoljitev potrošnikovih potreb. Nato lahko tako podjetje ustvari vizijo, poslanstvo, preuči zunanje priložnosti in nevarnosti ter notranje prednosti in slabosti. Primerno orodje za ugotovitev tega je SWOT analiza (David in drugi, 2017; Hill in Jones, 2012; Porter, 2008).

Namen magistrskega dela je ugotoviti smiselnost in posledice prevzema ciljne družbe. V magistrskem delu bom v teoretičnem delu predstavila strategije prevzemov, motive za združitve in prevzeme, procese prevzema in druge značilnosti prevzemov podjetij. Ugotovitve iz teoretičnega dela bom nato preučila v empiričnem delu, na obravnavanem primeru PLU. Osredotočila se bom na smiselnost in upravičenost prevzema z vidika učinkovitosti in uspešnosti poslovanja prevzete družbe pred in po prevzemu. Na podlagi teoretičnih in empiričnih ugotovitev bom v magistrskem delu predstavila tudi rezultate raziskave, ugotovitve dela in priporočila za nadaljnje raziskovanje.

Glavni cilj magistrskega dela je opredeliti in analizirati strateške dejavnike prevzema izbranega podjetja. Do glavnega cilja bo pot potekala po ožje zastavljenih ciljih, ki so: preučiti literaturo s področja prevzemov, opredeliti vloge udeležencev pri prevzemu, analizirati motive za prevzem, ugotoviti, ali je bil prevzem uspešen ali neuspešen.

RV1: S kakšnimi izzivi so se soočali udeleženci prevzema (prevzemnik Heineken, prevzeta družba PLU, poslovne banke ipd.)?

RV2: Kakšno je poslovanje prevzete družbe pred in po prevzemu?

RV3: V kolikšni meri je bil prevzem smiseln in kakšne so njegove posledice?

2 TEORETIČNI VIDIKI ZDRUŽITEV IN PREVZEMOV

Skoraj vsak zaposleni je bil ali bo deležen vsaj enega prevzema oziroma združitve. Vendar visok odstotek združitve ne ustvari želene dodane vrednosti, ampak jo lahko celo uniči.

Proces združitve je zahteven in je zanj potrebnega veliko znanja in časa, saj ni nepomemben in majhen, da ne bi na katerikoli točki potrebovali strokovnih mnenj in znanj. Za vsako združitve je potrebno jasno opredeliti vizijo in strategijo razvoja. Pri prevzemu gre »za dogovor med prevzemnim in ciljnim podjetjem o višini ponujenih finančnih sredstev, ki prepričajo lastnike in ostale udeležence, da podjetje prodajo« (Marič, 2017, str. 6).

Tekavec in Pučnik (2002, str. 37–38) opisujeta razliko med združitvijo in prevzemom, ki je v tem, da je prevzem vezan na trg vrednostnih papirjev, kjer se prevzemno in ciljno podjetje združita ali pa ostaneta pravno samostojni osebi, pri čemer pogajanja in usklajevanja niso možna. Združitve pa je klasična snov statusnega prava, pri čemer eden ali več subjektov neha delovati, zaradi česar potem nastane nov subjekt.

DePamphilis (2012, str. 22–23), Jurše (2014, str. 161), Lahovnik (2013, str. 10–16) in Tajnikar (2000, str. 25) pišejo, da poznamo tri oblike kapitalskega povezovanja med podjetji:

- združitve: se zgodi ko se pravno in lastniško združita dve ali več podjetij v novo družbo, po procesu združitve imajo le en pravni subjekt, ki kot kombinirano podjetje nadaljuje dejavnost kot samostojno podjetje;
- pripojitev oziroma priključitev: je formalnopravna vključitev ciljnega podjetja v poslovno shemo prevzemnika, ciljno podjetje preneha pravno samostojno obstajati;
- prevzem: je pridobitev dolgoročnega kontrolnega deleža lastniških pravic od prevzemnika, pri čemer gre za nadzor ene družbe nad drugo. Če sta ciljna družba in njen menedžment naklonjena ideji o prevzemu podjetja, bodo prijazni tudi do vodstva ciljne družbe.

Grošelj (2015) in Thompson (2001, str. 563) pišeta še o alternativnih načinih rasti podjetij, ki pa ne spadajo k združitvam, ampak zgolj rasti oziroma širjenju podjetij, to sta notranja ali generična rast (podjetja jo dosegajo s povečanim obsegom prodaje, pri čemer se dobiček povečuje, stroški proizvodnje pa se zmanjšujejo, do tega pa lahko pride tudi, če podjetje diverzificira proizvode in storitve) in zunanja rast podjetja (dosežena je tako, da dve podjetji ustanovita novo podjetje, da lažje dosežeta svoj cilj z nakupom ali prodajo poslovnega koncepta in z nakupom licence za uporabo tehnologij in drugih znanj).

Kovačič (2003, str. 641–642) piše, da lahko prevzeme in združitve skozi zgodovino razvoja razumemo kot strategije konsolidacije podjetij in panog. Konsolidacija sektorjev je eden izmed ključnih dejavnikov, ki vplivajo na razvoj ekonomskega okolja, saj znižuje stroške in prodajne cene ter izboljšuje položaj podjetij na trgu. Lahovnik (2013, str. 44) pravi, da so združitve in prevzemi v ZDA dosegli vrhunec v 90-ih letih prejšnjega stoletja. Upadli so med leti 2000 in 2010, saj se je takrat zgodilo kar nekaj največjih globalnih prevzemov. V Evropi so v 90-ih letih prevladovali prevzemi tujih podjetij. Vrh so prevzemi dosegli v letu 2001, ko se je začelo intenzivno kapitalsko povezovanje. Mednarodni prevzemi v Evropi so se načeloma dogajali med sosednjimi državami, kar je po besedah (Marič, 2017, str. 7) nenapisano pravilo Lahovnika (2013, str. 44). Lahovnik (2013, str. 44) kot razloge za

mednarodne prevzeme med sosednjimi državami našteva mednarodno menjavo sosednjih držav, skupno zgodovino, manjše stroške nadzora zaradi bližine, kulturne podobnosti in običaje držav. V Evropski uniji se zgodi skoraj 60 % združitve znotraj iste panoge, najbolj aktivne države pri tem pa so Velika Britanija, Francija in Nemčija.

Marič (2017, str. 7) razločuje tri vrste strategij internacionalne tržne razširitve:

- strategija pospešenega vstopa na nove tuje trge,
- strategija dinamičnega učenja oziroma pridobivanja tržnega znanja in
- strategija ustvarjanja ali uničevanja vrednosti na internacionalnem trgu.

Zaradi večje konkurence in globalizacije trgov so združitve in prevzemi čedalje pogostejši dejavnik oziroma strategija za pospešeno mednarodno rast podjetij. Z združitvami in prevzemi čezmejnih podjetij lahko prevzemna podjetja pospešijo internacionalizacijo dejavnosti in vstopijo na nova geografska področja. Nova tržna in tehnološka znanja, dostop do blagovnih znamk ter drugi viri pospešujejo tržno pozicijo na novem trgu, ki jo podjetja pridobijo s prevzemom ključnih lokalnih podjetij. S tem pridobijo tudi lažji in hitrejši dostop do lokalne distribucijske mreže, virov oskrb, cenejše delovne sile in boljše pozicije za ponudbe. Menedžerji bi morali razumeti, da obstajajo razlike v institucionalnih sistemih držav prevzemnega in ciljnega podjetja ter razlike v procesih odločanja, vrednotah organizacije, operativnih rutinah, pristopih, načinih menedžmenta in komuniciranja med osebjem. Višje kot je naše razumevanje in poznavanje lokalnega kulturnega, političnega in institucionalnega okolja, bolj uspešna bo izvedba prevzema. V tem okolju se zaradi različnih interesnih skupin ustvarijo različna pravila in vplivi teh skupin. Zaradi tega je potrebna čim večja previdnost glede morebitnih lokalnih ovir in nasprotovanj s strani vodstva (Jurše, 2014, str. 210–211).

2.1 Značilnosti združitve in prevzemov

Uljin in drugi (2010, str. 184) v raziskavi dokazujejo, da je kar med 50 % in 80 % vseh združitve in prevzemov neuspešnih. Razlogi za to so predplačila delnic prevzetega podjetja, vpliv združitve na okolje, prevelika pričakovanja, skrite nepravilnosti v delovanju podjetij, pomanjkanje zaposlenih, menedžerji s slabo presojo in prevelike kulturne razlike. Tako tudi Bamford in drugi (2012, str. 146–147) v svoji raziskavi o združitvah in prevzemih dokazujejo, da v prvih treh letih po prevzemu v kar 70 % primerih ni rasti in uresničevanja zadanih ciljev združitve. Zelo redki primeri so dosegli hitrejšo rast od rasti panoge. Združitve in prevzemi so smiselni le takrat, ko imajo več pozitivnih kot negativnih posledic. Prav zato, da bi podjetja po prevzemu dosegla čim hitrejšo rast, je potrebno dobro raziskati trg, strategije marketinga, prihodkov, stroškov, prodaje, blagovnih znamk, poprodajnih aktivnosti, raziskati je treba tudi kupčeve zahteve in treba je racionalizirati proizvode.

2.2 Prednosti združitve in prevzemov

Podjetja zaradi izkoriščanja distribucijskih kanalov lažje dosežajo mednarodne ambicije. Da bi dosegla svetovno prepoznavo nekaterih blagovnih znamk in prisotnost na novih trgih, morajo izriniti manjšinske delničarje, ki se ne strinjajo z združitvijo, tako si tudi zmanjšajo konkurenco. Imajo lažji dostop do novih kupcev, kar pomeni hitrejši dostop do novih trgov in povečevanje tržne moči. Z maksimiranjem prodaje in proizvodnih zmogljivosti dosežajo večjo učinkovitost na vseh področjih. Z znižanjem stroškov pridobijo večjo pogajalsko moč, zaradi razvitih distribucijskih kanalov pa nimajo stroškov vstopa. S specializacijo izdelkov lahko vstopajo na zaprte trge. Preprost prenos lastništva dosežejo tako, da se izogibajo zaščitni politiki. Zaradi lažjega pridobivanja novega znanja in tehnologij imajo dostop do že razvitih blagovnih znamk. Z izkoriščanjem tečajnih razlik pa pridobijo cenejšo delovno silo. S preprostejšim razumevanjem in prilagajanjem potrebam kupcem lahko odprodajo nepotrebne in neuspešne dele podjetja (Bešter, 1996, str. 74–76).

Do prednosti prevzema pripelje skrben pregled tarče še pred prevzemom. Pridobiti je potrebno vse relevantne informacije in podatke prevzemnega podjetja za oceno prihodnjega denarnega toka, katerega se praviloma določi v nekem razponu, saj ga ni mogoče predvideti povsem točno po posameznih letih. Oceniti je potrebno sinergijske učinke (povezovanje aktivnosti, prenos poslovnih praks, finančno prestrukturiranje itd.) in druge možnosti za izboljšave poslovanja (npr. korporativno upravljanje) ter tveganja tako z vidika verjetnosti kot učinka (Lahovnik, 2021).

V skrbni pregled prevzemnega podjetja spada (Lahovnik, 2021):

- analiza računovodskih izkazov,
- ocena vrednosti osnovnih sredstev in finančnih naložb,
- ocena vrednosti in nihanja prihodnjega denarnega toka,
- pravni pregled (npr. potencialne obveznosti),
- ekološka analiza (npr. emisijski kuponi),
- SWOT analiza po področjih (tržna, kadrovska, finančna, organizacijska, tehnološka itd.).

2.2.1 Slabosti združitve in prevzemov

Zaradi slabega vodenja novih lastnikov pride do odpuščanja zaposlenih, ukinitve nekaterih blagovnih znamk, proizvodnja se seli v cenejše države, podjetje svoje napake prikriva, menedžerji pa zaradi izgube odvisnosti podjetja izpolnjujejo svoje lastne želje namesto, da bi delali v korist podjetja (Bešter, 1996, str. 76).

2.3 Vrste združitve in prevzemov podjetij

Združitve in prevzeme podjetij lahko grupiramo glede na sredstvo, glede na postopek, glede na odnose med prevzemnim in ciljnim podjetjem in glede na konkurenco (Marič, 2017, str. 9–10).

2.3.1 Združitve glede na konkurenco

Bertoncelj (2008, str. 19–20), Gaughan (2011, str. 15–16), Jurše (2014, str. 184–185), Tekavc in Pučnik (2002, str. 82–86) delijo združitve glede na konkurenco v vodoravne, navpične, koncentrične in konglomeratne združitve.

Vodoravne (horizontalne) združitve potekajo, ko so podjetja na isti proizvodni ravni, saj je to konkurenčno najbolj varno. Ta združitev nekdanjih konkurentov, ki je najbolj značilna za zrele trge, povečuje tržno moč podjetjem, znižuje stroške in ustvarja ekonomijo v proizvodnji in distribuciji, iz česar lahko nastane tudi monopol.

Pri navpičnih (vertikalnih) združitvah sta podjetji na drugačnih razvojnih ravneh in gre za združitev dobavitelja z enim od svojih kupcev. Ta način združevanja je značilen za trge, ki jim primanjkuje virov, in podjetja z zahtevnejšimi proizvodi.

Pri koncentričnih združitvah sta podjetji povezani med seboj s tehnologijo, proizvodnimi procesi ali trgov. Zaradi te povezave imata moč izkoristiti skupni ekonomski, tehnični ali tržni potencial. Tako se znižajo stroški, poveča pa se donos in razširitev ponudbe izdelkov.

Pri konglomeratnih združitvah gre za povezavo med horizontalnim in vertikalnim podjetjem v nepovezani dejavnosti, zaradi česar je to najzahtevnejša oblika združitve. V tem primeru se izkorišča skupno poslovanje, kot posledica pa nastaneta diverzifikacija in nepovezani finančni tokovi. Prav tako kot pri koncentrični, se tudi pri konglomeratni združitvi znižajo stroški, zviša pa se stabilnost donosa podjetja.

2.3.2 Prevzemi glede na sredstvo

Tekavc in Pučnik (2002, str. 40–53) delita prevzeme glede na sredstvo v prevzeme z nakupom delnic, prevzeme z izdajo novih delnic, prevzeme z nakupom lastnih delnic in prevzeme z združitvijo dveh družb. Ponudnik pri nakupu delnic pridobi pravice, ki so vezane na te delnice, s tem pa je manjšim delničarjem lahko omogočen izstop iz družbe. Z izdajo novih delnic se poveča osnovni kapital, pri čemer podjetje pridobi večino upravljaljskih pravic. Podjetje se lahko prevzame z nakupom lastnih delnic, vendar sme družba pridobiti največ 10 % lastnih delnic v primeru, ko ne zmanjšuje osnovnega kapitala. Pri združitvi dveh družb pa sta možna dva načina – če se zgodi prevzem, ostane prevzeta družba še naprej samostojna pravna oseba, če pa se zgodi pripojitev, postane pripojena družba nesamostojna, torej združena v eno družbo oziroma pravno osebo.

2.3.3 Prevzemi glede na postopek

Tekavc in Pučnik (2002, str. 54–58) delita prevzeme glede na postopek v postopke prevzema v ožjem smislu, postopke prevzema z nakupom delnic zunaj organiziranega trga, postopke prevzema s prisilno poravnavo in postopke prevzema s stečajnim nakupom. Prevzem v ožjem pomenu se zgodi takrat, ko začnemo s ponudbo, torej obvestimo pristojne organe, upravo družbe, javnost in lastniške delničarje o prevzemu. Če ponudnik kupi delnice nepodredno od lastnika, gre za nakup delnic izven organiziranega trga. Nakup se začne s pogajanjem, konča pa s prenosom. V primeru sodnega postopka, v katerem je na prenos vezan poravnalni senat, govorimo o postopku prevzema v prisilni poravnavi. Kadar pa gre neko podjetje v stečaj, senat razpiše in objavi dražbo, na kateri mora stečajni upravitelj skleniti pogodbo s kupcem, ki jo mora kasneje potrditi sodišče.

2.3.4 Prevzemi glede na odnose med prevzemnim in ciljnim podjetjem

Jurše (2014, str. 163–165) deli prevzeme glede na odnose med prevzemnim in ciljnim podjetjem v prijateljske in sovražne prevzeme. Prijateljski prevzemi se začnejo z zaupno pogodbo. Pri tem je osnova vzajemno soglasje vodstva obeh podjetij, saj pozitiven odnos omogoča hitrejši sporazum o združitvi, boljšo klimo v podjetju, razvoj in hitrejše mednarodne tržne razširitve. V primerih, ko je ponudba cen delnic prenizka, se uprava boji izgube menedžerske pozicije ali pa je konkurenčno nastopanje podjetja onemogočeno, pride do sovražnega prevzema. Delničarjem je tak prevzem odsvetovan, prav tako uprava prevzemajočega podjetja pa tega ne podpira. V teh primerih gre za odkup brez opozorila in sporazuma z upravo prevzemajoče družbe.

2.4 Motivi za združitve in prevzeme

Lahovnik (2013, str. 35) in Jurše (2014, str. 210) v Marič (2017, str. 7) naštevata naslednje ključne faktorje internacionalnih tržnih razširitev s kapitalskimi povezavami podjetja:

- »globalizacija, konsolidacija in deregulacija posameznih panog,
- naraščajoča konkurenca in rast povpraševanja,
- privatizacija in tranzicijski procesi v državah,
- liberalizacija gospodarstva in
- razpoložljivost finančnih virov za financiranje prevzemov«.

Marič (2017, str. 6) kot prvi motiv nekaterih podjetij za združitev navaja zmanjšanje stroškov, kot drugega pa želja po hitrejši in večji rasti, tako želijo torej izboljšati svoj ekonomski položaj, Jurše (2014, str. 195) in Lahovnik (2013, str. 67) pa motive za združitve in prevzeme podjetij delita na štiri kategorije, in sicer komercialne, finančne, davčne in posebne motive. Komercialni motivi se pojavijo, kadar se konkurenca zmanjšuje, hkrati pa se povečuje lastna konkurenčnost, kadar je tržni delež večji, kadar je obstoječi kader boljše

izkoriščen, kadar je omogočen dostop do novih znanj, tehnologij, distributerjev ter geografskih področij in kadar so omogočene nove in razširjene proizvodne zmogljivosti, ki so bolj izkoriščene. Finančni motivi se pojavijo, ko ima podjetje nizko vrednost, saj se s tem povečuje prihodek in donosnost delnic, izboljšata pa se tudi finančni tok in kreditni potencial. Za davčne motive je značilno, da se pri zniževanju davčne osnove in izboljšanju statusa povečajo možnosti za naložbo in se presežejo finančni tokovi, kar povzroči uporabo neizkoriščenih kapacitet zadolževanja. Posebni motivi so zelo širok pojem, ki vključujejo osebne razloge menedžerjev, zamenjavo kadra, zvišanje učinkovitosti in nakup konkurenta, obrambo pred sovražnim prevzemom, pridobitev licenc, patentov in specifičnih znanj ter povečevanje podjetja in njegovih strateških ciljev.

2.4.1 Hipoteza (ne)maksimiranja vrednosti premoženja prevzemnika

Motive za združitve in prevzeme podjetij Peel (1995, str. 95) členi v dve veliki skupini. Prva skupina temelji na neoklasičnem pristopu, ki poudarja maksimizacijo premoženja delničarjev. Izvajala naj bi se takrat, ko investicija zagotavlja pozitivno neto sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov. Druga temelji na menedžerski hipotezi o rasti in razvoju podjetij. S tem želijo menedžerji doseči maksimirano rast svojih podjetij ob zadovoljivi rentabilnosti. S širjenjem podjetja se širi tudi njegova varnost in stabilnost, menedžerji pa imajo večji ugled, kar kot posledico prinese varno zaposlitev. Seth (1990, str. 101) dodaja, da v hipotezo maksimiranja vrednosti spadajo hipoteze tržne moči, ekonomije obsega, specializacije in finančna diverzifikacija.

Lahovnik (2013, str. 47) piše, da so cilji menedžerjev in delničarjev pri rasti panoge enaki zaradi maksimiranja vrednosti premoženja delničarjev z maksimiranjem prihodkov. Razlika se pojavi v padajočih panogah. Pri tem je menedžerjev cilj še vedno rast podjetja, namesto da bi se poskušala razviti strategija konsolidacije poslovanja podjetja.

2.4.2 Hipoteze učinkovitosti, informacij, podcenjenosti in precenjenosti

Hipoteze učinkovitosti predpostavljajo, da se družbena blaginja lahko poveča s prevzemom podjetja, zato se jo uporablja za doseganje določene oblike sinergije. Poteka po definiciji: če podjetje A prevzame podjetje B in je podjetje A bolj učinkovito, se bo učinkovitost podjetja B dvignila na raven podjetja A. Prevzem torej povzroči, da se učinkovitost gospodarstva povečuje, kar prinaša korist podjetju. To uporabljajo konkurenčna podjetja z ustreznim menedžerskim znanjem tako, da lahko izboljšajo svojo učinkovitost poslovanja. Tako lahko izkoristijo podjetja s pomanjkanjem menedžerskega znanja in sposobnosti. Pri neučinkovitem menedžmentu prevzemnik z uporabo strategije prestrukturiranja poslovanja aktivno preoblikuje prevzeto podjetje. To pomeni, da zamenja menedžment obstoječega podjetja, spremeni strategijo ali pa vpelje novo tehnologijo. Hipoteza operativne sinergije razlaga obstoj v panogi in nedoseganje učinkov le-te pred prevzemom podjetja. Osnovni

razlog za prevzeme naj bi bili naraščajoči donosi, vendar se ti pojavijo šele pri velikem obsegu proizvodnje (Lahovnik, 2013, str. 49–50).

Lahovnik (2013, str. 56–58) znotraj hipotez informacij ločuje in definira hipotezo iskanja ter hipotezo sedenja na zlatem rudniku. Hipoteza iskanja pravi, naj bi bila pridobitev informacij glede potencialnih investicijskih možnosti za prevzem podjetja zadosten razlog. Ta hipoteza se upošteva predvsem v primerih s prevzemi konglomeratskega tipa. Informacije o investicijskih možnostih za posamezna podjetja niso v celoti na voljo na eksternem trgu. Ta asimetrija informacij je v kombinaciji s hipotezo motiv za prevzem podjetja, saj naj bi prevzemniško podjetje tako prišlo do novih informacij glede možnosti investiranja. Večja podjetja lahko k sebi pridružijo manjša dobičkonosnejša in si s tem povečajo investicijski kapital. Iskanje investicijskih možnosti je mogoče le v dobičkonosnem okolju. Velika, manj dobičkonosna podjetja prevzemajo manjše, bolj dobičkonosne organizacije in to povzroča pozitivno rast za obe. To potrjujejo še druga dejstva – ob prevzemu bi pričakovali menjavo menedžmenta, vendar prevzemno podjetje po navadi obdrži staro vodstvo; mogoče je opaziti povezavo med intenzivnostjo procesa prevzemov in stopnjo poslovne aktivnosti v gospodarstvu; na trgu ne bi smeli najti konglomeratnih podjetij z nizko koncentracijo in malo povezavami, saj je reinvestiranje v obstoječe aktivnosti najpogostejša možnost. Hipoteza sedenja na zlatem rudniku govori o tem, da zadostuje že samo najava možnosti prevzema ali ponudba za prevzem, da se cene delnic dvignejo. Razlog za rast cen delnic, tudi v primeru, ko prevzem ni izveden, je povezan s hipotezo neučinkovitega menedžmenta, po kateri menedžer spodbuja podjetje k boljšemu poslovanju, saj bo v primeru prevzema izgubil službo. Ponudba za prevzem podjetja po hipotezi sedenja na zlatem rudniku v javnosti sproži informacijo o podcenjenosti delnic podjetja, to pa spodbudi višanje cen delnic. Če se prevzem podjetja ne izvede v roku 5 let, podjetje po tem ne dobi naslednje ponudbe za prevzem, saj se cena delnic spusti nazaj na raven, ki so jo dosegale pred prevzemom. Cene delnic, ki so v roku 5 let doživele sprejem, so naraščale. To pa kaže na neveljavnost teorije sedenja na zlatem rudniku, saj se dvig cene delnic pojavi, ko govorimo o sinergiji.

Lahovnik (2013, str. 58–59) hipoteze podcenjenosti deli v kratkovidnost in q-hipotezo investicij. Kratkoročna donosnost je vse bolj poudarjena s strani institucionalnih investitorjev, ki trenutno prevladujejo na kapitalskem trgu. Podjetja z dolgoročnim investiranjem so podcenjena in so zato tarča prevzema za druga podjetja in investitorje. Podcenjena so tudi iz razloga posedovanja specifičnih informacij matičnih podjetij, ki niso na dosegu potencialnim investitorjem. Q-hipoteza investicij definira kvocient q kot razmerje med tržno vrednostjo delnic podjetja in stroški zamenjave premoženja, normiranega s temi delnicami. V obdobju inflacije med leti 1970 in 1982 je bila ta zelo visoka, kar je pustilo dve posledici. To sta pocenitev cen delnic na svetovnih borzah ter naraščanje stroškov zamenjave premoženja. Prevzem se po tej teoriji splača, saj je bistveno cenejši način uvajanja novih proizvodov v prodajni program. Zaradi kvocienta q se je zgodilo veliko prevzemov v naftni industriji, saj je bilo na začetku ceneje kupiti naftno podjetje in si tako ustvariti naftne rezerve, kar je bilo lažje kot ustvarjanje dobička z odkrivanjem vrtnin. Vendar pa povprečna

vrednost kvocienta q upada z večanjem števila poslovnih enot podjetja. Če se torej zmanjšuje osredotočenost podjetja na osrednjo dejavnost, se zmanjšuje tudi kvocient q . Podjetja, ki imajo višjo vrednost premoženja, bodo torej imela višjo vrednost kvocienta q .

Hipotezo precenjenosti Roll (1986, str. 197–216) razlaga iz predpostavke, da menedžerji zaradi »živalskega nagona« in pretirano arogantnega ponosa zagrešijo napake pri ocenjevanju učinkov prevzema. Predpostavljena je popolna učinkovitost trga kapitala, ker cene delnic kažejo vse javne in zasebne informacije. Dejanska vrednost podjetja se odraža s tržno ceno in če ta presega dejansko vrednost, je vzrok pretirano samozaupanje podjetja prevzemnika. Lahovnik (2013, str. 60) trdi, da je ta hipoteza malo verjetna, saj je domneva o popolni učinkovitosti trga kapitala težko sprejemljiva. Ker je prevzem lahko tudi oblika povečevanja, je ta hipoteza nedokazljiva. Nedeljivost proizvodnih dejavnikov nastane kot posledica ekonomije obsega, določeni stroški transakcij vodijo do integracij, informacije pa niso zastoj.

2.4.3 Menedžerska hipoteza

Menedžerji so motivirani za povečevanje svojih podjetij po velikosti, poskušajo maksimirati njihovo rast za zadovoljivo rentabilnost. Za motivacijo imajo različne izplačilne nagrade, ki so odvisne od obsega podjetja. Po svoji presoji menedžerji uporabljajo nižje zahtevane stopnje donosa. Vendar pa aktivnost prevzemov le povečuje problem agentov in ga ne rešuje. Koncept ekonomske dodane vrednosti govori o tem, da bi morali menedžerji izbirati le tiste investicije, pri katerih je stopnja donosa večja od tehtanih povprečnih stroškov kapitala, ki so potrebni za financiranje investicij, saj bi tako povečali vrednost podjetja. Preostali denarni tok pa bi bil delničarjem izplačan kot dividend. Vendar pa menedžerska hipoteza o rasti in razvoju podjetja trdi ravno nasprotno, da menedžerji želijo zadržati in reinvestirati čim večji del tega denarnega toka in s tem krepiti svojo moč v primerjavi z ostalimi udeleženci podjetja. Pri rasti panoge so cilji menedžerjev in delničarjev enaki, zaradi maksimiranja vrednosti premoženja delničarjev z maksimiranjem prihodkov. Razlika se pojavi v padajočih panogah. Menedžerjev cilj je še vedno rast podjetja in zmanjševanje tveganosti podjetja z diverzifikacijo poslovanja, namesto da bi se poskušala razviti strategija konsolidacije poslovanja podjetja. V okviru te hipoteze je torej potrebno iskati motive za prevzem, povezane s poslovnim ugledom in prestižem menedžmenta, ki se povečuje z rastjo podjetja. Za varnost in stabilnost je pomembna velikost podjetja, saj si velike tržne družbe propada svojih največjih podjetij ne morejo privoščiti (Lahovnik, 2013, str. 59–60).

2.4.4 Problem agentov

V primeru različnih interesov med lastniki in menedžerji nastane problem agentov, kar pomeni, da poslovodstvo podjetja nima pomembnejšega dela delnic podjetja. Pogosto se zgodi, da menedžerji v podjetjih z razpršeno lastniško strukturo brez strateškega lastnika ne ravnajo v dobro podjetja in lastnikov. Svoje interese, kot so razne nagrade, bonusi, višje

plače itd. poskušajo maksimirati na račun lastnikov in interesov drugih. Nevarnost prevzema je vzvod za rešitev problema agentov, saj je prevzemnik v vlogi strateške metle in po končanem prevzemu lahko zamenja ali pa disciplinira menedžment prevzete družbe. Ta problem lahko ublažijo tudi pogodbe z ugodno možnostjo nakupa, opcijami za nakup delnic, bonusi, trg menedžerjev itd. (Lahovnik, 2013, str. 59).

2.4.5 Hipoteza tržne moči

Pogost motiv za prevzem je povečevanje tržne moči, ki jo poskušajo podjetja vzpostaviti na različne načine, predvsem z razvijanjem strategije konsolidacije s prevzemom konkurenčnega podjetja. Ugotavlja se lahko z ovirami za vstop v panogo, tržno koncentracijo, diferenciacijo produktov in diverzifikacijo podjetij. Ta hipoteza v zadnjem obdobju ni učinkovita zaradi vpliva tržne moči na horizontalne prevzeme. Donosi, ki izhajajo iz vzpostavitve tržne moči in omejevanja konkurence, so majhni, redki in neobstojni za sedanja poslovanja. Motiv tržne moči je prisoten v upadajočih panogah, ki se soočajo s pretežnimi zmogljivostmi, strategija prevzema pa je odvisna od motiva izločanja tekmeca. Tržno koncentracijo lahko merimo s tržnim deležem vodilnega podjetja (vendar ta mera ni zanesljiva, saj kaže dominantnost le enega podjetja) in koeficientom koncentracije, npr. Herfindhal-Hirschmanov indeks, ki ga izračunamo tako, da kvadriramo tržne deleže podjetij in jih pomnožimo s številom podjetij, ki imajo določen tržni delež, te dobljene zmnožke pa potem seštejemo. V ZDA je večina trgov oligopolnih z deležem štirih podjetij med 20 in 80 %. Razloge za visoke stopnje tržne koncentracije lahko delimo v dve skupini, naravne in umetne monopole. Za naravne monopole je značilna zgodnja ali pozna faza v življenjskem ciklu panoge, resursi so zelo redki in pomembna je ekonomija obsega. Tu je protimonopolna politika zelo tolerantna, saj bi razbitje podjetij povzročilo zmanjšanje tehnične učinkovitosti. Za umetne monopole so značilni prevzemi konkurentov, diferenciacija proizvodov in omejevanje poslovanja podjetij. Z diferenciacijo proizvodov lahko dosežemo tržno moč, če ta ponudniku omogoča vpliv na ceno (Lahovnik, 2013, str. 61–62).

2.5 Proces prevzema

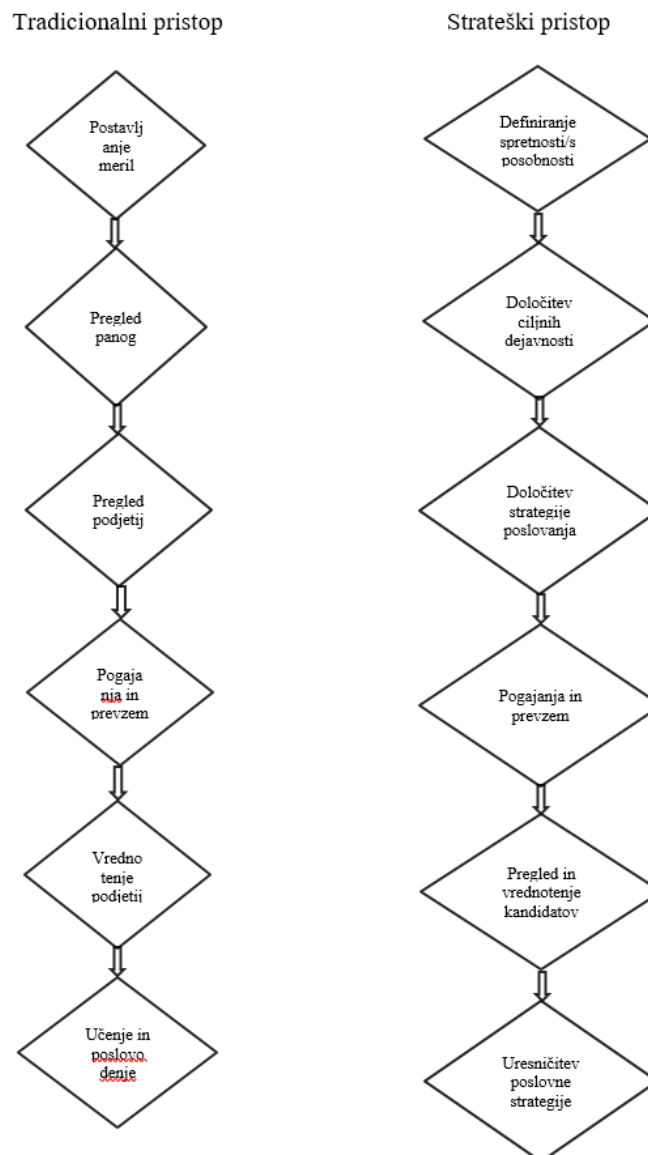
V grobem lahko členitev procesa prevzema podjetja delimo na strateški in tradicionalni pristop. Proces kapitalskega povezovanja se po navadi zaključi, še preden je dokončan, čeprav je v naprej najavljen in medsebojno dogovorjen. Tradicionalni pogled v ospredje postavi značilnosti prevzetega podjetja. Podlaga za prevzem je dovolj velika informacijska baza, iz katere je mogoče izbrati ustrezna podjetja. Za to obstajajo tudi računalniški programi. Tradicionalni pristop vključuje postavljanje meril, pregled panog, pregled podjetij, vrednotenje podjetij, pogajanja in prevzem ter učenje in poslovanje. Strateški pristop izhaja iz konkurenčnih značilnosti drugih podjetij. V tem primeru je najprej potrebno opredeliti osrednje sposobnosti podjetja prevzemnika ter poslovna področja, ki morajo ustrezati strateškim merilom. Potem se iz tega razvije strategija, na podlagi katere lahko pridobimo trajnejše konkurenčne prednosti. Pri izbiri in ocenjevanju kandidatov izhajamo iz

njihove strateške ustreznosti. Strateški pristop torej vključuje definiranje spretnosti oziroma sposobnosti, določanje ciljnih dejavnosti, določanje strategije poslovanja, pregled in vrednotenje kandidatov, pohajanja in prevzem ter uresničitev poslovne strategije. Ta strategija je najustreznejši način zagotavljanja trajnejših konkurenčnih prednosti (Lahovnik, 2013, str. 71–72).

2.5.1 Faze prevzema podjetja

Lahovnik (2013, str. 72) piše, da obstaja tradicionalni in strateški pristop k procesu prevzema podjetja (glej sliko 1).

Slika 1: Tradicionalni in strateški pristop k procesu prevzema podjetja



Vir: Lahovnik (2013).

Tradicionalni pristop temelji na finančnem vrednotenju ciljnih podjetij, ki so primerna za prevzem. Problem tega pristopa je premalo informacij o kandidatih za prevzem in posledično njihova podcenjenost. Strateški pristop v ospredje postavlja konkurenčne značilnosti prevzemnika in razvoj strategije, ki omogoča dolgoročno strateško prednost. Prevzem podjetja pa pomeni sredstvo za doseganje teh postavljenih strateških ciljev.

Sherman (1998, str. 272) razčleni proces prevzemov podjetja na 14 korakov:

- določitev cilja prevzema,
- analiza pričakovanj ekonomskih in finančnih koristi prevzema,
- oblikovanje izvedbene ekipe za prevzem (menedžerji, investicijski bankirji, pravniki), in iskanje kandidatov za prevzem,
- priprava analize najprimernejših kandidatov,
- začetek pogajanj in natančnega vrednotenja ciljnega projekta,
- določitev oblike in strukture transakcije,
- identifikacija virov financiranja transakcije,
- izdelava natančnejše ponudbe za prevzem podjetja in podrobnejša pogajanja,
- pridobitev soglasja delničarjev ciljnega podjetja in vladnih institucij, ki nadzorujejo prevzeme podjetij,
- oblikovanje pravnih dokumentov,
- priprava na sklenitev posla,
- sklenitev posla,
- izvedba različnih nalog, ki izhajajo iz sporazuma o prevzemu podjetja in
- integracija prevzetega podjetja.

2.5.2 Analiza ciljnega podjetja

Prevzemnik mora pred prevzemom skrbno pregledati in analizirati tarčo, to pa naredi s kar štirimi analizami: PEST, privlačnosti panoge (strukturno analizo), SWOT ter ugotovitvijo in ovrednotenjem sinergij med prevzemnikom in tarčo (Lahovnik, 2013, str. 74).

Analiza PEST je analiza političnega, ekonomskega, sociokulturnega in tehnološkega okolja, v zadnjem času pa vključuje tudi ekološko analizo oziroma preverja, ali podjetje deluje skladno z načeli sonaravnega trajnostnega poslovanja (Lahovnik, 2013, str. 74).

Analiza privlačnosti panoge temelji na strukturalni analizi petih točk nevarnosti vstopa novih konkurentov, ki jih je razvil Porter (1980, str. 396). To so ekonomija obsega, zahtevan obseg kapitala za vstop na trg, dostop do distribucijskih kanalov, lojalnost kupcev in (ne)prisotnost regulatornih ovir.

Pri analizi SWOT prevzemnik analizira prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti prevzema. Analizira posamezne podstrukture podjetja: tržno, tehnološko, finančno,

proizvodno, raziskovalno-razvojno, kadrovske in organizacijske. Pregledati je potrebno tudi sklenjene pogodbe in koncesije. Ta analiza je odvisna od javnega značaja informacij (Lahovnik, 2013, str. 77).

Lahovnik predstavi portfeljsko matriko »konkurenčni položaj-privlačnost panoge«, ki je zelo dobra osnova za načrtovanje strategije prevzema. V primeru močnega konkurenčnega položaja in visoke privlačnosti panoge je smiselna vertikalna integracija (lastništvo na vseh stopnjah delovanja, od nabave, produkcije, distribucije do prodaje končnim uporabnikom). V primeru srednje močnega konkurenčnega položaja in poslovanja v visoko privlačni panogi je smiselna horizontalna prevzem, saj se z ekonomijo obsega izboljša konkurenčni položaj (Lahovnik, 2013, str. 80).

Ugotovitev in ovrednotenje sinergij med prevzemnikom in tarčo je zadnji korak celovite analize. Pozorni moramo biti na strateško skladnost med podjetjema, saj se po navadi premalo pozornosti nameni prav tem poslovnim vprašanjem, ki pa so ključ do uspeha. Vprašanja obsegajo lojalnost obstoječih kupcev, imidž, konkurenčni položaj v panogi, organizacijsko kulturo ter poslovno strategijo. Če tem vprašanjem ne namenimo dovolj pozornosti, lahko nastanejo težave v fazi integracije prevzetega podjetja in takrat je prepozno, da bi jih reševali (Lahovnik, 2013, str. 81).

2.5.3 Dejavniki oblikovanja prevzemne premije

Tik pred javno objavo ponudbe o prevzemu nastopi neskladje med informacijami, ki jih imata obe podjetji. Zaradi tega nastane neobičajna sprememba cene delnice, ki se imenuje predponudbeni porast tečaja. V tem obdobju se lahko pojavijo tudi konkurenčne ponudbe. To obdobje, ko se ciljno podjetje prevzema – med objavo in prevzemom, imenujemo poponudbeni porast tečaja. Torej že pred objavo namere za prevzem začne cena delnic ciljnega podjetja naraščati, večja pa se tudi obseg trgovanja z delnico, ki je razlog za prevzem. Sprememba cene temelji na dveh nasprotnih pogledih kapitalskega trga. Prvi izpostavlja učinkovitost trga, saj je zvišanje cene delnic pozitivna informacija o vrednosti podjetja. Drugi pogled pa izhaja iz sklepa, da potencialni prevzemnik razpolaga z informacijami o sinergiji med obema podjetjema, ki še niso izražene v tržni ceni delnice ciljnega podjetja. Do prevzema bi prišlo le v primeru, če bi bila razlika med vrednostjo pozitivna. Vrednotenje je odvisno od informacij, ki so na voljo o obeh podjetjih (Lahovnik, 2013, str. 94).

Damodaran (2002, str. 992) trdi, da je prevzemna cena sestavljena iz knjigovodske vrednosti premoženja podjetja pred prevzemom, tržne cene ciljnega podjetja pred prevzemom, ki je višja od knjigovodske premije, ter prevzemne premije, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati. Razlog za prevzemne premije so sinergije med prevzemnikom in prevzetim podjetjem. Neto sedanja vrednost pričakovanih finančnih tokov, ki niso odvisni od prevzema, je podlaga za notranjo vrednost podjetja. Tržna vrednost pa temelji na tržni kapitalizaciji in kaže pričakovanja trga za ceno, ta se načeloma razlikuje od cene, ki jo plača prevzemnik delničarjem. Menedžerji morajo čim boljše oceniti vrednost sinergij med

podjetjema, saj se na podlagi tega odločajo, kako visoka bo prevzemna cena. Sinergije morajo namreč presegati plačano premijo.

Šarc Majdič (2007, str. 12–14) opisuje obstoječo razliko med ceno posamezne delnice na trgu in ceno, ki jo je prevzemnik pripravljen plačati in s tem pridobiti kontrolni delež podjetja, saj mu ta omogoča vpliv na upravljanje in poslovanje podjetja, zaradi tega pa mora ciljnemu podjetju plačati tudi ustrezno kontrolno premijo. Podlaga za višino premije so dejavniki, ki vplivajo na ponudbo in povpraševanje, čeprav je ponudba v danem trenutku fiksna. Ko nov prevzemnik kupi del delnic, se delnice ciljnega podjetja zvišajo. Na višino cene delnic vplivajo tudi drugi dejavniki. Višina prevzemne premije je odvisna od tega, ali gre za sovražni ali prijateljski prevzem, ali je prevzem objavljen kot konkurenčna ponudba, kakšen je način plačila delnic, ali je bil prevzem predviden ali nepredviden, ali ima prevzeto podjetje iste dejavnosti kot prevzemno, kako visoki so dolgovi prevzemnika, kakšne investicijske možnosti imata obe podjetji, kakšen je denarni tok obeh podjetij, kakšni so splošni pogoji na trgu vrednostnih papirjev in kakšno je bilo začetno lastništvo v prevzemnem podjetju pred prevzemom. Lahovnik (2013, str. 99) izpostavlja, da so premije za prevzem višje v primerih poskusa sovražnega prevzema (lahko presežejo tudi 100 %) ali če obstajata dve ali več konkurenčnih ponudb, saj se pri večjem številu prevzemnikov poveča pogajalska moč delničarjev ciljnega podjetja, tekmovalnost prevzemnikov pa viša premije. Pri nakupu kontrolnega deleža so možni načini plačila z vrednostnimi papirji (v primerih velike tržne kapitalizacije), lastnim denarjem (v primerih manjše tržne kapitalizacije) ali pa z dolgom.

Na višino premije vpliva več dejavnikov. Prvi je lastniška struktura ciljnega podjetja. Zunanji lastniki želijo ponudbe, ki bi jim zagotovile primerno prevzemno premijo, menedžerji prevzetega podjetja pa bi v primeru, da ne dobijo ustreznih zagotovil glede svojega statusa ali primerno visoke odpravnine, izkoristili svojo glasovalno pravico za zmanjšanje možnosti prevzema in povečanje stroškov. Drugi dejavnik je zadolženost ciljnega podjetja pred prevzemom. Delničarji za podjetja z nizkim finančnim vzvodom pričakujejo višjo prevzemno premijo, saj z nizkim finančnim vzvodom lahko podjetje v obdobju po prevzemu financira predvidene razvojne projekte brez dodatne finančne pomoči prevzemnika. Tretji dejavnik, ki vpliva na višino premije, je začetno lastništvo podjetja pred prevzemom. Večje, kot je lastništvo prevzemnika v ciljnim podjetju, nižja bo premija, saj ima prevzemnik večjo pogajalsko moč. Prevzemna premija je torej nižja, če je večji odstotek začetnega lastništva prevzemnika. Prevzemi podjetij s sorodno dejavnostjo so tudi bolj povezani z večjimi sinergijami, v nepovezanih pa bo premija višja, če bosta podjetji sodelovali, in nižja, če ne bosta. Višje premije bodo tudi v primerih, kadar prevzemnik nima na voljo primernih notranjih investicijskih priložnosti, ima pa dovolj denarja, da ga lahko kam investira (Lahovnik, 2013, str. 99–100).

2.5.4 Strateške povezanosti in »nadpovprečni donosi« na trgih kapitala

Dve podjetji sta finančno povezani med seboj, ko se neto vrednost finančnega toka ob njuni povezanosti veča. Ko prevzemnik plača za prevzeto podjetje, se vrednost porazdeli med delničarje ciljnega in prevzemnega podjetja na 3 načine, če je $k > 0$, kar pomeni realno ekonomsko izgubo za delničarja – če je $k = 0$, prevzem ne vpliva na finančno stanje, in če je $k < 0$, so to finančni prilivi delničarju. Cena prevzetega podjetja bo torej na popolnokonkurenčnem trgu dosegla tak kapital, da bo $k = 0$. Vrednost, ki jo bo ustvaril prevzem podjetja, bo pobral delničar ciljnega podjetja. Prevzemniki torej s prevzemi ustvarijo večjo ekonomsko vrednost s povezanim kot nepovezanim, ampak to ustvarjeno vrednost zaradi popolnokonkurenčnih trgov poberejo delničarji prevzetih podjetij. Če je ta vrednost javno znana, lahko različni potencialni prevzemniki realizirajo enake finančne tokove, tako da delničarji nadpovprečnih donosov ne ustvarjajo (Lahovnik, 2013, str. 100).

Da bi delničarji pridobili ustrezne donose pri sorazmerno konkurenčnem trgu, mora biti po mnenju Lahovnik (2013, str. 101) izpolnjen vsaj eden od pogojev:

- informacija o realizaciji finančnih tokov je dostopna samo podjetju prevzemniku. Če bi ta podatek vedelo ciljno podjetje, bi višali ceno ponudbe, zato mora zanje ostati skrit.
- Povezava med podjetjema mora biti tako posebna, da jo je nemogoče (ekonomsko) imitirati. Če so finančni tokovi informacije javnega značaja, potem bi lahko ostala podjetja imitirala finančni tok. Prevzemnik mora posedovati ta neimitirajoči se strateški položaj, da ga lahko delničarji prevzemnika realizirajo.
- Kot posledica nenadnih sinergičnih učinkov med podjetjema nastanejo dodatni finančni tokovi.

Lahovnik (2013, str. 102) opozarja, da je tradicionalni vidik strategije prevzema podjetja neprimeren, saj obravnava prevzem kot nekaj izoliranega in neodvisnega od korporacijske strategije podjetja. Sodobni pogled in razumevanje konceptov razvijanja konkurenčne prednosti je ključ za uspeh za lastnike prevzemnega podjetja. Za doseganje nadpovprečnih donosov je potrebno pravilno razumevanje strateške povezanosti in sposobnost čim natančnejše opredelitve potencialno ustvarjene vrednosti, tako se izrine konkurenčna podjetja s trga in maksimira se donos delničarjev.

2.5.5 Integracija prevzetega podjetja v poslovni sistem prevzemnika

Lahovnik (2013, str. 102) pravi, da je zaradi zanemarjanja pomena integracije prevzetega podjetja v poslovni sistem prevzemnika neuspešnost prevzemov podjetij relativno visoka. V raziskavi, kjer so menedžerji ocenjevali stopnjo zahtevnosti posamezne faze prevzema, sta Norburn in Schoenberg (1994, str. 25–35) ugotovila, da so podjetja najbolj podcenjevala fazo integracije (ki je ključen dejavnik za uspešen prevzem) in da so imela najmanj težav pri iskanju primernih kandidatov. Lahovnik (2013, str. 103) dodaja, da mnogi menedžerji podcenjujejo fazo integracije, čeprav je prav ta najbolj nujna za načrtovanje, saj z izdelavo

načrta prevzemnik lahko opredeli ključna vprašanja in odgovore glede poslovanja ciljnega podjetja po prevzemu.

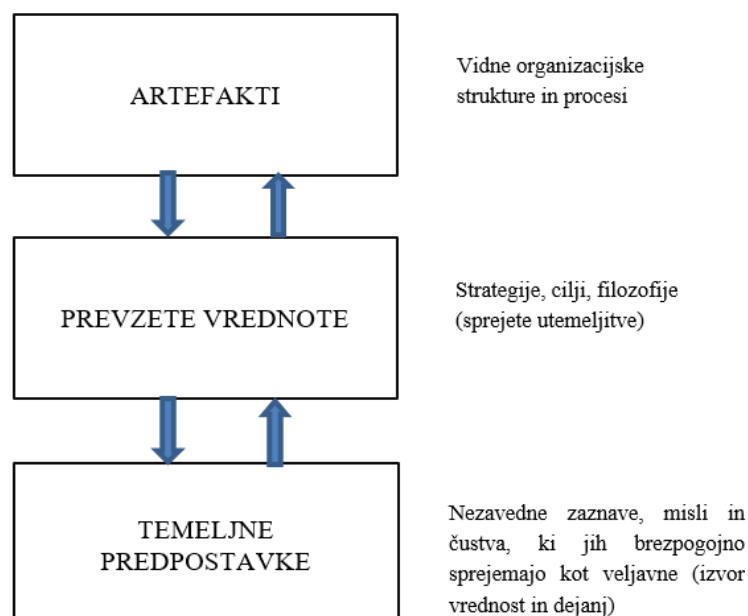
V načrtu za integracijo mora prevzemnik določiti menedžerja, ki je odgovoren za poslovanje podjetja, kompenzacijske programe, ki bi motivirali in obdržali kader, stopnjo avtonomije prevzetega podjetja, narediti analizo, v kateri je opisano, katere funkcije se bodo prenesle na prevzemnika in katere bodo ostale v pristojnosti prevzetega podjetja, ugotoviti področja, pri katerih bi lahko prišlo do nasprotovanj v kadrih, in kulturne razlike med obema podjetjema (Lahovnik, 2013, str. 104).

Lahovnik (2013, str. 106) izpostavlja, da so združitve in prevzemi lahko zelo dvorezen meč, saj jih nekateri vidijo kot izziv v kapitalskem povezovanju, nekateri pa kot strah pred izgubo službe ali prevelik poseg v organizacijsko strukturo, zato je pomembno, da dovolj zgodaj v procesu prevzema opredelimo vse značilnosti integracije v nov sistem, na kar pa prevzemniki pogosto pozabijo, saj se osredotočajo le na finančne in pravne vidike prevzema.

2.5.6 Vloga organizacijske kulture pri združitvah in prevzemih

Kultura nekega podjetja je sestavljena iz norm, ki temeljijo na odnosih, vrednotah, pravih in prepričanjih. Organizacijska kultura pomembno vpliva na način sprejemanja odločitev neke organizacije. Opredelitev elementov v organizacijski kulturi po Scheinu je prikazana na sliki 2.

Slika 2: Ravni organizacijske kulture po Scheinu



Vir: Schein (1999).

Schein (1999, str. 199) opredeljuje elemente v organizacijski kulturi kot artefakte, ki so najbolj vidni in jih novi zaposleni hitro opazijo (npr. obstoječa tehnologija, jezik, simboli, pravila oblačenja, ureditev poslovnih prostorov itd.), prevzete vrednote v organizaciji ter temeljne postavke, ki se močno zasidrajo v skupino, da postane obnašanje, ki ni v skladu s temi predpostavkami, za člane nerazumljivo in nesprejemljivo (npr. nezavedne zaznave, misli, čustva itd.).

Paradigmo organizacijske kulture Johnson in Scholes (2001, str. 83) prikažeta s pomočjo kulturne mreže (glej sliko 3), ki je sestavljena iz šestih komponent:

- simboli: predstavljajo položaj in vlogo posameznika v organizaciji, sem spadajo nazivi, službeni avtomobili, velikost in tip pisarn itd.,
- strukturna moč: se bolj počasi razvija skozi čas in je formalna ali neformalna,
- rituali: izražajo vsakodnevne navade organizacije, to so neki usklajeni vsakodnevni postopki v organizaciji,
- zgodbe: kažejo zgodovino junakov, ki so bili ključni za oblikovanje organizacije in vedenja v njej,
- sistem kontrole: določa merila uspešnosti, obliko kontrole in nagrad ter
- organizacijska struktura: določa strukturni okvir in interakcije v organizaciji, kaže na način oblikovanja oddelkov, sistem koordiniranja, način komuniciranja in povezovanja, prikazuje, kakšni so formalni odnosi poročanja itd.

Slika 3: Organizacijska mreža po Johnsonu in Scholesu



Vir: Johnson in Scholes (2001).

Kadar pride do mešanja dveh kultur različnih organizacij, po Thomson (1996, str. 32–35) temu rečemo akulturacija, ki je štirih različnih vrst. V primeru, da prevzeto podjetje svojo kulturo ohrani in deluje v simbiozi s kulturo matičnega podjetja, je to integracija. Če prevlada kultura dominantnega podjetja, se prevzeto podjetje asimilira na tujo kulturo. Obe

podjetji lahko ločita svojo kulturo od tujega, v tem primeru gre za zavrnitev, vendar sta kot posledici možna umik in samodejna izločitev ter izločitev, za katero se odloči matično podjetje. Zadnja možnost akulturacije je opustitev stare in hkrati nesprejemanje nove kulture.

Neuhauser (1999, str. 49–50) piše, da preden se prevzemnik loti spreminjanja organizacijske kulture, mora biti pozoren, kateri so bili ključni elementi (ki so omogočali uspeh) v novi in kateri v stari kulturi in kako s čim manj posledicami preiti iz stare v novo, saj način akulturacije vpliva na dolgoročni (ne)uspeh strategije prevzema. Če menedžerji ne preučijo kulturnih razlik, je posledica tega neuspešen prevzem, saj sklepajo, da so te razlike zanemarljivo majhne. Pogosto se enačita kultura in nacionalni značaj, ki pa je širši in upošteva tudi gospodarske vidike. Razčlenjuje se na izogibanje negotovosti, odmik moči, spol in individualizem ali kolektivizem.

Ko prevzemnik pazi na mehke dejavnike prevzema, kot je na primer organizacijska kultura obeh podjetij, in ne le na pravne in finančne dejavnike, bo prevzem uspešen. Če bo poskušal vsiliti tujo kulturo, bo to povzročilo odtujitev kadra lastnega podjetja, saj imajo staro kulturo močnejše zasidrano v smislu vrednot in prepričanj. Prvi odidejo najboljši delavci, saj se lahko brez težav zaposlijo na trgu dela, težko pa je potem iskati nov kader, ki bi bil enako nadomestljiv (Lahovnik, 2013, str. 109). Lahovnik meni, da se mora razviti strategija za kulturno integracijo še pred združitvijo in prevzemom. Imenuje se vodstvena ekipa na področju razvoja kulturne integracije, katera temeljito ovrednoti kulturi obeh podjetij, ustvari povezave med obema organizacijama ter razvije oziroma zasidra novo organizacijsko kulturo. Pri tem bi bilo najboljšo, da je nova organizacijska kultura mešanica obeh kultur. Lahovnik poudari, da se v praksi žal zelo malo pozornosti posveti kulturnim razlikam, kar pa je že privedlo do neuspešnih katastrofalnih prevzemov (Lahovnik, 2021).

2.5.7 Obrambni ukrepi pred prevzemi

Do obrambnih dejanj pride, kadar prevzemu menedžment ciljnega podjetja nasprotuje in preide v sovražni prevzem. V primeru, da je tak prevzem uspešen, imajo od njega največ koristi delničarji ciljnega podjetja, saj je povezan z visokimi premijami za prevzem podjetja. Da bi se temu izognili, mora menedžment ciljne družbe pridobiti soglasje skupščine delničarjev za izvedbo obrambnih protokolov, saj je potrebno ponudbo zavrniti, kar mora menedžer dokazati lastnikom podjetja (Lahovnik, 2013, str. 111).

Primer sovražnega prevzema v Sloveniji je prevzem Fructal d.d. s strani Pivovarne Union d.d. leta 2000.

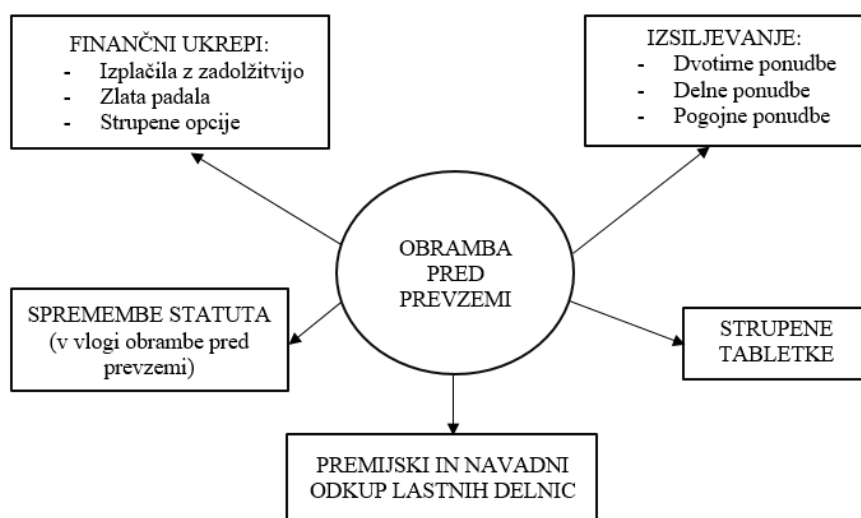
Bertoncelj (2005, str. 102–108), Gaughan (2011, str. 167–237) in Lahovnik (2013, str. 112–115) naštevajo in opisujejo nekatere obrambne mehanizme:

- prestrukturiranje poslovanja ciljnega podjetja – s tem se zviša vrednost delnic in zmanjša število potencialnih prevzemnikov,

- povečanje zadolžitve ciljnega podjetja z namenom odkupa lastnih delnic – z zadolževanjem se povečajo krediti, potencialni prevzemnik pa ima zato manjši finančni tok,
- povečanje dividend na delnice – to je negativno za sovražni prevzem, saj se zmanjšajo denarna sredstva in poslabša se likvidnost,
- odtujitev najpomembnejšega premoženja oziroma sredstev ciljne družbe – odprodaja sredstev, ki so interesantna sovražnemu prevzemniku, odvrne potencialnega prevzemnika,
- naložba presežnih denarnih sredstev v prevzem drugih podjetij – podjetje lahko napove prevzem podjetja, ki je želelo izvesti sovražni prevzem),
- odprodaja delov podjetja ali podružnic prek oddelitev – če podjetje odda svoj donosen del, se zmanjša zanimanje zanj,
- določila v posojilnih pogodbah, ki predvidevajo takojšnje poplačilo dolga v primeru prevzema – banke lahko zahtevajo takojšnje poplačilo, kadar gre za spremembo lastništva, tako so prevzemna podjetja prisiljena takoj poplačati dolg in po navadi še refinancirati, kar je na koncu dražje,
- zlata padala – ciljna družba sklene pogodbo z menedžmentom o zagotovljenem delovnem mestu in veliki odpravnini v primeru prevzema, tako pa se zvišajo stroški prevzema,
- strupene tabletko – vsi imetniki vrednostnih papirjev dobijo možnost, da prevzemnik preseže določen odstotek lastništva, ali pa si prevzemnik pripoji privzeto podjetje, kar lastnikom omogoči nakup delnic po nižji ceni,
- ciljna družba izda nove delnice z glasovalno pravico – skupščina delničarjev v okviru odobrenega kapitala lahko pooblasti upravo, da se v določenem obdobju poveča kapital podjetja z izdajo novih delnic,
- bloki delnic v rokah prijateljskih investitorjev – menedžment ciljne družbe lahko z drugimi družbami sklene dogovor o vzajemnem lastništvu,
- različni razredi delnic imajo enako glasovalno pravico,
- zelena pošta – gre za povratni nakup večjega dela delnic ciljne družbe od sovražnega prevzemnika po višji ceni, ki presega tržno,
- beli vitez – menedžment poišče drugega prevzemnika, ki je bolj usklajen s ciljnimi podjetjem,
- omejitev glasovalne pravice v statutu podjetja – na tak način število glasov posameznika na delnico ne more preseči določenega odstotka,
- statutarna določila o zamaknjenih zamenjavah članov nadzornih svetov oziroma odbora direktorjev – mandat se zamakne tako, da ne poteče vsem istočasno, ampak postopoma vsako leto določenemu številu,
- omejevanje prostega prenosa delnic z njihovo vinkulacijo – delničar mora pridobiti soglasje gospodarske družbe za prenos lastništva pred prodajo deleža.

Navedene mehanizme Bešter (1996, str. 107) razdeli v pet glavnih skupin, kot je prikazano na sliki 4.

Slika 4: Obrambni mehanizmi pred prevzemi



Vir: Bešter (1996).

2.6 Zakonska ureditev prevzemov in združitv v Sloveniji

V Sloveniji so združitve in prevzemi zakonsko urejeni z naslednjimi predpisi:

- Zakon o prevzemih (ZPre-1), Ur. l. RS, št. 79/2006,
- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 42/2006,
- Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (ZPOmK-1), Ur. l. RS, št. 26/2011,
- Zakon o varstvu konkurence (ZVK), Ur. l. RS, št. 56/1999,
- Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES,
- Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2019/2121.

V nadaljevanju predstavim najpomembnejši zakonik za ureditev prevzemov in združitv, tj. ZPre-1.

2.6.1 Zakon o prevzemih (ZPre-1)

Ta zakon ureja način, pogoje in postopek v zvezi s prevzemno ponudbo, pri čemer daje poudarek vprašanjem:

- kdaj je obvezno podati prevzemno ponudbo (prevzemni prag),

- na kakšen način se poda prevzemna ponudba (denar, nadomestni vrednostni papirji, kombinacija denarja in vrednostnih papirjev),
- komu se poda prevzemna ponudba (vsem delničarjem gospodarske družbe),
- po kakšni ceni se poda prevzemna ponudba (pravična cena).

Bistvo zakona je urejanje prevzemne ponudbe. Osnovni namen zakona je zaščita vseh delničarjev, še posebej pa manjšinskih delničarjev. Ta zakon jim omogoča, da proti plačilu izstopijo iz lastniške strukture družbe, v kateri je delničar dosegel prevzemni prag oziroma dodatni prevzemni prag, kar pomeni, da je postal imetnik 1/3 deleža glasovalnih pravic oziroma je po že končanem postopku uspešne prevzemne ponudbe pridobil še 10-odstotni delež glasovalnih pravic.

Zakon pojmuje »ciljno družbo«, tj. delniška družba, katere vrednostni papirji so predmet prevzemne ponudbe, in »prevzemnika/prevzemnico«, tj. oseba, ki namerava dati prevzemno ponudbo po tem zakonu.

Najpomembnejši členi ZPre-1:

- 6. člen opredeljuje ugotavljanje deleža glasovalnih pravic v ciljni družbi. Hkrati določa, da imetniki delniških nakupnih opcij in kupci terminskih pogodb Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) obvestijo o vsakem poslu, na podlagi katerega so pridobili delniško nakupno opcijo ali terjatev na izročitev vrednostnih papirjev iz terminske pogodbe, kot tudi o vsaki spremembi posla, najpozneje četrti trgovalni dan po dnevu sklenitve posla.
- 7. člen določa prevzemni prag v ciljni družbi, le-ta je 1/3 deleža glasovalnih pravic v tej družbi.
- 8. člen določa usklajeno delovanje. Osebe, ki delujejo usklajeno, na podlagi sklenjenega sporazuma sodelujejo, njihov cilj pa je pridobiti ali utrditi kontrolo nad ciljno družbo.
- 9. člen se nanaša na javne objave prevzemne namere, ponudbe, spremembe ali preklica ponudbe v dnevniku, ki izhaja na območju RS.
- 12. člen določa, da mora prevzemno ponudbo dati prevzemnik, ki doseže prevzemni prag.
- V skladu s 16. členom zakona lahko prevzemnik ponudi denarno plačilo za vrednostne papirje ali nadomestne vrednostne papirje, ki so podrobneje opredeljeni v 18. členu tega zakona.
- 17. člen zahteva, da mora biti cena ali menjalno razmerje za nadomestne vrednostne papirje enako za vse vrednostne papirje posameznega razreda.
- 19. člen določa bistvene sestavine prevzemne ponudbe.
- 24. člen navaja, da mora prevzemnik v treh delovnih dneh, ko doseže prevzemni prag, javno objaviti namero o ponudbi za prevzem ter o tem obvestiti ATVP, poslovodstvo ciljne družbe in organ za varstvo konkurence.

- 30. člen prevzemniku omogoča, da lahko spremeni objavljeno prevzemno ponudbo zgolj v primeru ponudbe višje cene ali ugodnejšega menjalnega razmerja ter nižjega praga uspešnosti, če ga je v prevzemni ponudbi določil.
- 31. člen določa končni rok za sprejem prevzemne ponudbe in morebitnih konkurenčnih ponudb, tj. 60 dni od dneva, ko je bila objavljena prva prevzemna ponudba.
- V skladu z 32. členom zakona mora prevzemnik pred objavo prevzemne ponudbe pridobiti dovoljenje ATVP.
- 34. člen določa dolžnosti posloводства ciljne družbe, da v roku 10 dni od objave prevzemne ponudbe izda svoje mnenje o tej ponudbi.
- 36. in 37. člen določata deponiranje denarnega zneska ali nadomestnih vrednostnih papirjev s strani prevzemnika, in sicer pred objavo denarne ponudbe.
- Konkurenčna ponudba je opredeljena od 42. do 46. člena. Če je konkurenčna ponudba špekulativna in je njen namen sprememba cene vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prva prevzemna ponudba, jo lahko ATVP zavrne.

V nadaljnjih členih Zakon ureja izredne situacije v procesu prevzema ter sankcije za kršitve in kazenske določbe. Nadzor nad potekom prevzemne ponudbe in izvajanjem zakona je opredeljen od 65. do 67. člena ter v 70. členu, ki so povzeti v naslednjem poglavju.

2.6.2 Vloga nadzornega organa v prevzemnih postopkih

Nadzor nad spoštovanjem določb ZGD-1 izvajajo AJPES, FURS, Ministrstvo za gospodarstvo in Tržni inšpektorat. Nadzor nad spoštovanjem določb ZPre-1 izvaja ATVP, ki lahko v okviru nadzora zahteva poročila in informacije ali opravi pregled poslovanja oseb, za katere sumi kršitev v procesu prevzema.

Vloga ATVP v prevzemih (ATVP, 2021):

- Nadzor na spoštovanjem določb ZPre-1.
- Nadzor nad izvajanjem prevzemne ponudbe in izpolnjevanjem obveznosti obveščanja. V skladu s 67. členom ZPre-1 ji morajo na njeno zahtevo borznoposredniške družbe in CDD med potekom prevzemne ponudbe posredovati vse potrebne informacije za nadzor nad izvajanjem ponudbe.
- Pridobivanje poročil in informacij, ki so potrebne za nadzor nad izvajanjem prevzemne ponudbe in izpolnjevanjem ZPre-1.
- Zagotavljanje, da prevzemna cena v ponudbenem dokumentu ni nižja od najvišje izmed cen, po kateri je prevzemnik kupal delnice ciljne družbe v obdobju 12 mesecev pred objavo prevzemne ponudbe.
- Pregled poslovanja oseb, ki so kršile obveznost izstavitve prevzemne ponudbe.
- Izdajanje dovoljenja in soglasja v zvezi s prevzemno ponudbo.
- Izdajanje odločbe o izidu prevzemne ponudbe, s katero se ugotovi uspešnost ali neuspešnost ponudbe.

- Nadzor na usklajenim delovanjem oseb, ki so v postopku prevzemne ponudbe.
- Vodenje in odločanje v postopkih o prekrških ZPre-1.
- Uvajanje postopka o prekršku v primeru kršitve ZPre-1.
- Ne odgovarja za resničnost in popolnost podatkov, navedenih v prospektu.
- Možnost zavrnitve izdaje dovoljenja za konkurenčno ponudbo, če je očitno, da je ta špekulativna.

Nadzor ATVP se preneha v trenutku, ko delničar v družbi, za katero se uporablja ZPre-1, doseže končni prevzemni prag, torej ko prevzemnik z uspešno prevzemno ponudbo pridobi najmanj 75-odstotni delež vseh delnic ciljne družbe z glasovalno pravico.

3 RAZISKAVA PRIMERA PREVZEMA PIVOVARNE LAŠKO UNION

Pričujoče poglavje predstavlja empirični del magistrskega dela. Na začetku bom predstavila pivovarsko panogo v Sloveniji in Skupino Laško pred prevzemom. V tretjem poglavju bom natančno opisala kronologijo prevzema PLU. Zadnja štiri poglavja tega dela odgovarjajo na glavna raziskovalna vprašanja magistrskega dela:

RV1: S kakšnimi izzivi so se soočali udeleženci prevzema (prevzemnik Heineken, prevzeta družba PLU, poslovne banke in drugi udeleženci prevzema)?

RV2: Kakšno je poslovanje prevzete družbe pred in po prevzemu?

RV3: V kolikšni meri je bil prevzem smiseln in kakšne so njegove posledice?

Odgovore na ta vprašanja sem pridobila s kvalitativnim intervjujem bivšega glavnega managerja poslovnega odbora prevzete družbe, ki je zaslužen za nadaljevanje bogate pivovarniške tradicije v Sloveniji. Intervjuvanec je nekdanji dolgoletni manager, ki je bil zaposlen v prevzeti družbi že nekaj let pred prevzemom in še tri leta po prevzemu. Intervjuvanec ni poimenovan, zato sem ga poimenovala z vzdevkom »Manager«. Intervju je trajal 40 minut. Med intervjujem ni bilo motečih dejavnikov, ki bi vplivali na odgovore. Intervjuvanec je bil predhodno seznanjen s tematiko intervjuja in finančnimi izkazi PLU. Celotni intervju je v prilogi.

Iz intervjuja se razbere trdno delo in borbenost managerjev, ki sta bila nujno potrebna za uspešno izveden prevzem. Treba je bilo prebroditi ogromno omejitev na poti do prevzema, ki so se pojavile predvsem pri nas, na slovenskem trgu. A z uspešnimi slovenskimi managerji, ki imajo znanje, vztrajnost, pogajalsko žilico in jim ni vseeno za razvoj slovenskega gospodarstva, so prevzemi več kot mogoči. Pivovarna je bila prodana pivovarni, vodilnemu svetovnemu pivovarju, ki skrbi za dolgoročni razvoj in uspešnost PLU.

Zadnje poglavje empiričnega dela, Finančna analiza PLU pred in po prevzemu tujca, temelji na analizi pomembnih finančnih kazalnikov (neto dolg na EBITDA, ROE, ROA, število zaposlenih, indeks dodane vrednosti na zaposlenega in obračanje sredstev), ki se nanašajo na obdobje od 2010 do 2021 in dodatno pojasnijo odgovor na drugo in tretje raziskovalno vprašanje.

Kot metodo zbiranja primarnih podatkov sem v empiričnem delu raziskave uporabila intervju, z izjemo zadnjega poglavja, za katerega so bila letna poročila Skupine Laško in PLU primarni vir.

Intervju je metoda zbiranja primarnih podatkov, ki omogoča številne možnosti raziskovanja, njena največja prednost pa je možnost prilagajanja vprašanj. Ta kvalitativna metoda je najprimernejša, saj za raziskavo potrebujemo poglobljeno razumevanje želj, preferenc, motivov in mnenj lastnikov. Enote opazovanja so že vnaprej izbrane osebe (Rubin in Rubin, 2011, str. 4).

Poznamo več različnih vrst intervjujev: strukturirani, delno strukturirani in nestrukturirani. Vsak od njih ima svoje prednosti in slabosti. Sama sem izbrala uporabo delno strukturiranega intervjuja, saj so bila vprašanja že vnaprej pripravljena, hkrati pa mi je ta vrsta intervjuja zaradi svoje fleksibilnosti omogočala postavitev podvprašanj za globlje razumevanje tematike. Intervjuji niso standardizirani in ne sledijo točno določenemu sosledju vprašanj, ampak so vprašanja postavljena glede na »pogovor« oziroma predhodne odgovore (Adams, 2015, str. 493).

Adams (2015, str. 494) navaja naslednje prednosti delno strukturiranega intervjuja:

- dobra podlaga za nadaljnje raziskovanje,
- zelo prilagodljiv,
- dobro se kombinira z drugimi raziskovalnimi metodami.

Kot slabosti delno strukturiranega intervjuja pa Adams (2015, str. 493) navaja:

- časovno zamuden,
- zahteva relativno veliko truda,
- zahteva dobro predhodno poznavanje tematike.

3.1 Predstavitev pivovarske panoge v Sloveniji

3.1.1 Pivovarne v Sloveniji

Slovenska spletna stran PivoMan (Spletni dnevnik, 2022) je lovec na slovenske pivovarne in prikazuje zemljevid 112 slovenskih pivovarn, ki jih deli na:

- 23 mikro pivovarn (HumanFish, Pelicon, Vizir, Bevog, Carniola, Mali Grad, Reservoir Dogs, Hopsbrew, Green Gold, Feo, Clef, Zajc, Maister, Lobik, Barut, Castra, Time, Fomo, Tektonik, Loo-blah-nah, Crazy Duck, Omnivar, Reset),
- 47 ljubiteljskih pivovarn (Gamsar, Volk Turjaški, Pannonian Sailor, Loko Loko, MATT, Menin’c, Skoliber, Šlibar, Gayerau, APE, KULT316, Mammut, LiLa MiSa, Kranjska Pivovarna, Kitcher, Dornk, Lintvern, Frizi, Kajtimar, Thirsty River, Skubeer, Naboj, Brewwood, Cesar, Rikon, Saw, The Blek Goat, Karakter, Kralj, Valjhun, Kapušin, Slap, Varuh, 22Brewing, Kočevar, Kram Brew, Stezičar, Orlek, Advocatus, Old Franz, Matenc, IHPS, Artesian, Hudo Pivo, Rooster, Flajs, Lopačan),
- 10 nomadskih pivovarn (Kurbier, Lizina Varilnica Piva, Kralj Matjaž, Veper, Varissh, PuBa Beer, Fabrika Piva, Komunajzer, Protagonist, Overmura),
- 1 industrijsko pivovarno (Pivovarna Laško Union),
- 31 gostilniških pivovarn (Adam Ravbar, Ulčar, Mahnič, Kostanj, Zvezda, Pek, Kratochwill, Haler, Pri Bzku, King’s, Gold Club, Težak, Diavolo, Lipnik, Zupanič, Kasesnik, Emonec, Gala In, Ambrožič, Finida, Roth, Maribor, Oriks, Lukovica, Križman, Kotar, Stazione Parenzana, Gastro, Makšar, Prunk, Brikbjr).

Za vsako pivovarno so navedeni osnovni podatki: sedež pivovarne, datum odprtja družbe, spletna stran pivovarne, vrste piv ipd. Navedene so tudi nekdanje pivovarne.

Prva pivovarna v Sloveniji je bila Staretova pivovarna v Mengšu, ki je delovala od leta 1818 do leta 1917. Zaposlovala je domačine in češke pivovarje. Njene dragocene predmete in dokumente hranijo v pivovarski zbirki Mestnega muzeja Mengeš. Izjemno pomemben eksponat sta dve stari steklenici z originalno vsebino, ki sodita v čas med letoma 1890 in 1905. Gre za najstarejše ohranjeno pivo v Sloveniji in po doslej znanih podatkih celo v celinski Evropi. Leta 2018 je kulturno društvo Franca Jelovška Mengeš ob dvestoletnici izdalo knjigo Staretova pivovarna v Mengšu 1818–1917, v kateri je opisana pestra zgodovina pivovarne, ki je ugasnila med prvo svetovno vojno (Smrkolj, 2022).

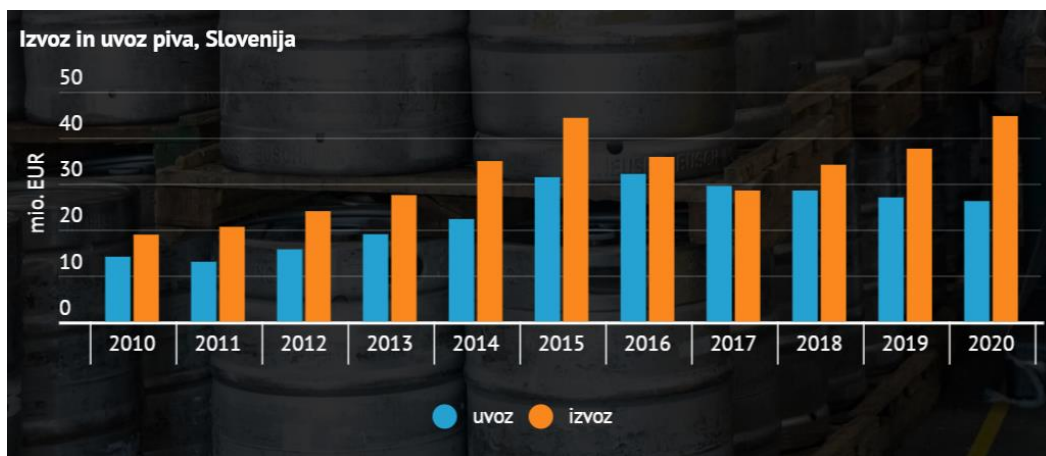
3.1.2 Izvoz in uvoz piva

Pivovarji, hmeljarji in lastniki pivnic so leta 2007 dobili svoj dan, mednarodni dan piva, ki ga praznujejo vsak prvi petek v avgustu. Praznujejo ga skoraj povsod po svetu. Dan je posvečen tudi ljubiteljem piva, saj teh v Sloveniji ni malo. Prebivalec Slovenije porabi doma povprečno 26 litrov piva na leto. Velja poudariti, da se je v zadnjih 10 letih močno povečalo število podjetij, ki se ukvarjajo s proizvodnjo piva, in sicer z 12 podjetij v letu 2010 na 68 podjetij v letu 2020. Razlog je verjetno v izvozu piva, ki ga je Slovenija v letu 2020 izvozila za 44,7 mio EUR, kar je bilo največ v zadnjih 10 letih. Največji delež izvoza se nanaša na Hrvaško (27 %), sledita Italija in Bosna in Hercegovina z 21 % izvoza. Trgovanje s pivom je sezonski posel, saj je najživahnejše v poletnih mesecih, ko je Slovenija v letu 2020 izvozila 44 % celotnega letnega izvoza in uvozila 33 % celotnega letnega uvoza piva. Največ piva je

leta 2020 uvozila iz Avstrije (40 %), sledili sta Hrvaška (21 %) in Češka (9 %) (SURs, 2021).

Slika 5 prikazuje uvoz in izvoz piva v Sloveniji v mio EUR za deset let. Razvidno je, da je Slovenija pri proizvodnji piva predvsem izvozno usmerjena.

Slika 5: Izvoz in uvoz piva od 2010 do 2020



Vir: SURS (2021).

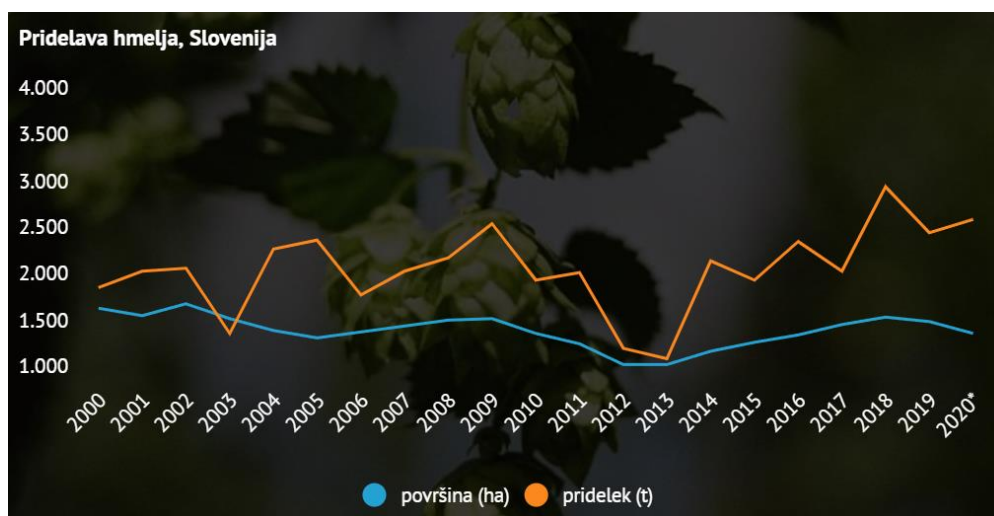
Pivo se je lani v Sloveniji na letni ravni podražilo za 3,2 %, in sicer je povprečna drobnoprodajna cena za pol litra piva znašala 0,91 evra, v lokalnu pa 3,02 evra. Najdražje pivo je na Bledu, kjer stane pol litra piva v povprečju pet evrov.

Inflacija pa je prinesla tudi rekordne cene piv na Oktoberfestu, enem največjih festivalov na svetu in najbolj priljubljenih prireditev v Nemčiji, ki predstavlja tudi pomemben del bavarske kulture. Letno ga obišče okoli šest milijonov ljudi, gospodarstvo pa s tem festivalom letno zasluži okoli 1,2 milijarde evrov. Cena litrskega vrčka piva je bila letos med 12,60 in 13,80 evra, kar je skoraj 16 % dražje kot leta 2019. Vmesni dve leti je bil Oktoberfest namreč odpovedan zaradi pandemije.

3.1.3 Pridelava hmelja

Slovenija se lahko pohvali, da je tretja največja pridelovalka hmelja v EU. Večji pridelovalki hmelja sta le Nemčija in Češka. Tudi pri proizvodnji piva je Slovenija predvsem izvozno usmerjena, saj večino hmelja, ki ga pridelava, izvozi. Največji delež izvoza se nanaša na Nemčijo (37 %). Treba je poudariti, da Slovenija v zadnjih letih proizvede več hmelja na manjši površini, kar prikazuje slika 6.

Slika 6: Pridelava hmelja v Sloveniji od 2000 do 2020



Vir: SURS (2021).

3.2 Predstavitev Skupine Laško pred prevzemom

Za predstavitev Skupine Laško sem vzela poslovno leto 2015. Lastniško strukturo Skupine Laško dne 31. 12. 2015 prikazuje slika 7.

Slika 7: Lastniška struktura Skupine Laško dne 31. 12. 2015



Vir: Pivovarna Laško d. d. (2016).

Na zadnji dan v letu 2015 Skupino Laško sestavljajo naslednji proizvajalci pijač (Pivovarna Laško d. d., 2016):

- obvladujoča družba Pivovarna Laško, d. d.,
- odvisna družba Pivovarna Union, d. d., Ljubljana (98,08 %),
- odvisna družba Jadranska pivovarna – Split, d. d., (99,46 %) in
- odvisna družba Vital Mestinje, d. o. o. (96,92 %).

Skupino poleg proizvajalcev pijač sestavljajo še:

- odvisna družba Laško Grupa Kosovo Sh. p. k. (100 %),
- odvisna družba Laško Grupa, d. o. o., Zagreb (100 %),
- odvisna družba Laško Grupa, d. o. o., Sarajevo (100 %) in
- odvisna družba Firma Del, d. o. o., Laško (100 %).

Skupina Laško je na 31. 12. 2015 zaposlovala 745 oseb, od tega 715 v družbah s sedežem v Sloveniji (glej sliko 8). Velja poudariti, da je pri skupnem številu zaposlenih Skupine Laško odšteto 27 oseb, ki so bile zaposlene za polovični delovni čas v vsaki od družb. Gre za predsednike in člane uprave, vodilne delavce s posebnimi pooblastili in odgovornostmi.

Slika 8: Število zaposlenih po družbah v Skupini Laško dne 31. 12. 2015

	Število zaposlenih	Delež v %
Pivovarna Laško, d. d.	317	40,7
Pivovarna Union, d. d., Ljubljana	363	46,9
Jadranska pivovara - Split, d. d.	5	0,7
Vital Mestinje, d. o. o.	35	4,7
Laško Grupa, d. o. o., Zagreb	33	4,4
Laško Grupa, d. o. o., Sarajevo	14	1,9
Laško Grupa Kosovo, Sh. p. k.	5	0,7
Skupaj	745	100,0

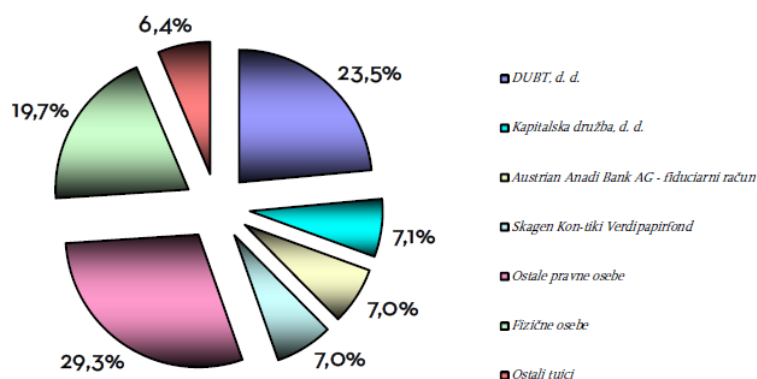
Vir: Pivovarna Laško d. d. (2016).

Oktober 2015 je bila Skupina Laško s 53,43 % lastniškim deležem obvladovana s strani Heineken International, B. V., Nizozemska. 31. 1. 2016 pa je imel Heineken v lasti že 97,51 % delnic Pivovarne Laško, d. d. Skupina Laško je v 100 % lastništvo prešla aprila 2016.

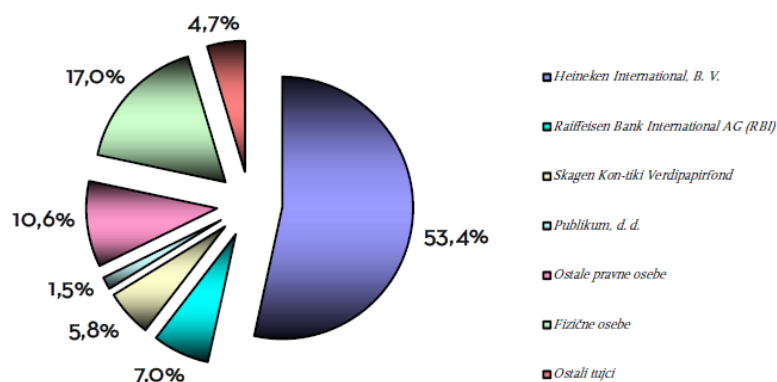
Lastniška sestava Pivovarne Laško, d. d., dne 31. 12. 2014 in 31. 12. 2015 je prikazana na sliki 9.

Slika 9: Lastniška sestava kapitala Pivovarne Laško, d. d. 2014 in 2015

Lastniška sestava kapitala
Pivovarne Laško, d. d., na dan 31. 12. 2014



Lastniška sestava kapitala
Pivovarne Laško, d. d., na dan 31. 12. 2015



Vir: Pivovarna Laško d. d. (2016).

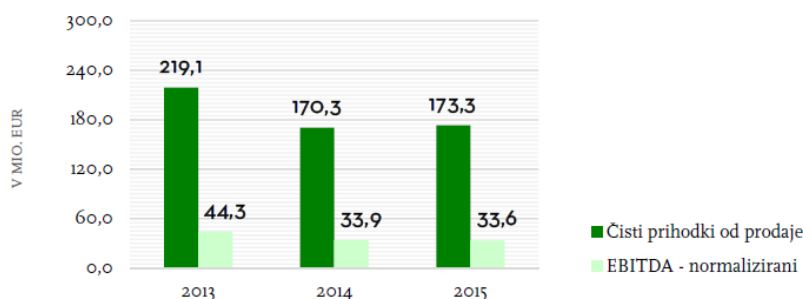
Heineken je julija 2016 izvedel načrtovano združitev Pivovarne Laško, d. d., in Pivovarne Union, d. d. Dve pravni osebi in manjšinski lastniki bi pomenili stroškovno neučinkovitost in ukvarjanje z odvečnimi nepomembnimi aktivnostmi. Heineken je z združitvijo poenostavil upravljanje in prinesel sinergijo na vseh področjih upravljanja. Združitev je pomenila vitkejšo organizacijo in lažje kljubovanje pritiskom konkurenčnih znamk. Heineken še danes izvaja aktivnosti, ki stremijo k centraliziranemu upravljanju. Edna od teh aktivnosti je tudi letošnja selitev proizvodnje piva Pivovarne Union iz Ljubljane v Laško (Ljubljana Info, 2022).

V letnem poročilu Skupine Laško 2015 se poslovni načrt za leto 2016 nanaša samo na eno skupno družbo PLU zaradi že načrtovane pravne združitve obeh pivovarn. Tako so za leto 2016 načrtovali prodajo 2,3 mio hl piva oziroma 150 mio EUR prihodkov. 70 % celotne prodaje so načrtovali prodati na slovenskem trgu, ostalih 30 % pa na tujih trgih. Načrtovan normaliziran EBIT je bil 19,1 mio EUR, normaliziran EBITDA pa 29 mio EUR.

Leta 2015 je Skupina Laško prodala 2 mio hl piva, kar je za 4 % manj v primerjavi s predhodnim letom. Čisti prihodki od prodaje so znašali 173,3 mio EUR, od tega je bilo 78 % ustvarjeno na domačem trgu. S to prodajo je tako skupina ustvarila 9,8 mio EUR negativnega poslovnega izida iz poslovanja (EBIT) in 0,3 mio EUR poenostavljenega denarnega toka iz poslovanja (EBITA). Izvedeno prevrednotenje nepremičnin in naložbenih nepremičnin ter drugi poslovni odhodki so negativno vplivali na EBIT in EBITA v skupni vrednosti 33,3 mio EUR. Normalizirani EBIT je tako 2015 znašal 23,5 mio EUR (2014: 24,1 mio EUR), normalizirani EBITDA pa 33,6 mio EUR (2014: 33,9 mio EUR).

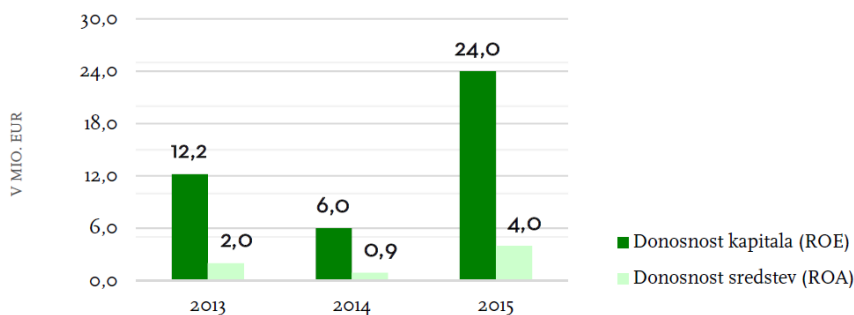
Finančni podatki za Skupino Laško od leta 2013 do 2015 so prikazani na slikah 10 in 11.

Slika 10: Prihodki od prodaje in EBITDA Skupine Laško od 2013 do 2015



Vir: Pivovarna Laško d. d. (2016).

Slika 11: ROA in ROE Skupine Laško od 2013 do 2015



Vir: Pivovarna Laško d. d. (2016).

Leta 2015 je Skupina Laško ustvarila čisto izgubo v višini 17,9 mio EUR. Celotne obveznosti so na zadnji dan leta 2015 znašale 229,8 mio EUR in se zmanjšale za 60,1 mio EUR. Skupina je zmanjšala svoje obveznosti na račun prodaje slovenskih družb Radenske in Dela ter tuje družbe Jadranske pivovarne Split. Vsa bančna posojila Skupine Laško so bila v letu 2015 kompenzirana z dolgoročnim posojilom do matične družbe Heineken.

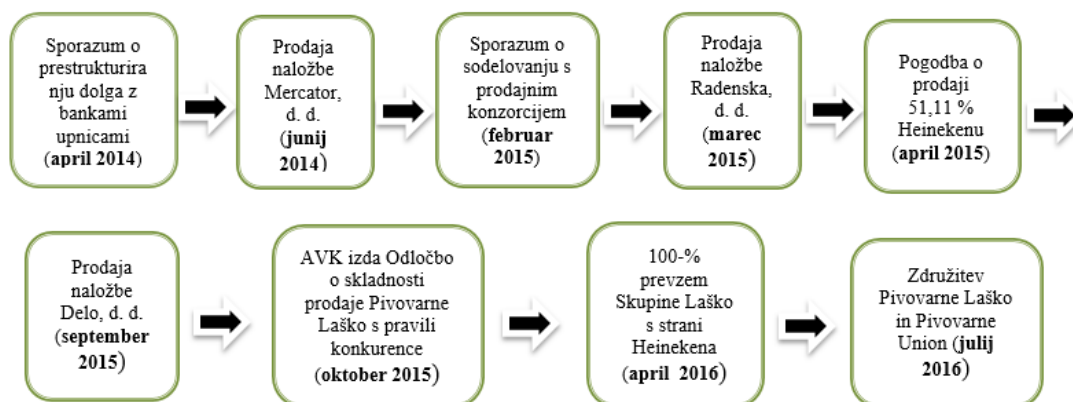
Normaliziran EBIT je izračunan iz dobička iz poslovanja, ki je spremenjen za prevrednotenje nepremičnin in naložbenih nepremičnin ter oblikovanja večjih popravkov vrednosti. Normaliziran EBITDA je seštevek normaliziranega EBIT-a in normalizirane amortizacije. Normalizirani čisti dobiček je poleg naštetih prilagoditev prilagojen še za slabitve finančnih naložb in obračunane terjatve za odločeni davek.

3.3 Kronologija prevzema

3.3.1 Faze prevzemanja

Na sliki 12 je prikazan potek prevzemanja Pivovarne Laško, ki je tudi opisan v nadaljevanju.

Slika 12: Kronologija prevzemanja Pivovarne Laško



Vir: lastno delo.

Skupina Laško je aprila 2014 z vsemi 18 bankami upnicami podpisala Sporazum o prestrukturiranju in mirovanju ter ob pomoči banke UniCredit julija 2014 začela postopek iskanja ustreznega vlagatelja za dokapitalizacijo v znesku najmanj 75 mio EUR. Zainteresirani ponudniki so podpisali sporazum o nerazkritju informacij, da so v oktobru 2014 prejeli informacije o poslovanju Skupine Laško. Interes za udeležbo so izkazali tako strateški kot finančni investitorji. Nato je bil določen ožji izbor potencialnih investitorjev, s katerimi se je nadaljeval postopek prevzema (Pivovarna Laško, d. d., 2014).

Februarja 2015 sta Prodajni konzorcij in Pivovarna Laško podpisala Sporazum o nerazkrivanju podatkov in Sporazum o sodelovanju. Koordinator Prodajnega konzorcija je bila družba DUTB, konzorcij prodajalcev pa so sestavljali: DUTB, Kapitalska družba, Alpen Invest, Abanka Vipa, d. d., KD Skladi, NKBM d. d., Zavarovalnica Triglav d. d., Banka Koper d. d. in Sklad obrtnikov in podjetnikov. Določen je bil način medsebojnega

sodelovanja pri vodenju skupnega procesa dokapitalizacije Pivovarne Laško in prodaje deleža Prodajnega konzorcija v Pivovarni Laško (Pivovarna Laško, d. d., 2015).

V zaključni fazi skupnega procesa dokapitalizacije Pivovarne Laško in prodaje delnic sta Pivovarna Laško in Prodajni konzorcij prejela pet ponudb, ki sta jih skrbno preučila. Izbran je bil kupec Heineken, ki je ponudil najvišjo ceno za delnico (25,56 EUR). Tako je 13. 4. 2015 družba Heineken International, B. V., Nizozemska, s prodajnim konzorcijem Pivovarne Laško, d. d., sklenila Pogodbo o prodaji in nakupu večinskega 51,11-% deleža v Pivovarni Laško, d. d. (Pivovarna Laško, d. d., 2015).

Oktobra 2015 je Pivovarna Laško prejela odločbo AVK o skladnosti koncentracije družbe Heineken in družbe Pivovarna Laško, s pravili konkurence. Istega meseca, natančneje 15. 10. 2015, je bila Pivovarna Laško obvladovana s strani družbe Heineken International, B. V., Nizozemska, v višini 53,43 %. Nizozemska družba je poravnala kupnino za skupaj 4,7 tisoč delnic, kar je približno 120 mio EUR (Pivovarna Laško, d. d., 2015).

Kot zanimivost velja omeniti, da ima danes Heineken 300 blagovnih znamk v 190 državah po svetu (Heineken International B.V., 2021), kar je simbolično prikazano na sliki 13.

Slika 13: 300 Heineken blagovnih znamk v 190 državah po svetu



Vir: Heineken International B.V. (2021).

3.3.2 Izpolnjevanje sporazuma o prestrukturiranju in mirovanju

Intervjuvanec pojasni, da je prevzem posledica dogodkov iz preteklosti. Pove, da je bila Pivovarna Laško prezadolžena. Dejansko je šlo za približno 900 mio EUR dolga, polovico je imela Pivovarna Laško in polovico Infond Holding, četrtinski lastnik Pivovarne Laško.

Skozi intervju zaznam »pritiske« na Pivovarno Laško s strani bank upnic, ki so se začeli s finančno gospodarsko krizo leta 2008. Takrat so banke postale »strožje«. Pivovarno Laško so pozivale k poplačilu posojil in dodatnemu zavarovanju posojil, saj so bili nekateri krediti slabo zavarovani. Primer takšnega je zavarovanje kredita Pivovarne Laško s hčerinsko družbo Pivovarno Union, ki je svoje posojilo zavarovala s svojo opremo. Tudi iz tega razloga, večje izpostavljenosti do Pivovarne Union kot do Pivovarne Laško, in več drugih razlogov so banke sprva zavračale pogodbo o finančnem prestrukturiranju. Pod vodstvom NLB, ki je po mnenju intervjuvanca vrhunsko izpeljala vodenje, svetovanje in pogajanje finančnega prestrukturiranja, je po večletnem usklajevanju aprila 2014 končno prišlo do podpisa Sporazuma o prestrukturiranju in mirovanju med Pivovarno Laško in 18 bankami upnicami. Sporazum definira pomembne mejnike finančnega prestrukturiranja, ki so bili uspešno realizirani s strani Pivovarne Laško. Laško se je rokov držal in s tem odplačeval svojo prezadolženost, žal tudi s prodajo svojih naložb.

Junija 2014 je Skupina Laško odplačala del kreditov iz prodaje Mercator, d. d. Intervjuvanec razloži zaplete s prodajo Mercatorja, ki je bil prav tako prezadolžen. Jezi ga, da je bila izpuščena odlična priložnost prodaje v višini 221 EUR za delnico, z zavarovanjem kredita kupca Agrokor, d. d., s strani banke J. P. Morgan. Na koncu je bila za Mercator iztržena cena 86 EUR za delnico. Skupina Laško je tako s prodajo deleža v Mercatorju iztržila nižjo kupnino in se razdolžila manj, kot bi se lahko z izgubljenjo priložnostjo.

Nadalje se je Laško razdolževal julija 2014 in maja 2015 s prodajo naložbe Birra Peja, Kosovo, marca 2015 s prodajo družbe Radenska, d. d., in septembra 2015 s prodajo novinarske hiše Delo, d. d.

Oktobra 2015 je novi večinski lastnik Heineken izplačal 120 mio EUR kupnine za delnice Laško. Istega meseca je poravnal obveznosti Pivovarne Laško do vseh bank upnic. Iz tega naslova je na strani Pivovarne Laško nastala dolgoročna finančna obveznost do tujega lastnika v višini 185 mio EUR, ki se vsako leto zmanjšuje (odplačevanje dolga).

Celotno 100-% lastništvo je nizozemska družba pridobila aprila 2016 z vplačilom dodatnih približno 102 mio EUR. Julija 2016 je šlo za združitev Pivovarne Laško, d. d., in Pivovarne Union, d. d., v Pivovarno Laško Union, d. d., ter hkrati preoblikovanje iz d. d. v d. o. o.

Intervjuvanec pove: »Laško se je rokov držal. Skladno s pogodbenimi roki je pivovarna prodajala svoje naložbe: Mercator, Večer, Delo, Radenska ... Skupina Pivovarne Laško se je s prodajo deleža v Mercatorju in pridobitvijo kupnine, ki je šla neposredno bankam upnicam, »strahotno razdolžila«. Laško se je razdolževal ... izčrpaval ... Na koncu prodal še sebe ...«

Pove tudi, da je bila združitev Pivovarne Laško in Pivovarne Union več kot smiselna. Heineken ima denarna sredstva, poplačal je vse upnike in lastnike ter izvedel združitev, ki še danes prinaša sinergije na vseh področjih delovanja in pripomore k doseganju stroškovnih prednosti.

3.4 Mnenje javnosti o prodaji Pivovarne Laško Union

PLU je v tujih rokah nizozemskega velikana Heinekena. Černic (2015) meni, da je v Sloveniji prevzem sprožil precejšen preplah v javnosti. Pojavili so se tudi negativni komentarji, na primer da so s to prodajo izdali slovenski narod. Sam **prevzem pa ni povzročil medijske pozornosti**, saj je Heineken izvedel vrhunski strateški pristop k prevzemu podjetja. Laško je bil, nasprotno, izpostavljen medijski pozornosti 15 let pred prevzemom, ko je bil simbol tajkunizacije v Sloveniji. Če pivovarne ne bi prodali, bi šla v stečaj. Na dolgi rok bi z dotedanjo lastniško in upniško strukturo pivovarno uničili. Konec leta 2014 je bilo v Skupini Laško finančnega dolga 215 mio EUR, do česar so pripeljali njeni dotedanji lastniki in upravljalci. Vsi so bili Slovenci, zastopniki nacionalnega interesa. Šlo je za tvegane gospodarske špekulacije, neskončno finančno izčrpavanje ter nepremišljene poteze. Mediji so pisali predvsem o Bošku Šrotu, vendar so se težave začele že pred letom 2005, ko je bila Pivovarna Laško v rokah Toneta Turnška. Černic (2015) meni, da je šlo za predajo štafetne palice.

Šrot je kot lastnik Radenske, Uniona, Dela, Fructala in Laškega posojal finančna sredstva podjetjema Infond Holding in Center naložbe, kjer je bil prav tako lastnik. S tem je odplačeval kredite pri bankah in uničil vsa podjetja. Pivovarna Laško je propadla, prodaja je bila nujna za preživetje (Černic, 2015).

Zato intervjuvanec v prvem stavku poudari, da je prevzem posledica škodnih dogodkov iz preteklosti in zgodbo začne pri Info Holdingu. Po propadu Šrota, leta 2009, so iz naslova kreditov večinski lastniški delež prevzele banke upnice. Seveda je vloga bank drugačna, zato so bile banke lahko zgolj kratkoročne lastnice. Prodaja je bila nujna; v nasprotnem primeru bi slovenska pivovarska panoga izumrla. Pivovarni bi propadli tako kot drugi tajkunski velikani, ki so povzročili večmilijardno škodo v Sloveniji: SCT (Zidar), Primorje (Črnigoj), Vegrad (Tovšak), Perutnina Ptuj (Glaser), Merkur (Kordež), Istrabenz (Bavčar), Trimo (Fink) itd. (Černic, 2015).

Heineken nadaljuje pivovarsko industrijo v Sloveniji in ohranja prepoznavnost slovenskih blagovnih znamk na visoki ravni. Dejavnost širi na balkanske trge in je tako steber dolgoročne uspešnosti slovenske pivovarske panoge.

Pomembna zgodba je tudi odpuščanje zaposlenih v PLU s strani novega lastnika, kar ni povzročilo medijske pozornosti. Intervjuvanec pojasni, da Heineken nameni največ pozornosti zaposlenim in ceni vsakega posameznika v podjetju. Zaposleni so bili manjšinski lastniki pivovarne in so poleg kupnine za delnice dobili tudi visoke odpravnine. Zato ni bilo pritoževanj, protestov in podobnega preplaha v javnosti, ki bi se lahko zgodil v primeru neprodaje PLU. Če pivovarni ne bi prodali, bi propadli, zaposleni pa ne bi dobili nič. Povzročena bi bila še večja milijonska škoda Sloveniji.

3.5 Motivi za prevzem

Intervjuvanec razloži glavne operativne in finančne sinergije med prevzemnikom Heinekenom in ciljnim podjetjem Laško, pri čemer operativne sinergije razdeli na povezovanje aktivnosti in poslovnih procesov ter prenos poslovnih praks.

3.5.1 Finančni motivi

V kolikor bi bila Pivovarna Laško finančno stabilna družba in ne bi bila prekomerno zadolžena, potrebe po iskanju vlagatelja s strani Laškega ne bi bilo. Zato menim, da so finančne sinergije s strani prevzete družbe in bank upnic ključni motiv za izveden prevzem. Prevzeto podjetje je nujno potrebovalo dodatna finančna sredstva za poplačilo dolgov in dokapitalizacijo, saj brez tega ne bi preživel.

Bankam upnicam je bil velik interes vračilo posojil v globalno finančni krizi. Poleg tega so se zavedale, da so zgolj kratkoročne lastnice v procesu prestrukturiranja in so Laško dejansko morale prodati.

Tako je bil cilj Laškega in bank izveden s prihodom prevzemnika, ki je razpolagal s prostimi denarnimi tokovi. Nizozemski investitor Heineken se je ugodneje zadolžil pri tujih bankah in s tem lažje izvedel finančno prestrukturiranje Laškega. V novinarskih člankih je zaslediti, da je Heineken izplačal približno 200 mio EUR lastnikom za delnice in približno 180 mio EUR bankam upnicam za posojila.

3.5.2 Operativni motivi

Prevzemnik ni videl motiva prevzema zgolj v finančni priložnosti, ampak so bili motivi tudi poslovne oziroma operativne narave. Heineken je s prevzemom Laškega in kapitalskim povezovanjem podjetij znotraj skupine želel doseči in še vedno stremi k:

- vstopu na nove trge, predvsem na balkanski trg preko slovenskega,
- povečanju prodaje (predvsem se povečuje prodaja sosednjim državam),
- racionalizaciji proizvodnje (selitev proizvodnje piva iz Ljubljane na enotno lokacijo v Laško),
- zniževanju stroškov na vseh področjih dela (finance, logistika ipd.),
- ekonomiji obsega,
- hitrejšemu tehnološkemu napredku itd.

Povezovanje aktivnosti in poslovnih procesov med Heinekenom, Pivovarno Union in Pivovarno Laško je ključ za ohranjanje dolgoročne finančne stabilnosti in trajnosti poslovanja PLU. Kot primer enega od mnogih uspešnih projektov na področju izboljševanja poslovnih internih procesov intervjuvanec navede prenos aktivnosti na področju finančnih procesov. Letos poteka poenotenje finančnih procesov, matičnih podatkov, tehnologije in

orodij ter organizacije dela z ostalimi sestrskimi podjetji družbe Heineken v Evropi. Večina sestrskih podjetij je te procese že poenotila; PLU je ena zadnjih pri prenosu teh aktivnosti v Krakov, na Poljsko.

Prenos poslovnih praks med Heinekenom in PLU predstavlja pridobitev konkurenčne prednosti. Znanja in veščine se prenašajo v vseh poslovnih procesih, od področja nabave, proizvodnje, logistike, financ, vse do prodajnih kanalov. Dandanes PLU, obe pivovarni, zvarita in prodata okoli 5 mio hl piva, medtem ko je včasih, pred prevzemom, Pivovarna Laško prodala približno 1,6 mio hl piva. Do takšnega izboljšanja proizvodnih kapacitet je prišlo predvsem iz naslova prenosa proizvodnih postopkov, spretnosti, znanj in sposobnosti.

Izredno pomembna operativna sinergija je tudi varjenje in polnjenje piva Heineken v proizvodnji Laško od leta 2017 dalje, predvsem za slovenski trg in tuje sosednje države: Balkan, Italija, Madžarska (Slovenia Times, 2017). Pred to pomembno odločitvijo je Heineken opravil veliko kvalitativnih pregledov, analiz, razgovorov ipd. To je potrditev, da Heineken zaupa PLU. PLU je kvalitetna, zaposleni imajo znanja, veščine, sposobnosti. Proizvodnja je zmogljiva in najpomembnejše je, da ustreza strogim kriterijem čistosti. Slednje je, poleg okvare hladilnega sistema v Pivovarni Union, razlog za letošnjo selitev proizvodnje piva Union iz Ljubljane v Laško.

Na lokaciji Pivovarne Union bodo ostale dejavnosti pakiranja in logistike piva Union, proizvodnja brezalkoholnih pijač, upravne in korporativne funkcije, Pivnica Union ter muzej Union Experience. S selitvijo se PLU izogne podvojenemu delu in transportu izdelkov med dvema lokacijama, Ljubljano in Laškim, ter podpre svoja strateška prizadevanja za zmanjšanje odtisa CO₂.

Z navedenimi aktivnostmi PLU izboljšuje učinkovitost poslovanja in zmogljivost lokacij. Slednje dokazuje letošnjo investicijo v mestno pivovarno Union za razvoj, varjenje, testiranje in degustacijo novih okusov piv Union za potrošnike. Mestna pivovarna Union bo skupaj s Pivnico Union in muzejem Union Experience predstavljala novoustanovljeni center odličnosti Union.

Seveda je poleg zgoraj navedenih poslovnih motivov Heineken izkoristil dobro finančno priložnost. Pivovarna Laško je pred prevzemom imela zelo nizko dobičkonostnost kapitala, ki se je vsako leto še zmanjševala. Ob tem je bila prekomerno zadolžena, ni bila zmožna poravnati svojih finančnih obveznosti in pridobivati novih finančnih virov. Poleg navedenega je pomembno, da gre za horizontalni prevzem, prevzem znotraj iste panoge, zato je bila odločitev Heinekena dokaj lahka.

3.6 Korporativno upravljanje pivovarne pred in po prevzemu

3.6.1 Sistem upravljanja v pivovarni

Slovenska zakonodaja o gospodarskih družbah je sprva določala zgolj dvotirni sistem korporacijskega upravljanja, nato pa uvedla tudi enotirni sistem. Dvotirni sistem upravljanja je značilen predvsem za nemško korporacijsko pravo ter za pravne ureditve nekaterih skandinavskih držav, medtem ko se je enotirni sistem upravljanja uveljavil predvsem na angloameriškem področju in v nekaterih drugih evropskih državah.

V dvotirnem sistemu upravljaljsko strukturo sestavljajo trije organi upravljanja: skupščina, uprava in nadzorni svet. V dvotirnem sistemu je funkcija vodenja in zastopanja družbe v pristojnosti uprave, v katero nadzorni svet, ki je le nadzorni organ v pravem pomenu besede, ne more posegati. Največja slabost tega sistema je majhna vloga nadzornega sveta in njegova odvisnost od uprave. Dejansko je vloga nadzornega sveta zgolj imenovanje in razrešitev uprave, ki pa ima široka pooblastila ter je najpomembnejši organ upravljanja in glavni managerski organ. V Evropski uniji prevladuje dvotirni sistem, verjetno zaradi same zgodovine in prelaganja odgovornosti z enega na drugi organ upravljanja (Lahovnik, 2021).

V enotirnem sistemu ima družba enoten upravni odbor, ki ga sestavljata dve vrsti članov: člani z izvršilnimi in člani z neizvršilnimi pooblastili. V enotirnem sistemu je funkcija vodenja in zastopanja družbe v pristojnosti upravnega odbora, ki vodenje zaupa oziroma za vodenje pooblasti enega ali več svojih izvršnih članov. Pooblastilo lahko uprava kadarkoli prekliče. Upravni odbor ima torej veliko moč, tudi pri vseh strateških odločitvah. Največja prednost tega sistema je udeležba in sodelovanje lastnikov v organih vodenja in upravljanja. Lastnik lahko sam ali preko svojih neposrednih zastopnikov zaseda mesto člana upravnega odbora in s tem sodeluje pri sprejemanju poslovnih odločitev. Poleg te prednosti velja izpostaviti še hiter pretok informacij med izvršnimi in neizvršnimi direktorji ter delitev in organiziranje nalog med temi direktorji oziroma člani upravnega odbora. Kot manjšo problematiko lahko izpostavimo zaščito malih delničarjev v delniških družbah (Odvetniška družba Pirc, 2022).

V Sloveniji prevladuje enotirni sistem upravljanja v tistih družbah, ki so pod tujim lastništvom. Tako je tudi **PLU 12. 1. 2021 prešla na enotirni sistem korporativnega upravljanja**. Pred tem je PLU vodilo poslovdstvo, njeno delovanje pa nadzoroval nadzorni svet (Pivovarna Laško Union, d.o.o., 2022). Intervjuvanec pove, da nadzorni svet ni več potreben, saj se funkciji vodenja in nadzora opravljata znotraj istega organa, ter poudari, da ima s tem Heineken večjo avtonomijo pri vodenju poslov, hkrati pa je bolj vpet v doseganje postavljenih strateških ciljev. Obrazloži, da Heineken zahteva finančne rezultate do petega dne v mesecu za podatke predhodnega meseca. Nizozemski lastnik posveti veliko časa planiranju in tako vsako kvartalno obdobje preveri dejansko stanje s planiranim.

Dne 12. 1. 2021 je sodni register objavil spremenjen Akt o ustanovitvi družbe, v skladu s katerim je bil ukinjen dvotirni sistem in uveden enotirni sistem upravljanja. Od 12. 1. 2021 dalje sta organa družbe družbenik, ki predstavlja skupščino, ter poslovodstvo družbe. Načela upravljanja družbe tako izhajajo iz veljavnih predpisov v Republiki Sloveniji, Akta o ustanovitvi družbe z omejeno odgovornostjo PLU in ustaljene dobre prakse v Skupini Heineken (Pivovarna Laško Union, d. o. o., 2022).

V skladu z določbami Akta o ustanovitvi družbe, ki je bil sprejet na podlagi določil ZGD-1, je družbenik najvišji organ družbe. Družbenik PLU je Heineken International B. V., ki ima naslednje pravice:

- pravico do udeležbe na dobičku,
- pravico do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe,
- druge pravice, kot jih določa zakon ali Akt o ustanovitvi družbe.

Družbenik za obveznosti družbe ne odgovarja. Družbenik samostojno odloča o:

- sprejetju splošnih aktov družbe, ki so v njegovi pristojnosti, ter o spremembah in dopolnitvah teh aktov;
- spremembi Akta o ustanovitvi družbe;
- zmanjšanju/povečanju osnovnega kapitala;
- statusnih spremembah in preoblikovanju družbe;
- sprejetju letnega poročila in uporabi bilančnega dobička oziroma pokrivanju bilančne izgube,
- imenovanju in odpoklicu direktorjev družbe (od 12. 1. 2021 dalje);
- prenehanju in likvidaciji družbe;
- drugih zadevah, če tako določa zakon ali Akt o ustanovitvi družbe.

Poslovodstvo PLU vodi posle družbe na lastno odgovornost, zastopa in predstavlja družbo ter opravlja druge naloge v skladu z zakonom in akti družbe. Poslovodstvo družbe sestavlja največ osem direktorjev, od katerih se eden imenuje za glavnega direktorja in ostali za direktorje. Direktorji morajo pri opravljanju svojih nalog ravnati v dobro družbe s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika ter varovati poslovno skrivnost družbe. Za skrbnost in odgovornost direktorjev ter za odškodninsko odgovornost direktorjev zaradi vpliva tretjih oseb se uporabljajo določbe zakona, ki urejajo gospodarske družbe.

Glavnega direktorja in druge direktorje imenuje in odpokliče družbenik. Mandat glavnega direktorja in drugih direktorjev traja največ 3 leta, po izteku pa so lahko ponovno imenovani. Družbo zastopata in predstavljata skupaj glavni direktor in eden od drugih direktorjev.

Poslovodstvo družbe mora zagotavljati, da so vse transakcije skladne z ustreznimi pravilniki Skupine Heineken, tj. zlasti pridobivanje in prodaja poslovnih deležev, dajanje in jemanje posojil ter financiranje naložb (Pivovarna Laško Union, d. o. o., 2022).

3.6.2 Vizija, poslanstvo in strategija pivovarne

Vizija: Varimo dobro družbo.

Menim, da gre za dober primer vizije, saj je kratka, jasna, razumljiva, predvsem pa privlačna. Na svoji spletni strani ima družba zapisano: »V radosti sožitja varimo dobro družbo. Navdihujemo boljši svet.« Družba je v svoji viziji z eno besedo »varimo« zajela opis svojega dela oziroma glavnega procesa dejavnosti, tj. varjenje piva, ter besedo uporabila tudi v smislu »oblikovanja družbe«. Bistveni poudarek je družba kot takšna. Tu gre tako za zaposlene v družbi PLU kot tudi za vse uporabnike pijač PLU, ki jih združuje dober okus, zaupanje v to blagovno znamko, odžejanje, osvežitev in druženje.

Poslanstvo: V radosti sožitja varimo dobro družbo, navdihujemo boljši svet.

Najpomembnejše **vrednote**, v skladu s katerimi deluje PLU, so: strast do kupcev in strank, pogum za sanje in inoviranje, skrbnost do ljudi in planeta, veselje do življenja.

Menim, da je tudi poslanstvo PLU dobro opredeljeno z vrednotami, na katerih ima podjetje namen rasti, širitvijo in konkurenčno prednostjo. Družba daje poudarek trajnostnemu razvoju, ki je v zadnjih letih izredno pomemben dejavnik dolgoročnega obstoja in finančne uspešnosti podjetja. PLU ustvarja nove blagovne znamke brezalkoholnih pijač za mlade in se zaveda, da mladina daje poudarek zdravju in trajnostnemu razvoju. Zato so podpisali zavezo na področju znižanja vsebnosti sladkorja v brezalkoholnih pijačah in s posebno izdajo pijač pozvali uporabnike k odgovornemu ravnanju z odpadno embalažo. Hkrati imajo privlačne, za mladino zelo atraktivne vrednote: strast, pogum, skrbnost, veselje.

Družba v svojem letnem poročilu izpostavi, da ostaja pomembno razvojno središče znotraj Skupine Heineken. Na ravni skupine so poenoteni v izvajanju **poslovne strategije, imenovane EverGreen**, katere ključne usmeritve so:

- rast,
- upravljanje stroškov in vrednosti,
- digitalizacija in tehnologija,
- trajnost in odgovornost,
- ljudje in kultura.

PLU s strategijo EverGreen 2025 želi zagotoviti uravnoteženo rast za trajnostno dolgoročno ustvarjanje vrednosti. Razvija avtomatizacijo in vlaga v digitalizacijo ter s tem zmanjšuje kompleksnost dela. Trajnost in odgovornost do zaposlenih, okolja in poslovanja vidi kot gonilo rasti podjetja.

3.7 Finančna analiza Pivovarne Laško Union pred in po prevzemu tujca

Finančna analiza s finančnimi kazalniki je ena najpogosteje uporabljenih metod analize podjetja z vidika lastniških in upniških naložb v podjetje (Valentinčič, 1999, str. 339). Temeljni problem finančne analize z vidika posloводства je, da gre za ugotovitev finančnih posledic že sprejetih poslovnih odločitev. Maksimiranje dobička in ustrezna plačilna sposobnost sta dva cilja, ki sta si na kratek rok lahko celo nasprotna, poleg tega pa sta težko opredeljiva. Maksimiranje dobička ne zagotavlja maksimiranja vrednosti premoženja, ki so ga lastniki naložili v podjetje (Mramor, 1999, str. 330). Ne glede na navedeno omejitev finančne analize ima ta metoda še vedno veliko uporabnost in izrazito moč.

Russel (2004) podaja uporabnosti analize s finančnimi kazalniki:

- ovrednoti uspešnost podjetja, primerjalno s prejšnjimi leti,
- omogoči poslovodstvu ugotoviti, ali postavljena strategija prispeva k večji dolgoročni finančni uspešnosti podjetja,
- postavi merila in standarde za uspešnost,
- izpostavi nefinančna področja (npr. vidik kupcev, notranjih procesov, zaposlenih ipd.), kjer so potrebna izboljšanja in dodatne investicije,
- omogoči zunanjim uporabnikom, kot so investitorji in posojilodajalci, ocenjevanje
- kreditnega zaupanja v podjetje oz. omogoči sprejemati pametne odločitve o investiranju in kreditiranju.

Kaplan in Norton (1992) poudarjata, da je v podjetju smiselno razviti poleg finančnih kazalnikov tudi dodatne kazalnike, ki vplivajo na večjo dobičkonostnost in doseganje strateških ciljev podjetja. Gre za uravnoteženi sistem kazalnikov, ki kazalnike razvršča v štiri skupine: finačni vidik, vidik kupcev, vidik notranjih procesov in vidik učenja ter rasti.

3.7.1 Dobičkonosnost kapitala in dobičkonosnost sredstev

Dobičkonosnost kapitala (ang. return on equity) kaže, koliko denarnih enot ustvari ena denarna enota lastniškega kapitala.

$$ROE = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Povprečno stanje kapitala}} \quad (1)$$

Kazalnik dobičkonosnosti kapitala (angl. Return on equity, v nadaljevanju ROE) velja za enega najpomembnejših in je primerljiv tudi med panogami. Kaže uspešnost z vidika lastnika – večja vrednost kazalnika odraža uspešnejše poslovanje podjetja. ROE kaže, kako uspešno podjetje uporablja vložke delničarjev, da ustvarja dobiček (Tekavčič in Megušar, 2022).

Dobičkonosnost sredstev (ang. return on assets) kaže razmerje med doseženim rezultatom iz poslovanja in vloženimi sredstvi.

$$ROA = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Povprečno stanje celotnih sredstev}} \quad (2)$$

Kazalnik dobičkonosnosti sredstev (angl. Return on assets, v nadaljevanju ROA) meri učinkovitost posloводства pri ustvarjanju dobička z razpoložljivimi sredstvi. Kazalnik se poveča, če se ob dani dobičkonosnosti prihodkov poveča hitrost obračanja sredstev ali če se pri dani hitrosti obračanja sredstev poveča dobičkonosnost prihodkov. Kazalnik je primerljiv tudi med panogami (Tekavčič, 2020).

Iz tabele 1 je razvidno, da se je tuji investitor odločil za prevzem podjetja, ko je le-to imelo izrazito nizko dobičkonosnost kapitala. Podjetje je pred prevzemom poslovalo z visoko izgubo. Po prevzemu je PLU postala izredno dobičkonosna družba, kar je posledično vplivalo tudi na dobičkonosnost kapitala.

Dobiček je v letu 2020 upadel za 32 % glede na leto 2019 zaradi zmanjšanja čistih prihodkov od prodaje v višini 11 mio EUR. Družbo je prizadela globalna epidemija. V letu 2020 so zato vzpostavili spletno platformo Rundasekunda, ki je še posebej v času popolnega zaprtja nudila varno in hitro dostavo pijač potrošnikom na dom (Pivovarna Laško Union d. o. o., 2021). V letu 2021 je ponovno oživel HORECA (hoteli, restavracije, catering) prodajni kanal (Pivovarna Laško Union d. o. o., 2022), s katerim so se čisti prihodki od prodaje povečali za 20 mio EUR. Posledično se je povečal tudi dobiček za 14 % glede na predhodno leto.

Tako je na primer četrto leto po prevzemu dobičkonosnost kapitala narasla za 85 %. Prihodki od prodaje so v zadnjih petih letih, z izjemo 2021, ostali na približno isti ravni, okoli 150 mio EUR. Na višji ROE je vplival izredno višji dobiček, ki je bil posledica dokapitalizacij s strani lastnika (pokrivanje izgub iz preteklih let) in zmanjšanje stroškov blaga, materiala in storitev ter stroškov dela. Število zaposlenih je upadlo, hkrati pa se je povečala dodana vrednost na zaposlenega. Zadnja leta se rahlo povečuje tudi kazalnik obračanja sredstev (prihodki/sredstva), ki prav tako nekoliko vpliva na višji ROE.

Tabela 1: ROE in ROA PLU od 2010 do 2021

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dobiček (v mio EUR)	-6,3	-15,5	-18,5	-3,8	-9,8	14,1	11,2	15	20,3	24,4	16,7	19
Kapital (v mio EUR)	124,2	109,4	91,5	57,4	58,1	75,5	46,4	64,2	69,6	70,5	62,6	64,7
Sredstva (v mio EUR)	415,8	405,5	380,4	345,3	319,8	288,4	257,1	275,3	285,8	258,9	234,8	236,2
ROE	-5,07	-14,17	-20,22	-58,89	-16,87	18,68	24,14	23,36	29,17	34,61	26,68	29,37
ROA	-1,52	-3,82	-4,86	-9,79	-3,06	4,89	4,36	5,45	7,10	9,42	7,11	8,04

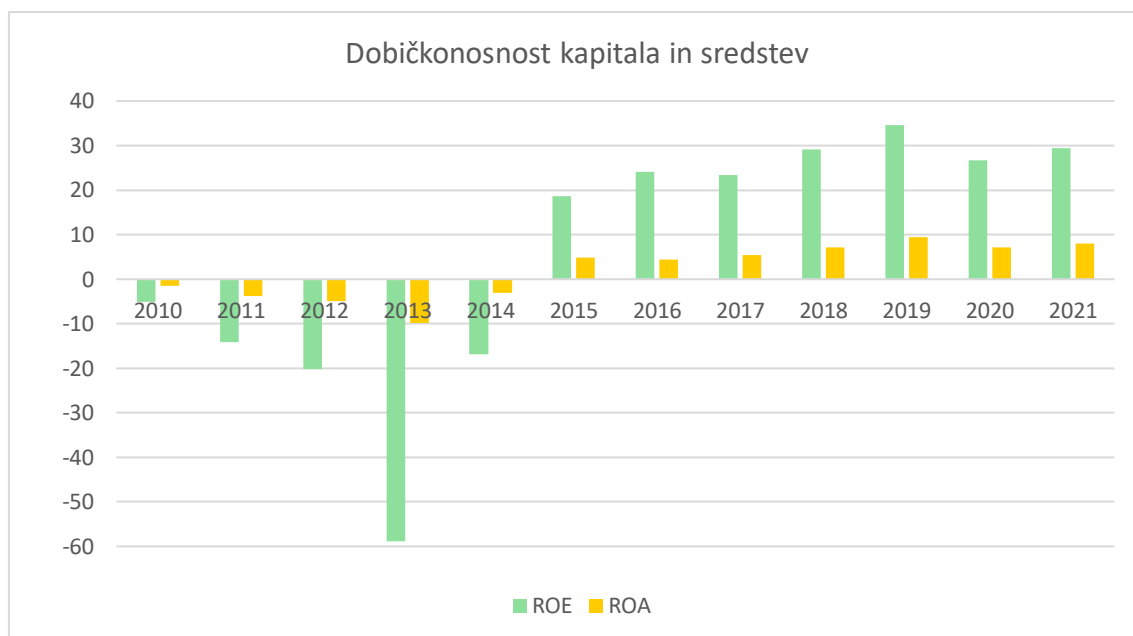
Podatki so v mio EUR

*Pri izračunu dobičkonosnosti kapitala in sredstev je upoštevan čisti dobiček oziroma izguba. V imenovalcu izračuna je upoštevano stanje kapitala oziroma celotnih sredstev.

Vir: lastno delo.

S slike 14 je razvidno, da je dobičkonosnost kapitala večja od dobičkonosnosti sredstev, kar pomeni, da se del sredstev financira z dolgom (delež dolga v virih sredstev). Čim večji je delež dolga v virih sredstev, tem večja je dobičkonosnost kapitala v primerjavi z dobičkonosnostjo sredstev.

Slika 14: ROE in ROA PLU od 2010 do 2021



Vir: lastno delo.

Prvi dve leti po prevzemu PLU ni izplačala čistega dobička nizozemskemu lastniku. Od leta 2018 dalje gre za redna izplačila dobička lastniku, ki so prikazana v tabeli 2.

Tabela 2: Izplačilo dobička lastniku Heinekenu od 2016 do 2021

izplačane dividende v mio EUR	2016	2017	2018	2019	2020	2021
obvladujoči družbi	/	/	15	23,3	24,7	16,9

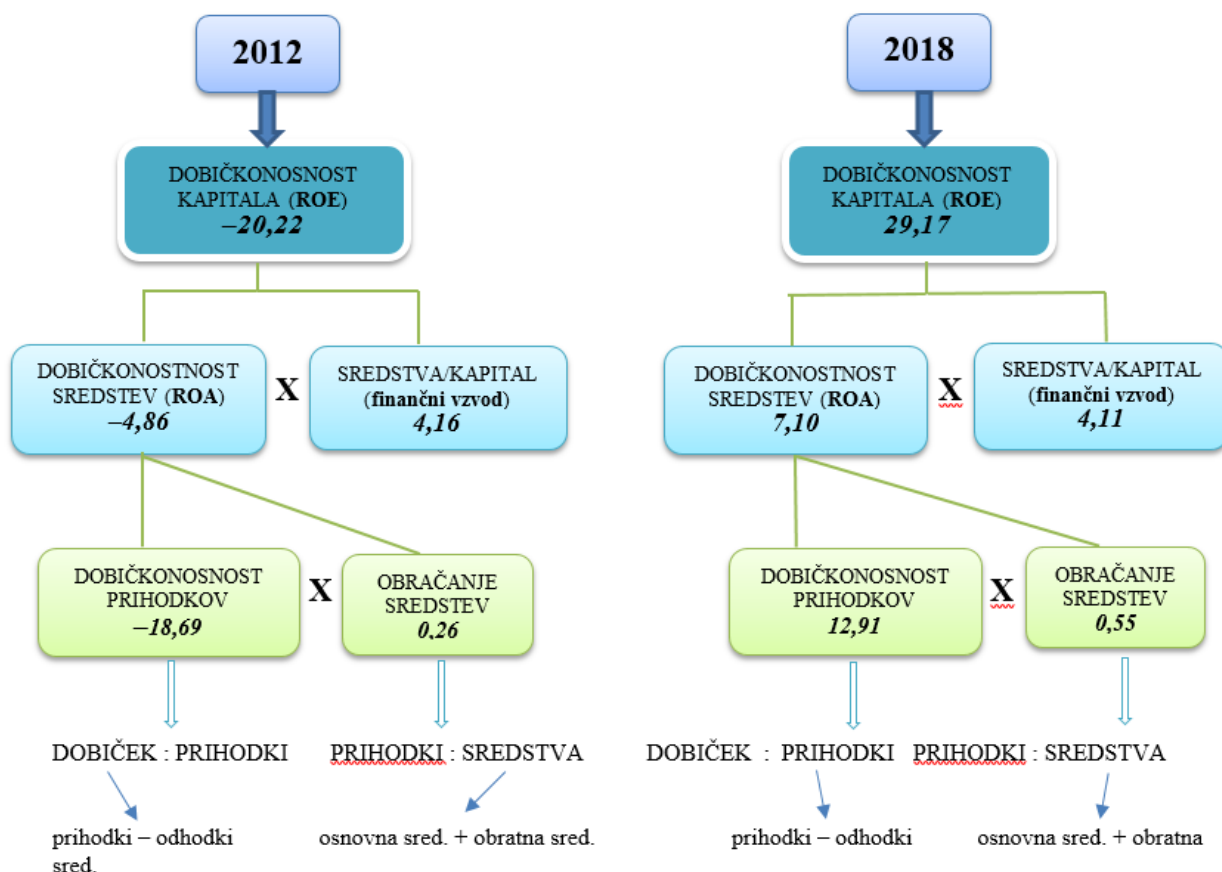
Vir: Pivovarna Laško Union d.o.o. (2022).

3.7.2 Dupontova shema

ROE je odvisna od ROA in strukture virov sredstev. ROA je nadalje odvisna od dobičkonosnosti prihodkov in obračanja sredstev, dobičkonosnost prihodkov od ekonomičnosti poslovanja, ta pa od produktivnosti dela in stroškov poslovanja. Iz tega sledi, da je ROE odvisna od dejavnikov obračanja sredstev, dejavnikov produktivnosti dela in ekonomičnosti ter dejavnikov, ki vplivajo na zadolženost podjetja (Tekavčič in Megušar, 2008).

Za primerjavo analize finančnih kazalnikov v **Dupont modelu** sem vzela leti 2012 in 2018, to je tri leta pred prevzemom in tri leta po prevzemu tujca (glej sliko 15). Vir za izračun finančnih kazalnikov so podatki iz bilanc v letnih poročilih PLU (Pivovarna Laško d. d., 2013, Pivovarna Laško Union, d. o. o., 2019).

Slika 15: Primerjava finančnih kazalnikov v Dupont modelu za leti 2012 in 2018



Vir: lastno delo.

Leta 2012 je imelo podjetje izrazito nizko oziroma negativno dobičkonosnost kapitala. Primerjava kazalnikov za ti dve obdobji pokaže, da je finančni vzvod vrednostno na podobni ravni, medtem ko se je kazalnik obračanja sredstev podvojil in kazalnik dobičkonosnosti prihodkov izredno povečal. Kot vidno na Dupontovi shemi, je na izredno višji ROE vplival kazalnik dobičkonosnosti prihodkov. Prihodki od prodaje so bili v letu 2018 višji za 72 % glede na leto 2012. Eden od razlogov je izredno večja zmogljivost proizvodnje piva na lokaciji v Laškem, predvsem od leta 2017 dalje, ko je PLU pridobila licenco za proizvodnjo in polnjenje piva Heineken za slovenski trg in tuje trge. Poleg tega je Pivovarna Laško, d. d., leta 2012 poslovala z visoko izgubo, in sicer 18,5 mio EUR izgube, medtem ko je družba PLU leta 2018 dosegla dobiček v višini 20,3 mio EUR. Izredno višji dobiček je posledica dokapitalizacij s strani nizozemskega lastnika, višje produktivnosti dela, nižje stopnje zadolženosti podjetja, hitrejšega obračanja sredstev in zmanjšanja odhodkov. Dejavniki, ki so bistveno vplivali na višji ROE, so podrobneje predstavljeni v naslednjih poglavjih.

3.7.3 Neto finančni dolg na EBITDA

Neto finančni dolg na dobiček pred obrestmi, davki, deprecijami in amortizacijo (ang. net financial debt on earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation) kaže, v koliko letih bi se lahko finančni dolg poplačal iz obstoječih likvidnih sredstev in ustvarjenega denarnega toka iz poslovanja.

$$\text{Neto finančni dolg/EBITDA} = \frac{\text{Kratkoročne+dolgoročne finančne obveznosti}-\text{denarna sredstva}-\text{kratkoročne finančne naložbe}}{\text{Dobiček pred obrestmi,davki,deprecijami in amortizacijo}} \quad (3)$$

Za izračun tega finančnega kazalnika najprej izračunamo števec ulomka, tj. seštevek kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti, zmanjšan za likvidna sredstva, s katerimi jih je mogoče poplačati. Števec delimo z dobičkom pred obrestmi, davki, deprecijami in amortizacijo (v nadaljevanju EBITDA).

Finančni kazalnik neto dolg na EBITDA uporabljajo predvsem posojilodajalci. Kazalnik nad 4 za poslovne banke ni več sprejemljiv. Takšno podjetje ima zelo slabo bonitetno oceno, saj predstavlja visoko mero tveganja za kreditorja. Kazalnik je postal sinonim za tveganost podjetja, zato ga vedno bolj uporabljajo tudi borzne hiše za objave podatkov (Lahovnik, 2021).

Kazalnik je bil pred letom 2015 (pred vstopom tujca v lastništvo) izredno visok, kar pomeni, da je bilo podjetje PLU prekomerno zadolženo in ni moglo poravnati svojih finančnih obveznosti. Leta 2014 je PLU z vsemi bankami upnicami sklenila sporazum o reprogramiranju dolga do konca leta 2016. PLU ni bila zmožna pridobivati novih finančnih virov, ki so nujni za rast in razvoj podjetja. Družba je imela manjšo sposobnost odplačevanja dolgov, kar je izkoristil tuji vlagatelj Heineken, ki mu lahko rečemo »kreditor«. Poleg tega je Heineken (prevzemnik) iz iste panoge, kar velja še za dodatno prednost. Šlo je za horizontalni prevzem. Lastnik Heineken je že pred prevzemom poznal panogo, tržne pogoje, cene in druge pomembne dejavnike pivovarske panoge.

Konec leta 2015 je večinski lastnik Heineken poravnal dolg podjetja PLU do slovenskih bank v zameno za dolgoročno finančno terjatev do PLU. Na strani PLU je nastala dolgoročna finančna obveznost do tujega lastnika v višini 185 mio EUR. PLU od tega leta dalje Heinekenu odplačuje kredit po ugodnejših pogojih. Do konca leta 2021 je PLU odplačala svojemu lastniku približno 40 % svoje finančne obveznosti.

Iz tabele 3 je razvidno, da ima PLU od leta 2016 dalje, ko je prešla v 100-% nizozemsko lastništvo, sprejemljivo mero zadolženosti ter je sposobnost odplačevanja dolgov zadostna.

Tabela 3: Neto dolg, EBITDA in neto dolg/EBITDA PLU od 2010 do 2021

Podatki so v mio EUR

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dolgoročne finančne obveznosti	46,1	25,3	2,8	2,4	72,9	186,3	170,8	170,8	140	140,5	90,5	90
Kratkoročne finančne obveznosti	219,7	242,8	259,1	255,1	153,9	1	1,9	0,7	31,6	1,1	11	25,5
Kratkoročne finančne naložbe	58,9	51,1	41,1	28,2	0,6	0,5	3,4	5,8	6	5,8	0	0
Denarna sredstva	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	10,8	21	48,6	63,1	34,8	22,5	30,2
Neto dolg	206,8	216,7	220,5	229	226	176	148,3	117,1	102,5	101	79	85,3
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	11,2	10,5	8,7	4	8,1	-9,9	11,1	21,4	27,6	31,8	22,4	24,4
Amortizacija	7	6,3	4,9	4,8	4,6	4,4	9,9	11,2	10	10,2	9,7	10,4
EBITDA	18,2	16,8	13,6	8,8	12,7	-5,5	21	32,6	37,6	42	32,1	34,8
Neto dolg/EBITDA	11,36	12,90	16,21	26,02	17,80	-32,00	7,06	3,59	2,73	2,40	2,46	2,45

Vir: lastno delo.

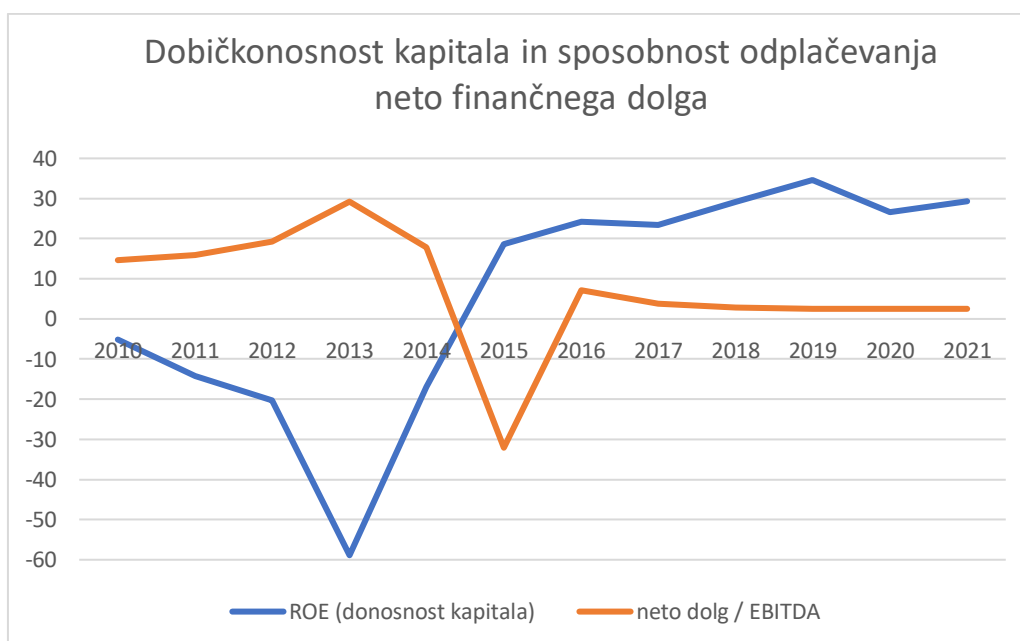
Vsako leto se kazalnik neto finančnega dolga na EBITDA zmanjšuje, kar prikazuje, da je podjetje vedno bolj »zdravo« oziroma kreditno sposobno (razmerje obstoječi dolgovi/približek denarnemu toku iz poslovanja). Kazalnik se je zmanjšal iz naslova zmanjšanja finančnih obveznosti za 57 % v zadnjih desetih letih. Po prevzemu, od leta 2015 dalje, se neto dolg PLU izrazito zmanjšuje. Kazalnik EBITDA, imenovalec ulomka našega izračuna, pa se vsako leto izrazito povečuje, in sicer se je v letu 2021 skoraj potrojil glede na leto 2014, leto pred prevzemom. Iz podatkov v tabeli je razvidno, da je PLU po prevzemu s strani tujca povečala svojo sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga. Posledično bo v prihodnje zmožna poravnati svoje finančne obveznosti in hkrati pridobivati nove finančne vire.

3.7.4 Dobičkonosnost kapitala in sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga

PLU je izredno dober primer horizontalnega prevzema s strani tujca Heineken. Prevzemnik prihaja iz iste panoge, torej je že pred prevzemom poznal panogo, tržne pogoje, cene in druge pomembne dejavnike, ki vplivajo na poslovanje podjetja. Heineken je naredil dobro potezo, saj je izkoristil priliko in se odločil za prevzem, ko je PLU imela veliko zadolženost do slovenskih bank in izredno nizko dobičkonosnost kapitala.

PLU je od prevzema postala **bolj dobičkonosna**, hkrati pa je **povečala tudi svojo sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga** (glej sliko 16). Največja zasluga za izredno večjo dobičkonosnost družbe gre upravljanju družbe. Iz naslova vedno večjega dobička se lastniku vsako leto izplača dobiček.

Slika 16: ROE in neto dolg/EBITDA PLU od 2010 do 2021



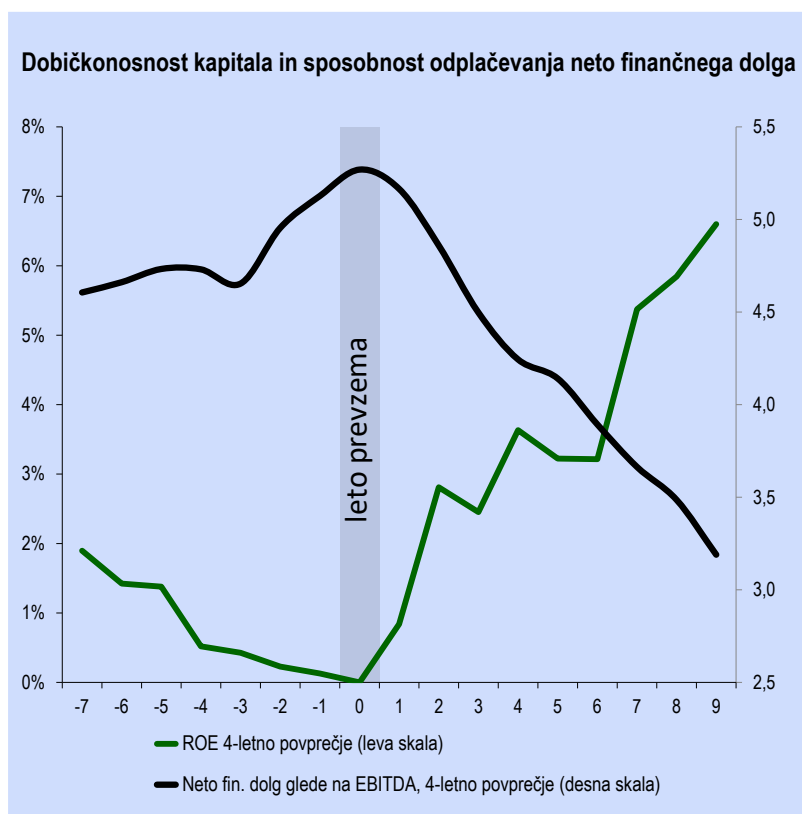
Vir: lastno delo.

Ne samo za PLU, tudi za druge slovenske družbe, ki so v lasti tujcev, veljata dolgoročna finančna stabilnost in večja dobičkonosnost. Tudi druga slovenska podjetja, ki so prešla v tuje lastništvo, imajo večjo sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga.

Slednje potrди primerjalna analiza poslovanja podjetij v domači in v večinski tuji lasti za obdobje od 1995 do 2017, ki jo je izvedla Banka Slovenije. Analiza je predstavljena v publikaciji Neposredne naložbe 2017. V vzorec je vključenih 7.885 podjetij, ki so imela vsaj eno leto do leta 2005 knjigovodsko vrednost sredstev (postavka AOP 001) več kot 2 mio EUR ali vsaj eno leto od vključno leta 2005 AOP 001 več kot 3 mio EUR. Od vseh 7.885 opazovanih podjetij jih je imelo 1.731 oziroma 22 % vsaj eno leto večinske tuje lastnike. V opazovanem obdobju se je delež podjetij z večinskimi tujimi lastniki izrazito povečeval tako glede na vrednost sredstev (s 3 na 26 %) kot tudi glede na število podjetij (s 6 na 19 %).

Analiza poslovanja podjetij pred in po prevzemu tujih investitorjev je pokazala, da so se tuji investitorji pretežno odločali za prevzem tistih podjetij, katerih dobičkonosnost kapitala se je zmanjševala in bila zelo nizko (glej sliko 17). Štiriletno povprečje dobičkonosnosti vseh podjetij je v letu prevzema znašalo okoli 0 %. Večina prevzetih podjetij je v naslednjih petih do desetih letih postala dokaj dobičkonosnih. Tako je na primer osmo leto po prevzemu povprečna štiriletna dobičkonosnost kapitala narasla na okoli 6 %.

Slika 17: ROE in neto dolg/EBITDA slovenskih družb pred in po prevzemu tujih investitorjev



Vir Banka Slovenije (2017).

Podjetja so povečala tudi svojo sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga. Če je bilo ob prevzemu potrebnih več kot 5 let, da bi z dobičkom (pred obrestmi in davki) in amortizacijo pokrili neto finančni dolg, se je osem let po prevzemu to obdobje skrajšalo za več kot 30 % na 3,5 leta.

V obdobju od 1995 do 2017 je v preučevanem vzorcu šlo v stečaj 11 % gospodarskih družb, dokončno ukinjenih pa je bilo 6 % s strani tujih investitorjev prevzetih družb. To je precej manj v primerjavi s podjetji v domači lasti, kjer je šlo v stečaj kar 26 %, dokončno ukinjenih pa je bilo 12 % podjetij.

3.7.5 Število zaposlenih in indeks dodane vrednosti na zaposlenega

Pred prevzemom in združitvijo Pivovarne Laško in Pivovarne Union je imela Pivovarna Laško vsako leto cca 40 več zaposlenih kot Pivovarna Union. Po prevzemu pa se je število zaposlenih zmanjševalo. Leta 2016 je šlo za **kadrovsko prestrukturiranje** s strani novega lastnika, saj PLU takrat ni bila konkurenčna in je bil eden od ukrepov tudi odpuščanje zaposlenih. Brez dela je ostalo cca 120 delavcev, kar pa ni povzročilo medijske pozornosti, saj je Heineken imel velik posluš za odpravnine delavcem.

Tabela 4 prikazuje povprečno število zaposlenih PLU na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju.

Tabela 4: Število zaposlenih PLU pred in po prevzemu Heinekena

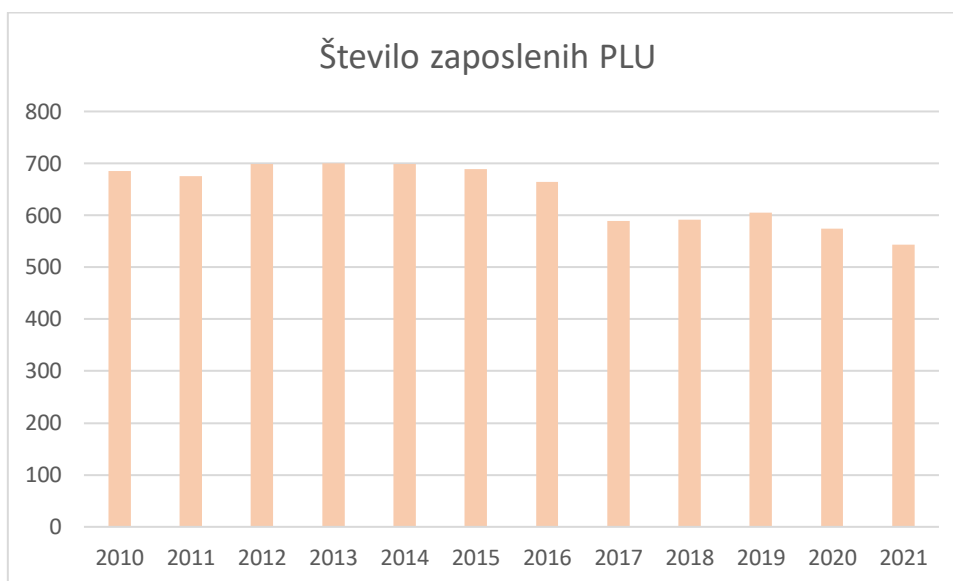
Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Laško	364	354	369	371	369							
Union	321	322	330	329	330	689	664	589	592	605	574	543
Skupaj	685	676	699	700	699							

Vir: Pivovarna Laško d. d. (2015) in Pivovarna Laško Union d. o. o. (2022).

Heineken je takoj po prevzemu popisal delovna mesta, analiziral proizvodne procese in dobil jasno sliko, na katerih delovnih mestih je presežek delavcev. Z delavci ukinjenih delovnih mest je potekalo usklajevanje in sodelovanje, Heineken pa je za odpravnine cca 120 zaposlenim namenil 6,5 mio EUR. Novi lastnik torej ni varčeval pri odpravninah in odškodninah, zgolj obratno, kar je pozitivna zgodba. Če bi Pivovarni Laško in Union ostali samostojni in bi odpuščali sami v času, ko so bili silno zadolženi, bi bila odpuščanja večja in vprašanje, če bi kaj namenili za odpravnine.

Slika 18 prikazuje število zaposlenih PLU pred in po prevzemu tujega lastnika.

Slika 18: Število zaposlenih PLU pred in po prevzemu Heinekena



Vir: lastno delo.

3.7.6 Indeks dodane vrednosti na zaposlenega

Dodana vrednost na zaposlenega (ang. added value per employee) kaže, kolikšna je povprečna novo ustvarjena vrednost na zaposlenega.

$$\text{Dodana vrednost na zaposlenega} = \frac{\text{Kosmati donos iz poslovanja} - \text{stroški materiala, blaga in storitev} - \text{drugi poslovni odhodki}}{\text{Povprečno število zaposlenih}} \quad (4)$$

Dodana vrednost na zaposlenega je osnovni ekonomski indikator ter merilo gospodarskega uspeha. Večja vrednost kazalnika družbe, ob izkazovanju čistega dobička, pomeni večjo kakovost poslovnih učinkov (proizvodov in storitev) ter tako uspešnejšo gospodarsko družbo (Tekavčič, 2020).

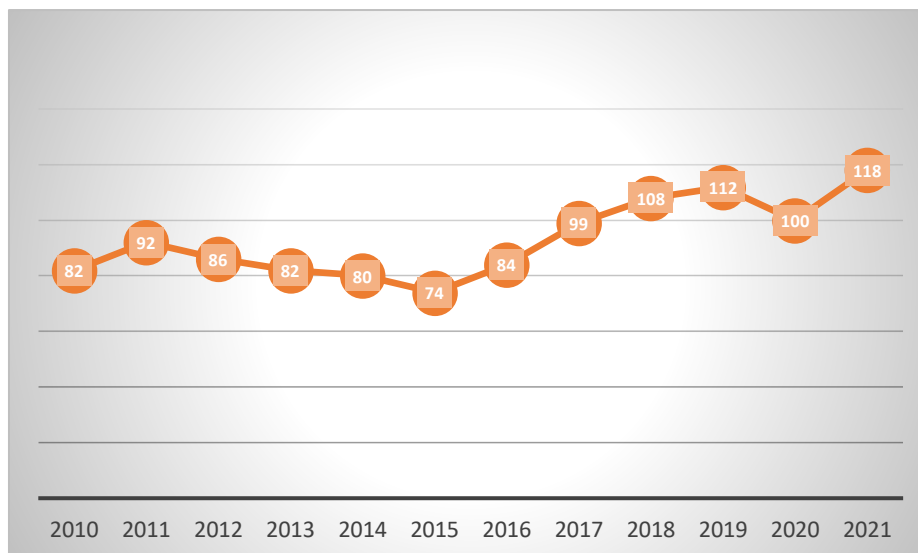
V števcu ulomka kazalnika seštejemo čiste prihodke od prodaje, vrednost zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje, usredstvene lastne proizvode in lastne storitve, subvencije, dotacije, regrese, kompenzacije in druge poslovne prihodke. Dobljeno vsoto zmanjšamo za vrednost zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje, stroške blaga, materiala in storitev ter druge poslovne odhodke. V imenovalcu ulomka je povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju.

Pred prevzemom in združitvijo Pivovarne Laško in Pivovarne Union je imela Pivovarna Laško vsako leto dokaj višji indeks dodane vrednosti na zaposlenega kot Pivovarna Union.

Po prevzemu se je število zaposlenih zmanjševalo, ob čemer je družba ustvarjala višjo dodano vrednost na zaposlenega.

Slika 19 prikazuje gibanje indeksa dodane vrednosti na zaposlenega PLU od leta 2010 do 2021.

Slika 19: Indeks dodane vrednosti na zaposlenega PLU od 2010 do 2021



Vir: lastno delo.

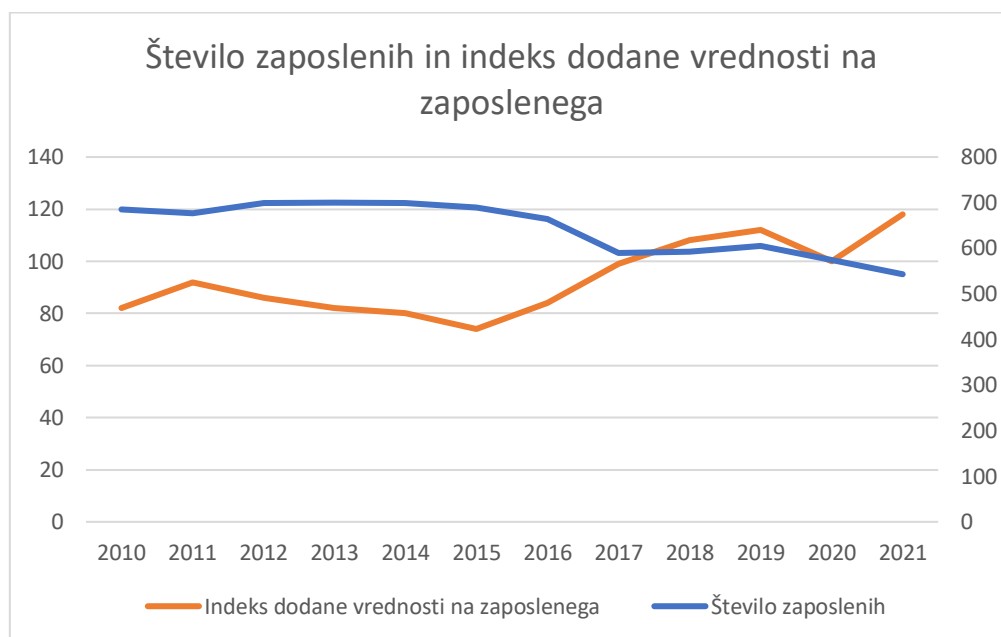
Leto 2020 je bilo izredno zaradi globalne epidemije. V tem letu je glede na leto 2019 upadel tudi dobiček za 32 % iz naslova zmanjšanja čistih prihodkov od prodaje. V letu 2020 so zato vzpostavili spletno platformo Rundasekunda, ki je še posebej v času popolnega zaprtja nudila varno in hitro dostavo pijač potrošnikom na dom.

Po prevzemu se je število zaposlenih dokaj zmanjševalo, medtem ko se je **indeks dodane vrednosti na zaposlenega povečeval** (z izjemo izrednega epidemiološkega leta 2020).

Tako je bilo na primer leta 2016 (leto 100-odstotnega prevzema) število zaposlenih 664 in indeks dodane vrednosti na zaposlenega 86, medtem ko je bil leta 2019 omenjeni indeks 112 z zgolj 605 zaposlenimi.

Družba PLU je po prevzemu ustvarila za 33 % višjo dodano vrednost na zaposlenega s približno 90 zaposlenimi manj, kar je razvidno na sliki 20.

Slika 20: Število zaposlenih in indeks dodane vrednosti na zaposlenega PLU od 2010 do 2021

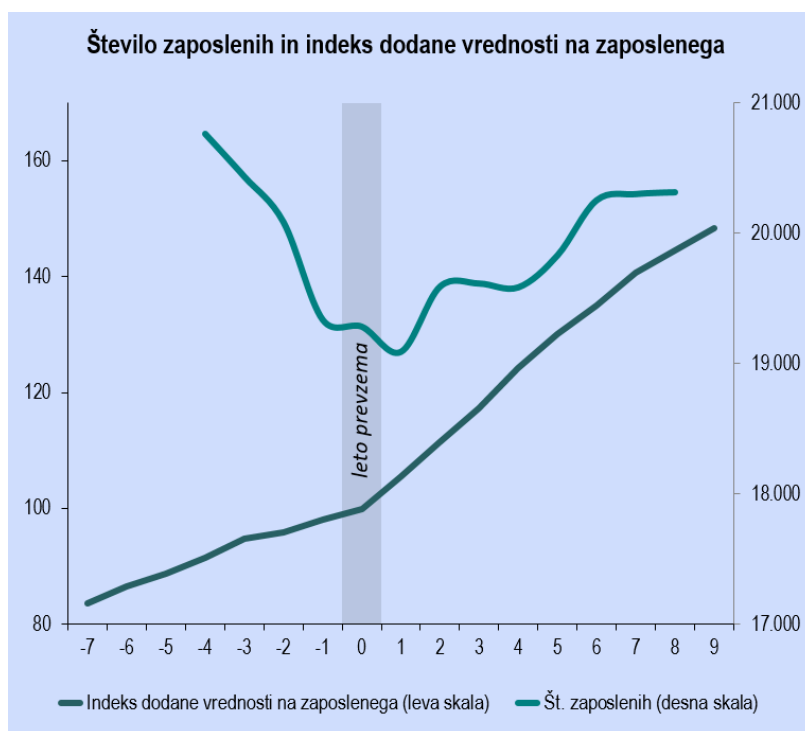


Vir: lastno delo.

Primerjalna analiza števila zaposlenih in indeksa dodane vrednosti na zaposlenega slovenskih podjetij pred in po prevzemu tujih investitorjev je prikazana v publikaciji *Neposredne naložbe 2017*, izdana s strani Banke Slovenije (glej sliko 21). Analiza se nanaša za obdobje od 1995 do 2017. V vzorec je vključenih 7.885 podjetij, ki so imela vsaj eno leto do leta 2005 knjigovodsko vrednost sredstev (postavka AOP 001) več kot 2 mio EUR ali vsaj eno leto od vključno leta 2005 AOP 001 več kot 3 mio EUR. Od vseh 7.885 opazovanih podjetij jih je imelo 1.731 oziroma 22 % vsaj eno leto večinske tuje lastnike.

Večina prevzetih podjetij s strani tujca je v naslednjih petih do desetih letih po prevzemu postala dokaj dobičkonosnih. Skupno število zaposlenih v vzorcu podjetij se je v zadnjih štirih letih pred prevzemom zmanjšalo za 7 % (z 20.763 na 19.340), zmanjšanje je sledilo tudi v letu prevzema in še leto kasneje, skupaj za dodatnih 1,5 %, nato pa je skupno število zaposlenih pričelo rahlo naraščati. V naslednjih sedmih letih pa se je število zaposlenih povečalo za 6 %. Pri tem je treba izpostaviti, da je bilo zmanjševanje števila zaposlenih pred prevzemom bolj značilno za velika podjetja, po prevzemu pa je število zaposlenih v teh podjetjih stagniralo oziroma se je rahlo zmanjševalo. Za srednje velika in mala podjetja je skupno število zaposlenih tekom celotnega opazovanega obdobja, torej pred in po prevzemu, trendno naraščalo.

Slika 21: Število zaposlenih in indeks dodane vrednosti na zaposlenega slovenskih družb pred in po prevzemu tujih investitorjev



Vir: Banka Slovenije (2017).

Izhajajoč iz agregiranih vzorčnih podatkov kaže indeks dodane vrednosti na zaposlenega hitrejšo rast po prevzemu (strmejši naklon krivulje omenjenega indeksa od prevzema naprej) tako kot pri obravnavanem primeru PLU. Zaključimo, da je PLU glede na druga slovenska podjetja, ki so prav tako pod tujim investitorjem, izredno uspešnejša, saj je ustvarila 33 % večjo dodano vrednost na zaposlenega s cca 100 zaposlenimi manj. Medtem se je pri drugih slovenskih družbah pod tujim lastništvom število zaposlenih nekoliko povečevalo.

V PLU je tuji lastnik število zaposlenih zmanjšal zelo previdno in imel velik posluš odpravnine. To je izrednega pomena, saj se je družba s tem izognila medijski pozornosti, hkrati pa ustvarila ugled med zaposlenimi v PLU. Zaposleni, ki ostanejo delovno aktivni v družbi, so pričr odpuščanjem, vendar so ta korektno in pošteno izvedena. Heineken je zgled med managerji in strateškemu pristopu k prevzemu podjetja. Gre za izredno dober primer, ki kaže, kako je upravljanje družbe ključnega pomena.

3.7.7 Finančni vzvod

Finančni vzvod (ang. debt/equity ratio) prikazuje razmerje med dolgovi in kapitalom.

$$\text{Finančni vzvod} = \frac{\text{Finančne obveznosti}}{\text{Celotni kapital}} \quad (5)$$

Koeficient finančnega vzvoda se uporablja pri ocenjevanju zadolženosti podjetij. Koeficient 1 pove, da sta vrednosti kapitala in dolgov izravnani. Če koeficient presega 1, je dolgov več kot kapitala in obratno (Šimonka, 2016).

Vrednost kazalnika je prikazana v tabeli 5 in v opazovanem obdobju večja od 1, kar pomeni, da se podjetje financira predvsem z dolžniškim kapitalom. Po prevzemu se kazalnik izrazito zmanjšuje; to pomeni, da PLU odplačuje dolgove in se tako zmanjšujejo finančne obveznosti do lastnika.

Tabela 5: Koeficient finančnega vzvoda PLU od 2010 do 2021

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finančne obveznosti	265,8	268,1	261,9	257,5	226,8	187,3	172,7	171,5	171,6	141,6	101,5	115,5
Kapital	124,17	109,37	91,53	57,37	58,07	75,45	46,37	64,16	69,57	70,46	62,57	64,70
Finančni vzvod	2,14	2,45	2,86	4,49	3,91	2,48	3,72	2,67	2,47	2,01	1,62	1,79

Vir: lastno delo.

3.7.8 Obračanje sredstev

Obračanje sredstev (ang. the asset turnover ratio) kaže, kolikokrat se sredstva povprečno obrnejo v določenem obdobju, praviloma v obdobju enega leta.

$$\text{Obračanje sredstev} = \frac{\text{Celotni prihodki}}{\text{Sredstva}} \quad (6)$$

Koeficient obračanja sredstev potrebujemo pri izračunu potrebnega obsega sredstev za nemoteno izvedbo predvidenega obsega poslovanja. Tako pridemo tudi do zneska virov, ki so potrebni za financiranje teh sredstev. Kazalnik praviloma računamo za obratna sredstva (denar, vse vrste zalog, terjatve do kupcev ipd.), saj se ta v procesu poslovanja nenehno obračajo, krožijo, prehajajo iz ene oblike v drugo. Vsaki družbi je v interesu, da se obračajo čim hitreje in čim hitreje prehajajo iz ene pojavne oblike v drugo. To hitrost merimo s koeficientom obračanja obratnih sredstev. Večji kot je koeficient, hitreje se obračajo obratna sredstva pri danem obsegu poslovanja, manjše bo povprečno stanje obratnih sredstev in manj virov bo organizacija potrebovala za njihovo financiranje (Tekavčič, 2020).

Iz tabele 6 je razvidno, da so se obratna sredstva pred prevzemom hitreje obračala kot po prevzemu. Gledano leto 2014, leto pred prevzemom, in leto 2017, leto po 100-% prevzemu tujca, je bil koeficient obračanja obratnih sredstev v letu 2014 enak 3,63, medtem ko je bil v letu 2017 za več kot pol manjši, in sicer 1,70. Kar pomeni, da so se obratna sredstva v letu 2014 obrnila več kot trikrat oziroma v stotih dneh, medtem ko so se v letu 2017 obrnila manj kot dvakrat oziroma v dvestoštirinajstih dneh. To pomeni, da je bila PLU v letih prevzema bolj učinkovita pri upravljanju z obratnimi sredstvi.

Je pa pomembno poudariti, da se podatki do leta 2015 nanašajo na Pivovarno Laško, d. d., ne pa tudi na Pivovarno Union, d. d. Hkrati velja dejstvo, da so se po letu 2015 obratna sredstva povečevala iz naslova denarnih sredstev na računih v tujini. Po letu 2017 se koeficient obratnih sredstev rahlo povečuje, z izjemo 2018. Tako je v letu 2021 ta koeficient znašal 2,47, kar pomeni, da so se obratna sredstva obrnila za skoraj dvainpolkrat oziroma v manj kot stopetdesetih dneh.

Gledano celotna sredstva se je koeficient obračanja sredstev po prevzemu rahlo povečeval. To je tudi eden izmed dejavnikov, ki prav tako nekoliko vpliva na povečanje kazalnika ROE. V letu prevzema, leta 2015, je ta kazalnik znašal 0,43, medtem ko se je v zadnjem letu opazovanega obdobja skoraj podvojil.

Tabela 6: Koeficient obračanja sredstev PLU od 2010 do 2021

Podatki so v mio EUR

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Celotni prihodki	96,68	100,83	99,48	92,07	95,61	123,93	156,51	154,95	156,32	158,81	147,15	168,26
Sredstva	415,86	405,49	380,42	345,31	319,86	288,40	257,08	275,33	285,83	258,89	234,82	236,18
Koeficient obračanja obratnih sredstev	0,80	1,18	1,36	1,65	3,63	3,26	2,35	1,70	1,47	1,95	2,54	2,47
Koeficient obračanja sredstev	0,23	0,25	0,26	0,27	0,30	0,43	0,61	0,56	0,55	0,61	0,63	0,71

Vir: lastno delo.

4 SKLEP

V magistrskem delu sem preučila strateške dejavnike kapitalskega povezovanja PLU. Te povezave so značilne predvsem za tržno razvita gospodarstva. V preteklosti je bilo največ povezav v ZDA in na Japonskem, vedno večji pomen lastniškega povezovanja pa pripisujemo Evropi in Sloveniji. Pri nas še vedno prevladuje miselnost, da je prevzem slovenske družbe s strani tuje družbe nekaj slabega, kot izdaja slovenskega naroda. Na preučevanem primeru sem dokazala, da to ne drži. Večina slovenskih podjetij, ki je pod tujim lastništvom, posluje bolj uspešno in dobičkonosno, zaposleni imajo višje plače in so na delovnem mestu zadovoljniji. Podjetja povečajo svojo plačilno sposobnost in zagotovijo dolgoročno stabilnost na podlagi dobro razvite strategije.

Pomembno je dejstvo, da pri kapitalskih povezavah tako prevzemno kot ciljno podjetje pričakujeta določene koristi. Prav to sem raziskovala za največjega slovenskega pivovarja. Koristi od prevzema občutijo lastniki, management, zaposleni, država, delničarji, investitorji in drugi udeleženci v prevzemu.

V magistrskem delu sem predstavila značilnosti združitvev in prevzemov, njihove prednosti in slabosti ter motive. Pregledala sem, kakšne vrste združitvev in prevzemov obstajajo v današnjem času, kakšen je proces prevzema in katere so zakonske podlage združitvev in prevzemov na slovenskem trgu. Značilnosti slovenskega pivovarstva sem predstavila v zadnjem poglavju teoretičnega dela.

V empiričnem delu sem podrobneje analizirala poslovanje Skupine Laško pet let pred prevzemom in pet let po prevzemu. Finančni kazalniki se vsako leto bistveno izboljšujejo. Po opravljeni raziskavi lahko potrdim, da je PLU pod tujim lastništvom postala uspešnejša in izredno dobičkonosna. Izrazito se je povečala sposobnost odplačevanja finančnega dolga, s čimer je PLU postala kreditno bolj sposobna. Dodana vrednost na zaposlenega se povečuje ob zmanjšanju števila zaposlenih. Razloge za dolgoročno ustvarjanje vrednosti sem našla v učinkovitem korporativnem upravljanju družbe, ki stremi k uresničevanju uspešno postavljene strategije.

Udeleženci prevzema so se soočali z velikimi izzivi, vendar menim, da je največji izziv imela prevzeta družba. Rešiti je morala svojo prezadolženost, hkrati pa upoštevati oziroma razumeti slovenske banke, ki so se prav tako znašle v težkem položaju gospodarske krize.

Skupina Laško je bila pred prevzemom prezadolžena in je poslovala z vsakoletnimi visokimi izgubami. Nujno je potrebovala dodatni kapital s strani investitorja. Če družbe ne bi prodali, bi verjetno po ZFPPIPP lahko končala v stečaju ali prisilnem prenehanju. Zato lahko ta prevzem štejemo kot najuspešnejši prevzem v Sloveniji, saj je bila s prodajo rešena pivovarska panoga. Ta prevzem je zelo uspešen tudi z vidika vseh deležnikov prevzema.

Danes ekipa, ki je vodila prevzem PLU, prejema številna priznanja, celo od skladov, ki so se potegovali za Laško in ga niso dobili. Potencialni kupci pravijo, da tako korektno izpeljanega postopka in obravnave ponudb še niso doživeli. Tudi uprava Skupine Laško je ponosna na močno in zdravo osrednjo dejavnost družbe.

Prav tako je pomembno poudariti, da prevzem Skupine Laško s strani Heinekena medijsko ni bil odmeven, kar ni značilno za prevzem slovenskih podjetij, zato sem poiskala razloge. Eden bistvenih razlogov je velik poudarek Heinekena na zadovoljstvu zaposlenih. Hkrati je Heineken namenil ogromno finančnih sredstev za odpravnine. Poleg tega nizozemski lastnik ni varčeval pri kupnini za prevzem slovenske pivovarske industrije, saj se zaveda, da mu to omogoča krepitev lastne panoge in hiter vstop na nove trge.

LITERATURA IN VIRI

1. Adams, W. C. (2015). Conducting Semi-Structured Interviews. V J. Wholey, H. Hatry in K. Newcomer (ur.), *Handbook of Practical Program Evaluation*, 4. izd. (str. 492-505). Jossey-Bass.
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2021). *Zakonska ureditev prevzemov in vloga ATVP*. <https://www.a-tvp.si>
3. Bamford, I., Chickermane, N. in Kosmowski, J. (2012). Growth through M & A: Promise and reality. *Deloitte Review*, (11), 145-159.
4. Banka Slovenije. (2017). *Neposredne naložbe / Direct investment 2017*. <https://www.bsi.si/publikacije/statisticna-porocila/neposredne-nalozbe>
5. Bertonec, A. (2005). *Čas prevzemov: Prevzeti ali biti prevzet. Vodnik za uspešne prevzeme*. GV Založba.
6. Bertonec, A. (2008). *Prevzemi in združitve: Model uravnoveženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. GV Založba.
7. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, menedžerje, zaposlene, upnike in državo*. Gospodarski vestnik.
8. Černic, A. (2015). *Hvala Bogu za to prodajo!* <https://www.noviglas.eu/hvala-bogu-za-to-prodajo/>
9. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. New York: John Wiley & Sons.
10. David, F. R., David. in Forest R. (2017). *Strategic Management: A Competitive Advantage Approach*. Francis Marion University.
11. DePamphilis, D. M. (2012). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Amsterdam: Academic press, Elsevier science.
12. Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, acquisitions, and corporate restructuring*. New Jersey: John Wiley & Sons.
13. Grošel, U. (2015). 6 strategij rasti malih in srednje velikih podjetij (MSP). *Finance*. <http://izvozniki.finance.si/8834340?cctest&&cookietime=1478081505>

14. Heineken International B.V. (2021). *Annual Report 2021*. [heineken-nv-annual-report-2021-25-02-2022.pdf](https://www.theheinekencompany.com/annual-report-2021-25-02-2022.pdf) (theheinekencompany.com)
15. Hill, C. W. L. in Jones, G. R. (2012). *Strategic Management: An Integrated Approach*. England.
16. Johnson, G. in Scholes, K. (2001). Exploring Public Sector Strategy. *Financial Times/Prentice Hall*.
17. Jurše, M. (2014). *Mednarodne strateške in kapitalske povezave*. Ekonomsko-poslovna fakulteta Univerze v Mariboru.
18. Kaplan, R. S. in Norton, D. P. (1992). The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/1992/01/the-balanced-scorecard-measures-that-drive-performance-2>
19. Kovačič, M. (2003). Združitve in prevzemi: Učinkovita realizacija poslov. *Naše gospodarstvo: Revija za aktualna gospodarska vprašanja*, 49(5/6), 640-653.
20. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
21. Lahovnik, M. (2021). *Združitve in prevzemi [zapiski predavanj]*. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
22. Ljubljana Info. (2022). *Razkrivamo usodo brezalkoholnih pijač pod blagovnimi znamkama Zala in Sola*. <https://ljubljanainfo.com/novica/slovenija/razkrivamo-usodo-brezalkoholnih-pijac-pod-blagovnimi-znamkama-zala-sola/237872>
23. Macmillan, H. in Tampoe, M. (2000). *Strategic Management. Process, Content and Implementation*. New York: Oxford University Press Inc.
24. Marič, M. (2017). *Združitve in prevzemi podjetij v pivovarstvu kot strategija krepitve tržne pozicije podjetja*. Magistrsko delo. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
25. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetja. *Zbornik XXXI. Simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah* (str. 327-338). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
26. Neuhauser, P. C. (1999). Strategies for changing your corporate culture. *Fall*, 16(1), 49-50.
27. Norburn, D. in Schoenberg, R. (1994). European cross-border acquisition: How was it for you?. *Long Range Planning*, 4, 25-35.
28. Odvetniška družba Pirc. (2022). *Postopek uvedbe enotirnega sistema upravljanja*. <https://od-p.eu/postopek-uedbe-enotirni-sistem-upravljanja/>
29. Peel, M. J. (1995). *The impact of corporate restructuring: Mergers, divestments and MBOs*. *Long Range Planning*, str. 92-101.
30. Pivovarna Laško d. d. (2013). *Letno poročilo Skupine Laško in družbe Pivovarna Laško d.d. za leto 2012*. <https://www.ajpes.si/jolp/>
31. Pivovarna Laško d. d. (2015). *Letno poročilo Skupine Laško in družbe Pivovarna Laško d.d. za leto 2014*. <https://www.ajpes.si/jolp/>
32. Pivovarna Laško d. d. (2016). *Letno poročilo Skupine Laško in družbe Pivovarna Laško d.d. za leto 2015*. <https://www.ajpes.si/jolp/>
33. Pivovarna Laško Union d. o. o. (2019). *Letno poročilo 2018*. <https://www.ajpes.si/jolp/>

34. Pivovarna Laško Union d. o. o. (2021). *Letno poročilo 2020*. <https://www.ajpes.si/jolp/>
35. Pivovarna Laško Union d. o. o. (2022). *Letno poročilo 2021*. <https://www.ajpes.si/jolp/>
36. Porter, M. (1980). *Competitive strategy*. New York: The free press.
37. Porter, M. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy. Special Issue on HBS Centennial*. Harvard Business Review.
38. Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeover. *Journal of Business*, 59(2), Part 1, 197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>
39. Rubin, H. J. in Rubin, I. S. (2011). *Qualitative interviewing: The art of hearing data*. Northern Illinois. Sage.
40. Russel, P. (2004). *Financial Statement Analysis*. <https://9afi.com/storage/daftar/KFYyg0OYtdMeXUv640ymy5B2cVxvQRzcm2Qefwuh.pdf>
41. Schein, E. H. (1999). *The corporate culture survival guide*. San Francisco: Jossey Bass.
42. Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A reexamination of performance issues. *Strategic menedgement journal*, 11(2), 99-115.
43. Sherman, A. J. (1998). *Mergers and acquisitions from A to Z: Strategic and practical guidance for small- and middle-market buyers and sellers*. New York: AMACOM.
44. Slovenia Times. (2017). *Laško starts bottling Heineken*. <https://sloveniatimes.com/lasko-starts-bottling-heineken/>
45. Smrkolj, S. (2022). *Pivovarna Stare*. www.pivovarna-stare.si
46. Spletni dnevnik (2022). *PivoMan*. <https://pivo-man.blogspot.com>
47. SURS. (2021). *Svetovni dan piva*. <https://www.stat.si/StatWeb/News/Index/9729>
48. Šarc Majdič, S. (2007). *Prevzemi in prevzemne premije: Teoretični in empirični vidi* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
49. Šimonka, S. (2016). Kako ugotoviti, ali je podjetje sposobno najeti posojilo. *Podjetniške finance*. <https://bankazapodjetnike.si/novice/podjetniske-finance/kako-ugotoviti-ali-je-podjetje-sposobno-najeti-posojilo/>
50. Tajnikar, M. (2000). *Združitve in prevzemi gospodarskih družbe – Pripojitve, spojitve in prevzemi*. Društvo ekonomistov Ljubljana.
51. Tekavc, J. in Pučnik, J. (2002). *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Učila International.
52. Tekavčič, M. (2020). *Računovodstvo za managerje*. Zapiski predavanj. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
53. Tekavčič, M. in Megušar, A. (2008). *Merila uspešnosti poslovanja v sodobnem gospodarstvu. Teorija in praksa*, 45(5), str. 459-479.
54. Tekavčič, M. in Megušar, A. (2022). *Analiziranje uspešnosti poslovanja s pomočjo sistema med seboj povezanih kazalnikov*, str. 21-39.
55. Thompson, J. L. (2001). *Strategic management*. London: Thomson Learning.
56. Uljin, J., Djsters, G. in Meijer, E. (2010). *Strategic Alliances, Mergers and Acquisitions, The influence of Culture on Successful Cooperation*. Cheltenham: Edward Elgar.
57. Valentinčič, A. (1999). Analiza kazalcev poslovanja slovenskih podjetij po panogah v letih 1996 in 1997 z vidika plačilne sposobnosti podjetij. *Zbornik XXXI. Simpozija o*

sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah (str. 339-355). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.

58. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). Uradni list Republike Slovenije, 42/2006, 18/2021.

59. Zakon o prevzemih (ZPre-1). Uradni list Republike Slovenije, 47/1997, 79/2006, 1/2008, 10/2012, 63/2013, 25/2014, 75/2015

PRILOGE

Priloga 1: Kvalitativni intervju

Jaz: Gre za enega najuspešnejših horizontalnih prevzemov v Sloveniji. Kaj so bili po vašem glavni motivi za prevzem, predvsem na strani Pivovarne Laško? Kakšna sta bila vloga in stališče bank?

Manager: *Prevzem je posledica nekih dogodkov iz preteklosti. Laško se je znašlo v težkem položaju, bilo je prezadolženo ... Konsolidacija lastništva Pivovarne Laško sega v začetek prvega desetletja 2000, v čas pivovarske vojne, ko so Laščani z belgijskim InBev tekmovali za prevlado v Pivovarni Union. Sočasno so Infond Holding in nekatere druge družbe kopičile delnice Laškega. Infond Holding se je dokopal do skoraj 25 % Pivovarne Laško, k čemur je pripomogel tudi posel s Slovensko odškodninsko družbo. Takšen koncern je bil takrat dejansko prepovedan – po zakonu – ne pa tudi po pogodbi ... Koncern je imel veliko naložb, ki jih je zastavljajal za kredite. Šlo je za približno 900 mio EUR dolga, polovico je imel Infond Holding, polovico Pivovarna Laško.*

Ko je leta 2008 nastopila finančno gospodarska kriza, so banke postale »strožje«. Finančni trgi so se začeli lomiti, seveda pa je finančna kriza omejena na tiste, ki so na finančnem trgu aktivni. Nekateri krediti so bili slabo zavarovani, zato so banke pozivale k poplačilu posojil in dodatnemu zavarovanju le-teh. Na primer, Laško je nekaj svojih kreditov zavaroval s Pivovarno Union, slednji pa s svojo opremo. To ne gre ... Nato so banke prodale zavarovane delnice z naslova nepoplačanega posojila s strani Infond Holdinga in tako prišle do lastništva Mercatorja in Laškega. Tudi Mercator je bil prezadolžen ...

Potekalo je dolgoletno nenehno podaljševanje posojil Pivovarne Laško pri notarjih in iskanje rešitev za prezadolženost pri pristojnih finančnih institucijah ... Svojo aktivnost in predloge je izkazala Banka Slovenije, vključila se je tudi Zveza Bank Slovenije. Aktualna rešitev je bila pogodba o finančnem prestrukturiranju, ki so jo banke sprva zavračale z naslova neustreznih zavarovanj posojil, neenakovrednih deležev posojil do Laškega, negotovega bančnega trga, padanja cen delnic ipd. Pod vodstvom NLB je končno po večletnem usklajevanju prišlo do podpisa pogodbe o finančnem prestrukturiranju med osemnajstimi bankami upnicami in Skupino Pivovarne Laško. Določeni so bili roki za razdolževanje. Laško se je rokov držal. Skladno s pogodbenimi roki je pivovarna prodajala svoje naložbe: Mercator, Večer, Delo, Radenska ... Skupina Pivovarne Laško se je s prodajo deleža v Mercatorju in pridobitvijo kupnine, ki je šla neposredno bankam upnicam, »strahotno razdolžila«. Laško se je razdolževal ... izčrpaval ... Na koncu prodal še sebe ...

Torej banke so štitele svoje interese ... Veste, Heineken je imel interes po pogodbenem koncernu dosti prej, kot se je ta dejansko zgodil. Banke niso dovolile, nasprotovale iz razloga večje izpostavljenosti do Pivovarne Union kot do Pivovarne Laško. Na koncu je steklo ... Konec koncev so banke morale prodati Pivovarno Laško, saj niso bile dolgoročne lastnice, bile so kratkoročne lastnice.

Heineken pa je izkoristil prezadolženost Laškega. Pivovarsko panogo je dobro poznal in vedel, v kaj vstopa ... S prevzemom je prodril na slovenski trg in s tem izkorišča tudi širjenje na balkanski trg. Gre tudi za povezovanje aktivnosti ...

Jaz: Aprila 2016 je bil zaključen nakup Laškega. Julija 2016 je prišlo do združitve Pivovarne Laško d. d. in Pivovarne Union d. d. Zakaj je prišlo do združitve? Je tako Heineken v enem mahu dobil dve pivovarni?

Manager: *Dve pravni osebi in manjšinski lastniki v Pivovarni Union pomenijo stroškovno neučinkovitost in ukvarjanje z nepomembnimi oz. netemeljnimi aktivnostmi. Heineken ima denarna sredstva, poplačal je vse upnike in lastnike. Zato je združil pivovarni v d. o. o. in s tem poenostavil upravljanje. Stremi k centraliziranemu upravljanju.*

Ostala sta dva neodvisna obrata, dve proizvodni lokaciji ... Letos se proizvodnja Pivovarne Union iz Ljubljane seli v Laško, kar dodatno pripomore k doseganju stroškovnih prednosti.

Jaz: Kaj so bile glavne, tako operativne kot finančne sinergije med prevzemnikom Heineken in tarčo Laško? Jih lahko navedete in na kratko opišete?

Manager: *Gre za horizontalni prevzem, kar pomeni, da prevzemnik vstopa v isto panogo in s tem ohrani fokus na osnovni dejavnosti – pivovarstvu. Kot glavne operativne sinergije izpostavljam povezovanje poslovnih procesov, prenos poslovnih praks in zmogljivost lokacij.*

Povezovanje aktivnosti in poslovnih procesov med Heinekenom, Pivovarno Union in Pivovarno Laško je ključ za ohranjanje dolgoročne stabilnosti in trajnosti poslovanja PLU. Na primer, podajam enega od mnogih uspešnih projektov na področju izboljševanja poslovnih internih procesov. In sicer gre za prenos aktivnosti na področju finančnih procesov. Letos poteka poenotenje finančnih procesov, matičnih podatkov, tehnologije in orodij ter organizacije dela z ostalimi sestrskimi podjetji družbe Heineken v Evropi. Večina sestrskih podjetij je te procese že poenotila, PLU je ena zadnjih pri prenosu teh aktivnosti v Krakov.

Prenos poslovnih praks med Heinekenom in PLU pomeni pridobitev konkurenčne prednosti. Znanja in veščine se prenašajo v vseh poslovnih procesih, od področja nabave, proizvodnje, financ, vse do prodajnih kanalov. Naj poudarim, da danes PLU, obe pivovarni, zvarita in prodata okoli 5 mio hl piva, medtem ko je včasih, pred prevzemom, Pivovarna Laško prodala približno 1,6 mio hl piva. Do takšnega izboljšanja proizvodnih kapacitet je prišlo predvsem z naslova prenosa proizvodnih postopkov, spretnosti, znanj in sposobnosti. Velika stvar je tudi, da se od leta 2017 dalje Heineken pivo vari in polni v Laškem za slovenski trg in tuje trge, predvsem Italijo in Balkan. Pred to pomembno odločitvijo je Heineken opravil veliko kvalitativnih pregledov, analiz, razgovorov ipd. To je potrditev, da Heineken zaupa PLU. PLU je kvalitetna, zaposleni imajo znanja, veščine, sposobnosti ... Proizvodnja je zmogljiva in najpomembnejše je, da ustreza strogim kriterijem čistosti. Slednje je, poleg okvare hladilnega sistema v Pivovarni Union, razlog za letošnjo selitev proizvodnje piva Union iz

Ljubljane v Laško. Na lokaciji Pivovarne Union bodo ostale dejavnosti pakiranja in logistike piva Union, proizvodnja brezalkoholnih pijač, upravne in korporativne funkcije, Pivnica Union ter muzej Union Experience. S selitvijo se PLU izogne podvojenemu delu in transportu izdelkov med dvema lokacijama, Ljubljano in Laškim, ter podpre njihova strateška prizadevanja za zmanjšanje odtisa CO₂.

Z navedenimi aktivnostmi PLU izboljšuje učinkovitost poslovanja in zmogljivost lokacij. Slednje dokazuje letošnjo investicijo v mestno pivovarno Union za razvoj, varjenje, testiranje in degustacijo novih okusov piv Union za potrošnike. Mestna pivovarna Union bo skupaj s Pivnico Union in muzejem Union Experience predstavljala novoustanovljeni center odličnosti Union.

Izrazito pomembne so finančne sinergije. Prevzeto podjetje je nujno potrebovalo dodatna finančna sredstva za poplačilo dolgov in dokapitalizacijo, saj brez tega ne bi preživel. Znižala se je verjetnost stečaja ... Bankam upnicam je bil interes zgolj vračilo posojila ne glede na posledice. Vse se je uskladilo s prihodom prevzemnika, ki je razpolagal s prostimi denarnimi tokovi. Prevzemnik Heineken se je ceneje zadolžil pri tujih bankah in zato lažje naredil prestrukturiranje. Približno 200 mio EUR je Heineken izplačal lastnikom za delnice in približno 180 mio EUR bankam upnicam za posojila.

Vsi navedeni dogodki Heinekena potrjujejo, da bo kot dolgoročni strateški lastnik pivovarstvo v Sloveniji razvijal tudi v prihodnje.

Jaz: Kako ocenjujete glavne prednosti in slabosti prevzema? Kje so bile največje težave? Mogoče kulturne razlike?

Manager: *3 kulture... ter proces spoznavanja in razumevanja.*

Jaz: Tri kulture? Poleg nizozemske in slovenske, katera kultura še?

Manager: *Ena nizozemska kultura in dve slovenski ... Laško je bila ena zgodba, Union pa druga. Obe slovenski pivovarni sta delovali po svoje, ni bilo skupnih ciljev, dogovorov, ničesar. Heineken je prinesel nove poslovne procese, modern pristop in spremenil filozofijo obeh pivovarn. Heineken je pozitivna zgodba. Na ravni skupine PLU gre za poenotenje v izvajanju poslovne strategije, imenovane Evergreen, katere ključne usmeritve so osredotočenost na ljudi, trajnost, digitalizacijo, zdravo rast in dodano vrednost. S temi smernicami Heineken razvija dolgoročno uspešnost PLU.*

Ponavadi se veliki prevzemi končajo slabo ... Tujci imajo denarna sredstva, investirajo, pridejo do lastninjenja, potem pa pokleknejo. Pri Heinekenu ni tako, saj je eden vodilnih v pivovarski panogi na svetu. Ima znanja in izkušnje ... Predvsem pa daje velik poudarek na zaposlene in povezovanje ljudi oziroma družbe.

Ostale glavne prednosti in omejitve pri prevzemu so podane v predhodnih odgovorih.

Jaz: Kaj se je spremenilo na področju korporativnega upravljanja?

Manager: *Poenostavljeno je. Januarja 2021 je bil ukinjen dvotirni sistem in uveden enotirni sistem upravljanja. To pomeni, da sta organa družbe družbenik, ki predstavlja skupščino, ter poslovodstvo družbe. Nadzornega sveta ni več. Ni potreben ... Ker se funkciji vodenja in nadzora opravljata v okviru istega organa, ima Heineken večjo avtonomijo pri vodenju poslov in bo bolj vpet v doseganje postavljenih strateških ciljev.*

Vse stremi k centralizaciji, ki je nujno potrebna za uspešno vodenje in dolgoročno učinkovitost 168 pivovarn Heinekena po svetu. Heineken ima »share« centre oziroma skupne službe – koncentracijo poslovnih procesov. Žal je slovenska družba »bila« proti temu ... Včasih, še pred prevzemom, če bi se Pivovarna Union in Pivovarna Laško združili, povezali aktivnosti, poslovne procese, centralizirali glavna področja poslovanja, konec koncev imeli druge lastnike, bi bila mogoče danes zgodba čisto drugačna ...

Naj navedem eno od mnogih razlik v poslovanju PLU pred in po prevzemu, nanaša se na finančno področje.

Heineken zahteva finančne rezultate PLU do 5. dne v mesecu za podatke preteklega meseca. Minimalizirajo čas za poročanje. Veliko časa posvetijo planiranju. Vsako kvartalno obdobje preverijo dejansko doseženo stanje s planiranim. Če venomer planiraš, se učiš... Prav tako so okoljsko naravnani, pomembna je poraba energentov. Na tem področju so aktivno reševali težavo Pivovarne Union, ki edina ni imela svoje čistilne naprave ...

V nasprotju s Pivovarno Laško v času pred prevzemom, ko je Laško postavil plan rezultatov za nadaljnjih pet let in šele šesto leto preveril dosežene rezultate zadnjih petih let s planiranimi. To so ogromne razlike ...

Jaz: Leta 2016 je šlo za kadrovsko prestrukturiranje s strani nizozemskega lastnika. Brez dela je ostalo okoli 120 zaposlenih. Ali je Heineken na ustrezen način reševal problematiko presežnih zaposlenih? Kako je s presežkom delavcev v zvezi z letošnjo selitvijo proizvodnje piva iz Ljubljane v Laško?

Manager: *Res je ... Brez dela je ostalo približno 120 delavcev. Heineken je takoj po prevzemu popisal delovna mesta, analiziral proizvodne procese in dobil jasno sliko, na katerih delovnih mestih je presežek delavcev. Heineken se z delavci pogovarja, je na razpolago za dialog. Heineken je imel velik posluš za visoke odpravnine, to je ključ uspeha. Za odpravnine je bilo izplačano 6,5 mio EUR. Zaposleni so tako sprva prejeli visoka izplačila za svoje delnice, nato še izredno visoke odpravnine za tehnološke viške ... Torej nov lastnik ni varčeval pri odpravninah in odškodninah, zgolj obratno, kar je pozitivna zgodba. Zato odpuščanja niso povzročila medijske pozornosti.*

Če bi Pivovarni Laško in Union ostali samostojni in bi odpuščali sami, v času, ko sta bili silno zadolženi, bi bila odpuščanja večja in vprašanje, če bi sploh kaj namenili za

odpravnine. Slednje povzroči medijsko pozornost, predvsem pa preplah in zmanjšano produktivnost dela zaposlenih, ki ostanejo v delovnem procesu.

Glede 35 delavcev iz proizvodnje Union Heineken tako kot v preteklosti tudi sedaj z največjo skrbnostjo obravnava vprašanja, ki zadevajo njegove sodelavce. Zopet ponavljam: Heineken se pogovarja, je na razpolago za dialog in ima posluš za svoje ljudi. Heineken ima željo in namen zadržati vseh 35 zaposlenih, in niso tehnološki višek. Dobili so ponudbo za delov v proizvodnji Laško, seveda s plačilom potnih stroškov. Lahko se odločijo za odpravnine, ki bodo tako kot v preteklosti tudi sedaj seveda izredno visoke. Trenutno so zaposleni vključeni v oskrbno verigo Pivovarne Union.

Jaz: Včasih sta slovenski pivovarni namenjali ogromno denarnih sredstev za sponzorstva. Kako je danes s tem?

Manager: Heineken ima socialno odgovornost do zaposlenih. Redno se izplačujejo plače, regresi, dodatki ipd. Kot navedeno v prejšnjem odgovoru, tudi z odpravninami ne varčujejo. Glede sponzorstva so zadržani. Seveda določena sredstva namenijo za sponzorstvo, ampak izredno manj kot sta to namenili pivovarni v preteklosti. Včasih v Laškem ni bilo veselice, da Pivovarna Laško ni sodelovala ... Prav tako Union v Ljubljani, spomnimo se Union Olimpije.

Heineken ima drug odnos do tega; veselic in športnih društev ... Konec koncev je za PLU odšteli skupaj približno 480 mio EUR. Kdaj se bodo ta sredstva povrnila? Heineken gleda na prevzem kot na strateški nakup za razvoj svoje panoge.

Jaz: PLU pod tujim lastnikom posluje z vsako leto večjim dobičkom (prej so bile visoke izgube) in drugimi vedno boljšimi finančnimi kazalniki. Kaj je po vašem razlog?

Manager: Vsi zgoraj navedeni odgovori. Heineken je zgled med managerji in strateškemu pristopu k prevzemu podjetja.

PLU je pod tujim lastništvom postala izredno dobičkonosna, pri čemer gre največja zasluga upravljanju družbe. Iz naslova vedno večjega dobička se lastniku vsako leto izplača dobiček. Ne samo za PLU, tudi za druge slovenske družbe, ki so v lasti tujcev, veljata dolgoročna finančna stabilnost in večja dobičkonosnost. Žal so bili naši managerji »prepožrešni«, hoteli so biti lastniki s tujim denarjem. To ne gre ... Slovenska podjetja pod tujim lastništvom imajo tudi večjo sposobnost odplačevanja neto finančnega dolga. Saj imajo tuje banke boljše pogoje kreditiranja in večji posluš za finančno prestrukturiranje. V nasprotju s slovenskimi bankami, ki so klicale in vabile k zadolževanju. Pivovarna Laško se je zadolževala na tri do štiri mesece ... Vam povem anekdoto. Pred nekaj leti na večerni slovesnosti so v ožjem sproščenem pogovoru bankirji vabili k zadolževanju: »Kaj bomo kupili?« V odgovor so s strani enega velikega trgovca dobili: »Hvala. Nič več ne bom kupovali. Bil sem prepožrešen.«

Jaz: Kaj bi se zgodilo, če Pivovarne Laško ne bi prodali? Bi šla v stečaj?

Manager: *Pivovarna Laško ob takratni lastniški strukturi ne bi preživela. Kratkoročne lastnice banke so imele velike težave. Pritisk konkurence na slovenskem trgu in Balkanu je bil prevelik. Poleg tega je primanjkovalo denarnih sredstev za marketing.*

Navajam nekaj od mnogih slabosti, ki se ne nanašajo samo na Pivovarno Laško, ampak tudi na celoten slovenski trg.

Junija 2014 je Skupina Laško odplačala del kreditov iz prodaje Mercator d. d. Imeli smo velike zaplete s prodajo Mercatorja, ki je bil prav tako prezadolžen. Žal smo Slovenci izpustili odlično priložnost prodaje v višini 221 EUR za delnico, z zavarovanjem kredita kupca Agrokor, d. d., s strani banke J. P. Morgan. Na koncu je bila za Mercator iztržena cena 86 EUR za delnico, s čimer se je Pivovarna Laško razdoločila za manj, kot bi se lahko.

Žal pokojni prof. Ribnikar, lahko mu rečemo oče slovenske ekonomije, je nekoč dejal: »V preteklosti so banke ustvarili bogati ljudje. Naše banke je reševala država. To je narobe.«

Menim, da bi morali nadzorniki imeti visoke plače. Morali bi odgovarjati družbi za povzročeno škodo. Skrbnost in odgovornost managerjev sedaj ureja 263. člen Zakona o gospodarskih družbah.

Mislím, da je največji problem v Sloveniji neurejen pravni red. Smo majhna revna država, ki nima pravnega reda.

Še nekaj vam povem ... Žalosti me pogled tujcev na naša podjetja, posle ... V sodelovanju pri prodaji ene večje slovenske trgovske družbe sem pričal, ko so iz tujine za urejanje prevzemnih poslov poslali Indijca, ki ni imel denarja niti za kavo ... Vprašali smo se: »Za koga nas imajo?« Mi smo pričakovali velikega strokovnjaka.