

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**ALENKA ROŠER**



**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**FINANČNI IN RAČUNOVODSKI VIDIK PREVZEMOV S PRIKAZOM  
IZBRANEGA PODJETJA**

**Ljubljana, november 2010**

**ALENKA ROŠER**

## **IZJAVA**

Študentka ALENKA ROŠER izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom PROF. DR. MARKA HOČEVARJA, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne\_\_\_\_\_

Podpis:\_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
1 RAST PODJETJA IN PREVZEMI.....	3
1.1 Možne oblike rasti podjetja .....	3
1.2 Razlogi za izbiro določenega načina rasti podjetja .....	6
1.3 Prevzemi .....	6
1.4 Vrste prevzemov .....	9
1.5 Zgodovina prevzemov .....	12
1.6 Zakon o prevzemih .....	13
1.7 Oblike prevzemov .....	13
1.8 Problematika prevzemov .....	18
1.9 Faze prevzemnega procesa.....	18
2 FINANČNI VIDIK PREVZEMOV .....	20
2.1 Prevzemna cena.....	20
2.2 Finančna sinergija .....	21
2.3 Načrt financiranja prevzema .....	23
2.4 Finančno vrednotenje podjetja .....	28
3 RAČUNOVODSKI VIDIK PREVZEMOV .....	29
3.1 Operativno-računovodska sinergija.....	29
3.2 Obračun prevzema ob njegovem nastanku.....	30
3.3 Obvezna razkritja v računovodskih izkazih .....	33
3.4 Povezanost MRS 22 z ostalimi standardi .....	34
4 FINANČNO IN RAČUNOVODSKO OBRAVNAVANJE PREVZEMA (ANALIZA NA PRIMERU IZBRANEGA PODJETJA) .....	35
4.1 Predstavitev podjetja Publicus in podjetja Gorenje.....	35
4.2 Cilji združevanja.....	37
4.3 Finančno obravnavanje prevzema .....	38
4.3.1 Prevzemna cena, finančna sinergija ter načrt financiranja .....	39
4.3.2 Analiza bilance stanja .....	40
4.3.3 Predvideni finančni načrt in morebitna odstopanja bilance stanja .....	43
4.3.4 Analiza izkaza poslovnega izida.....	45
4.3.5 Predvideni finančni načrt in morebitna odstopanja izkaza poslovnega izida .....	47
4.3.6 Analiza izkaza finančnega izida .....	48
4.4 Računovodsko obravnavanje prevzema (analiza z računovodskimi kazalniki) .....	48
4.4.1 Operativno – računovodske sinergije v praksi .....	51
4.4.2 Postopki konsolidacije ter obvezna razkritja v računovodskih izkazih .....	52
4.4.3 Kazalniki uspešnosti poslovanja .....	54
4.4.4 Kazalniki obračanja .....	56
4.4.5 Kazalniki donosnosti.....	57
4.4.6 Kazalniki investiranja (naložbenja) .....	58
4.4.7 Kazalniki financiranja .....	59
4.4.8 Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja.....	62
4.5 Ocena smiselnosti prevzema .....	64
SKLEP .....	64
LITERATURA IN VIRI .....	68

## KAZALO SLIK

Slika 1: Odločitev podjetja o osnovni strategiji.....	4
Slika 2: Oblike prevzemov .....	7
Slika 3: Primer horizontalnega prevzema .....	10
Slika 4: Primer vertikalnega prevzema .....	10
Slika 5: Primer konglomeratnega prevzema.....	11
Slika 6: Primer kongeričnega prevzema .....	11
Slika 7: Faze prevzemnega procesa .....	19
Slika 8: Financiranje prevzema .....	25
Slika 9: Ponazoritev možnih transakcij pridobitev/odtujitev deležev .....	53

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Aktiva bilance stanja iz obdobja 2007 – 2009 (v 1000 EUR) ....	41
Tabela 2: Pasiva bilance stanja iz obdobja 2007 – 2009 (v 1000 EUR).....	43
Tabela 3: Načrt aktive bilance stanja za obdobja 2009 – 2010 (v 1000 EUR) .....	44
Tabela 4: Načrt pasive bilance stanja za obdobja 2009 – 2010 (v 1000 EUR).....	45
Tabela 5: Izkaz poslovnega izida iz obdobja 2007-2009 (v 1000 EUR) ....	46
Tabela 6: Načrt izkaza poslovnega izida za obdobja 2009-2010 (v 1000 EUR).....	47
Tabela 7: Kazalniki uspešnosti poslovanja.....	54
Tabela 8: Kazalniki obračanja .....	56
Tabela 9: Kazalniki donosnosti .....	57
Tabela 10: Kazalniki investiranja .....	58
Tabela 11: Kazalniki financiranja .....	60
Tabela 12: Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja .....	62

## **UVOD**

### **Opredelitev področja in opis problema, ki je predmet raziskave**

S pravno osamosvojitvijo Republike Slovenije od nekdanje Jugoslavije ter s sprejemom Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij in Zakona o gospodarskih družbah v začetku devetdesetih se je v Sloveniji začel postopek oblikovanja družbe, ki sloni na temeljih podjetništva in tržnega gospodarstva. Sprememba lastnine in družbenih odnosov je v zadnjih dveh desetletjih privedla do novih načinov upravljanja in podjetij, ki jih do takrat nismo poznali. Z novo obliko lastništva so se oblikovali tudi pogoji za prevzeme slovenskih družb, katerih postopek je zakonsko določen v Zakonu o prevzemih.

Vsako podjetje si za svoj osnovni cilj zada nenehno povečevanje vrednosti premoženja. Nenehno povečevanje vrednosti premoženja oziroma rast podjetja lahko dosežemo na dva načina: kot notranjo in zunanjo rast. Notranjo rast lahko podjetje doseže v določenih danih okvirih, kar se odraža bodisi v povečanju obsega proizvodnje znotraj obstoječih proizvodnih zmogljivosti bodisi s širitvijo poslovanja v dodatno zgrajenih proizvodnih zmogljivostih.

Združitve (pripojitve, spojitve ...) podjetij so v Sloveniji izredno pogosta in privlačna oblika rasti. Pomembna prednost združitve pred notranjo rastjo je v prihranku časa. Združitev lahko izboljša delo obstoječega vodstva in pripelje do večje učinkovitosti z doseganjem sinergij. Sinergija predstavlja povečano tržno vrednost podjetja zaradi učinkovitejšega izkoriščanja strateških sredstev kot posledico povečanja razlikovalnih lastnosti (Kay, 1993, str. 145). Po razpadu velikih podjetij je nastalo veliko število manjših podjetij, ki pokrivajo majhne tržne deleže in zato težko konkurirajo večjim podjetjem iz tujine.

V poslovnem svetu pa so prevzemi podjetij vsakodneven pojav. Temeljni cilj vsakega prevzema je zagotoviti, da bosta združeni podjetji s pomočjo sinergij in drugih ugodnih posledic prevzema dosegali večjo rast, kot bi jo sicer.

Prevzem pomeni pridobitev kontrolnega deleža v prevzetem podjetju, ki ga prevzemnik pridobi na različne načine in s tem odločno vpliva na poslovanje prevzetega podjetja (Tajnikar, 2000, str. 25). Prevzem si tako lahko razlagamo kot dejanje, ki naj bi prevzemnemu podjetju skrajšalo čas, ki bi ga potreboval za razvoj. Delniške družbe so najpogostejše tarče prevzema. Razlog je v tem, da zaradi razmeroma preprostih prvin, ki veljajo za prenos delnic in s tem spremembe njene lastniške strukture.

Motiv za prevzem je lahko navkljub vseopevanim sinergijam tudi zelo trivialen, na primer davčni motiv, pranje denarja ali pa preprosto prestiž oziroma objestnost prevzemnika (Čelar, 2000).

## **Namen raziskave**

Izbira teme magistrskega dela je predvsem v dveh razlogih. In sicer, prvi je predlog tematike in ponudba pomoči pri pripravi praktičnega dela naloge podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana (v nadaljevanju Publicus), drugi razlog pa je v mojem zanimanju za prevzeme že v celotnem času študija.

V magistrskem delu želim v osnovi predstaviti osnovne pojme s področja prevzemov, predstaviti oblike, vrste in motive prevzemov, v nadaljevanju pa predstaviti finančni in računovodski vidik oziroma dejavnosti prevzemnega procesa na primeru podjetja Publicus. Gorenje d.d. (v nadaljevanju Gorenje) je v zadnjih letih na področju ekologije pospešeno razvijalo poslovno dejavnost celovitega servisa ravnanja z odpadki za potrebe srednjih in večjih industrijskih družb, Publicus pa ima dolgoletne izkušnje s področja obvladovanja komunalnih odpadkov, kar ju je tudi povežalo.

Namen proučevanja prevzema je ta, da lastnikom in vodstvu podjetju Publicus posredujem smiselnost združitve kot obliki zunanje rasti, ter da jim predstavim, kako je le-ta prevzem vplival na samo poslovanje podjetja Publicus. Magistrsko delo bo v pomoč menedžerjem, drugim lastnikom, računovodjem, finančnikom in revizorjem. Menedžerji sprejemajo odločitve o prevzemih. Z vidika lastnikov je združitev smiselna le takrat, ko je donos kapitala združenega podjetja višji od donosa kapitala samostojnih podjetij. Z vidika ravnateljev so pri odločitvi pomembni tudi strateški razlogi, kot so povečanje tržne moči, zmanjševanje stroškov, zmanjševanje poslovnega tveganja, prodor na nove trge itd. Prevzemno in prevzeto podjetje lahko dosežeta učinke ekonomije obsega, kar pomeni, da lahko znižata stroške na enoto proizvoda. Stroški na enoto proizvoda se znižajo zaradi višje produktivnosti in ekonomičnosti poslovanja. Računovodje morajo poznati računovodsko evidentiranje prevzemov. Revizorji pa morajo poznati tako finančne kot tudi računovodske vidike prevzemov, saj pogosto sodelujejo s prevzemnim podjetjem v nekaterih, revizijam podobnih storitvah, ki so podlaga za sprejem odločitve o prevzemu. Analizo podjetja bom izvedla na podatkih o preteklih poslovnih dogodkih.

## **Cilji raziskave**

Cilj magistrskega dela je analizirati delno prevzeto podjetje Publicus in s tem ugotoviti, kako je 51-odstotni delež prevzema podjetja Publicus s strani Gorenja d. d. finančno in računovodsko vplival na samo poslovanje podjetja Publicus. Ugotoviti želim tudi to, ali sta združeni podjetji s pomočjo sinergij in drugih ugodnih posledic prevzema dosegli pospešeno razvijanje na področju ekologije, in sicer poslovne dejavnosti celovitega servisa ravnanja z odpadki za potrebe srednjih in večjih industrijskih družb.



Z analizo prevzema bom poizkušala na kratko predstaviti prevzemno zakonodajo v Sloveniji, predstaviti glavne oblike prevzemov in možne zaplete, ki lahko ogrozijo prevzemni proces, dejavnike uspešnosti prevzema ter na kratko preučiti motive za prevzeme. Preučiti želim, katera izmed faz prevzemne dejavnosti je najobsežnejša s finančnega in računovodskega vidika.

Opozoriti pa tudi želim na ključno vlogo pogosto zamolčanih finančnih in računovodskih strokovnjakov, brez katerih si uspešnega prevzema ne moremo zamisliti.

## **Uporabljene metode raziskovanja**

V magistrskem delu bom uporabila metodo, ki temeljni na izpeljavi teoretičnega modela, ki pa jo bom nato uporabila na konkretnem primeru.

Magistrsko delo bo temeljilo na poglobljenem proučevanju strokovne literature domačih in tujih strokovnjakov s področja financ in računovodstva, znanstvenih razprav in raziskav, ter na iskanju in uporabi različnih virov, ki se nanašajo na temo magistrskega dela. To literaturo bom skušala dopolniti z znanjem, ki sem ga pridobila na dodiplomskem in podiplomskem študiju in tudi pri delu v podjetju Publicus. Svoje izkušnje mi bo zaupala tudi sama vodja financ in računovodstva tega podjetja, ga. Simonka Toman.

Magistrsko delo bo zasnovano na dveh metodoloških konceptih, in sicer teoretičnem in empiričnem. Teoretični del bo temeljil na strokovni literaturi, empirični del pa na tehniki raziskovalnega dela (analiza). V osnovi pa bo naloga temeljila na deduktivni metodi, saj bo izhajala od teoretičnega k praktičnemu delu, dejansko pa, kot vsaka analiza, obsega tako deduktivni kot tudi induktivni del.

## **1 RAST PODJETJA IN PREVZEMI**

### **1.1 Možne oblike rasti podjetja**

Ena izmed temeljnih odločitev podjetja je opredelitev osnovne (celovite) strategije podjetja glede smeri rasti oziroma razvoja. Na tem področju lahko podjetje izbira med strategijo rasti, strategijo ustalitve (normalizacije, konsolidacije) ali strategijo krčenja (dezinvestiranja).

Na rast podjetja lahko gledamo iz dveh vidikov, ekonomskega<sup>1</sup> in poslovnega.

---

<sup>1</sup> Po ekonomski teoriji je razlog, zakaj podjetja rastejo, maksimizacija dobička. To je temeljni motiv. Brez profitnega motiva ne bi bilo trga, ne bi bilo konkurence in tudi podjetništva ne. Nesporno je trg tista meja, ki postavlja zgornjo mejo rasti. Toda podjetje dosega optimalno velikost, ki jo po eni strani trg še dopušča, po drugi strani pa omogoča zaslužiti maksimalni dobiček. Zato vsaj v ekonomski teoriji podjetje širi svoj obseg proizvodnje, zaposleno delovno silo, potrošene surovine, energijo, pa tudi proizvodne zmogljivosti do tiste meje, ko se mu dobiček povečuje. Podjetje bo tudi pri danih proizvodnih zmogljivostih imelo takšen obseg proizvodnje, da bo izkoriščanje danih proizvodnih zmogljivosti privedlo do maksimalnega dobička na enoto vloženega kapitala (Tajnikar, 2000, str. 19).

Slika 1: Odločitev podjetja o osnovni strategiji



Vir: S. Macur, *Prevzemi podjetij – strateški vidik*, 1996, str. 71.

Slika 1 nam prikazuje različne vrste strategij. Strategija ustalitve je običajno posledica stagnacije gospodarske rasti. Poznamo dve obliki strategije ustalitve, in sicer: strategijo ohranitve in strategijo konsolidacije. O prvi govorimo v primeru, ko podjetje dosega zastavljene načrte in želi zgolj ohraniti obstoječe stanje, medtem ko o drugi govorimo v primeru, ko v podjetju nastajajo načrtne vrzeli in jih želi podjetje s povečevanjem učinkovitosti poslovanja odpraviti.

Strategija krčenja pomeni zmanjševanje obsega poslovne dejavnosti in se odraža kot opuščanje tistih dejavnosti, ki so za podjetje nedonosne (podjetje lahko določene dele proda, jih prenese na druga podjetja, da drugim podjetjem v najem ipd.). V njenem okviru sta značilni strategiji revitalizacije in strategija preobrata, ki ju podjetje zasleduje glede na določeno stanje, v katerem se nahaja (predvsem glede na globino oziroma resnost krize oziroma glede na zastavljene dolgoročne cilje poslovanja). Strategija preobrata lahko pomeni umik podjetja na tista poslovna področja, kjer ima podjetje osrednje sposobnosti (Pučko, 1996, str. 189).

Tretja možna strategija je strategija rasti oziroma strategija razvoja. Tako rast podjetja kot širjenje oziroma povečevanje obsega lahko izrazimo v obliki rasti prodaje, izvoza, proizvodnje (merjenje bodisi v fizičnih ali pa v denarnih merskih enotah), kot tudi rasti prihodkov, dobička in kapitala.

Podjetje v času svojega obstoja raste na različne načine. Spodbude za rast lahko prihajajo iz dveh glavnih virov: zunanjih in notranjih. Spremembe v povpraševanju, tehnološke inovacije in spremembe v pogojih na trgu ponujajo možnosti podjetju, da izboljša svoj konkurenčni položaj. Rezultat tekmovanja med podjetji so proizvodi boljše kakovosti in prilagojenosti potrebam kupcev, proizvodni proces pa je hitrejši in cenejši. Notranje dejavnike rasti pa je treba videti v prvi vrsti v neizkoriščenih resursih, s katerimi podjetje razpolaga.

Notranja rast se odraža bodisi v povečanem obsegu proizvodnje znotraj obstoječih ali s širitvijo poslovanja v dodatno zgrajenih proizvodnih zmogljivostih. Pri tem lahko količinsko povečamo obseg proizvodnje ali

spremenimo tehnično-organizacijske postopke, tako da se poveča število vrst proizvodov, ali uvedemo dodatne stopnje predelave, obdelave ali dodelave delovnih predmetov. Pred odločitvijo o notranji rasti podjetja je potrebno temeljito preučiti vse negativne in pozitivne dejavnike, ki na to vplivajo. V manjših podjetjih temeljito načrtovanje in realizacija različic interesne rasti na bolj neformalni osnovi, obseg strateškega načrtovanja je nesorazmerno manjši, ideje pa se porajajo bolj stihijsko v tesni povezavi z vsakodnevnim poslovanjem.

Glavna slabost notranje rasti je relativno dolgo časovno obdobje, ki preteče od vstopa na novo področje pa do časa, ko podjetje z novo razvito poslovno enoto doseže dobiček. Slabo poznavanje novih trgov in tehnologije lahko povzroči veliko napak, posledica katerih je negativni poslovni izid. Alternativen način pridobitve nove tehnologije predstavlja licenciranje. Temeljna prednost tega načina je izognitev tveganju razvoja novih proizvodov, saj koristimo izkušnje in znanja dajalca licence. Čas uvajanja novega izdelka na trg je kratek.

Zunanja rast se realizira v procesu združevanja podjetij. Pri zunanji rasti se gospodarske zmogljivosti v okviru narodnega gospodarstva ne povečujejo, temveč običajno nastaja le nova, večja gospodarska združba v okviru narodnega gospodarstva, ki dejansko pomeni le drugačno kombiniranje obstoječih gospodarskih zmogljivosti. Zaradi povezovanja aktivnosti lahko nastajajo sinergije. Sinergija predstavlja povečano tržno vrednost podjetja zaradi učinkovitejšega izkoriščanja strateških sredstev kot posledico povečanja razlikovalnih lastnosti (Kay, 1993, str. 145). Razlikovalne lastnosti so nekatere značilnosti podjetja, ki jih druga podjetja nimajo.

Združevanja, nakupi in prevzemi se v visoko tehnoloških panogah pojavljajo kot odgovor na zahteve trga po hitrem razvoju novih izdelkov in tehnologij. V omenjenih panogah je čas od zamisli do začetka trženja produkta eden izmed bistvenih dejavnikov tržnega uspeha. Vodstva podjetij od zunanje rasti pričakujejo določene rezultate, ki naj bi v končni fazi povečali učinkovitost prenovljenega podjetja. Prevladujeta dva motiva, in sicer je prvi neoklasična hipoteza, kjer so v ospredju interesi lastnikov podjetja, torej povečevanje premoženja, drugi pa je zasledovanje lastnih interesov vodstva v škodo interesov lastnikov.

Z oblikovanjem ustrezne strategije je potrebno predvsem temeljito poznavanje lastnih prednosti in slabosti. Pri združevanju se običajno išče podjetje, ki bi se dopolnjevalo z našim tako, da bi izkoristilo naše prednosti za boljše skupno učinkovitost ali pa s svojimi prednostmi izboljšalo naše šibke točke. Kadar govorimo o združitvah podjetij, naletimo na pojem kultura podjetja. Je eden izmed najbolj občutljivejših dejavnikov združitenega procesa.

## 1.2 Razlogi za izbiro določenega načina rasti podjetja

Potem ko podjetje izbere ustrezno strategijo rasti, mora identificirati različne možne poti za njeno realizacijo. Izbira med notranjo in zunanjo rastjo mora biti skladna z odgovorom na temeljito vprašanje podjetja: »Kje je oziroma kam želi v prihodnje«? Vsako podjetje pred odločitvijo pretehta prednosti in pomanjkljivosti, ki mu jih prinaša posamezna oblika rasti.

Obstaja več razlag o možnih motivih, ki vodijo ravnatelje in lastnike do združitvev podjetij. Najpogosteje uporabljeni so:

- finančni (realizacija tako imenovanega »dobrega posla«, izdaja nove emisije delnic za potrebe nakupa podjetja z namenom povečanja dobička na delnico, izboljšanje finančne strukture – finančni vzvod in drugi);
- poslovni (želja po povečanju tržnega deleža/zmanjšanju konkurence, želja po rasti, sinergijah, varnosti dobav in prodaje ter diverzifikaciji poslovanja);
- ostali motivi (prestiž, večja publiciteta, prevzem kot obramba, kot sredstvo za pridobitev licenc, uresničenje pozitivnih davčnih učinkov in drugi).

S prevzemom lahko kupec uresniči pozitivne sinergije v poslovanju, še posebej, če se združi s podjetjem na istem ali povezanem področju poslovanja. Tako se poveča moč podjetja na področju uporabljene tehnologije, »know-howa«, trženja, zmogljivosti na področju razvoja in raziskav ter upravljavskih sposobnosti in znanj. Podobne učinke sinergij lahko opazimo tudi v primeru uspešne združitve podjetja, ki je prodorno in uspešno na področju razvoja in raziskav, s tradicionalnim proizvodnim podjetjem.

V primeru podjetja, katerega blagovna znamka na trgu je že uveljavljena, podjetje zelo verjetno ne bo imelo težav pri uvajanju proizvoda na trg. Velika podjetja imajo prednost pred svojimi manjšimi tekmeci, saj lahko izkoristijo določene prihranke zaradi proizvodnje v velikem obsegu. Uporabljajo dražjo opremo, njene stroške razporedijo na večje število proizvodov, prodajo svojih izdelkov pa lahko razpršijo na geografsko širšem območju.

## 1.3 Prevzemi

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

Po mednarodnih računovodskih standardih (MRS 22 – Poslovne združitve) se prevzem opredeljuje kot poslovna združitev, pri kateri eno podjetje, prevzemnik, pridobi oblast nad čistim premoženjem in

delovanjem drugega, prevzetega podjetja, v zameno za prenos sredstev, zadolžitev ali izdajo kapitala (Bertoncelj 2008, str. 15).

Slika 2 nam prikazuje oblike prevzemov, ki jih poznamo v Sloveniji.

*Slika 2: Oblike prevzemov*



Vir: A. Bertoncelj, Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha, 2008, str. 16.

Prevzem lahko razumemo širše ali ožje. Prevzem je pridobitev nadzora nad pravno osebo, ki s potrebnimi sredstvi opravlja neko dobičkonosno dejavnost. Če kapital pravne osebe predstavljajo delnice, potem gre za pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe, ki prevzemniku zagotavljajo zadosten delež glasovalnih pravic. S kontrolnim deležem glasovalnih pravic (po slovenski zakonodaji gre za več kot 25 % delnic z glasovalno pravico) prevzemnik vpliva na poslovanje prevzete družbe in na sprejem odločitev na skupščini delničarjev oziroma družbenikov, če kapital sestavljajo poslovni deleži. V prevzemnem postopku govorimo o prevzemniku (družba, ki prevzema drugo družbo) in njegovi tarči oziroma ciljni družbi, ki je predmet prevzema. Ta je za prevzemnika mamljiva zaradi različnih ekonomskih in drugih razlogov.

S priključitvijo podjetja razumemo nakup podjetja in njegovo vključitev v drugo podjetje, pogosto v obliki poslovne enote ali podružnice priključevalca (Lahovnik, 1998, str. 15). Pri tem je potrebno z vidika pravne samostojnosti ciljnega podjetja ločevati med:

- nakupom večinskega deleža v ciljnem podjetju, kjer podjetje jamči za obveznosti ciljnega podjetja le do višine svojega večinskega deleža, ciljno podjetje pa še naprej obstaja kot samostojna pravna oseba, in
- vključitvijo ciljnega podjetja v prevzemno podjetje, s tem, da ciljno podjetje preneha obstajati kot samostojna pravna oseba in prevzemno podjetje v celoti z vsem svojim premoženjem jamči za obveznosti ciljnega podjetja.

Pojem prevzema je lahko opredeljen formalno in materialno (Galun, 2004, str. 5):

- formalnopravno je prevzem sistem prevzemne ponudbe in sprejema le-te za odkup s strani zadostnega števila naslovljenih delničarjev. Po zakonu o prevzemih je podjetje prevzeto že, če prevzemnik pridobi kontrolni delež delnic z glasovalno pravico v višini najmanj 25 odstotkov,
- materialnopravno je prevzem lahko opredeljen kot transakcija, ki določeni osebi ali skupini oseb zagotovi tolikšno količino glasovalnih pravic v podjetju, da si z njo zagotovijo kontrolo oziroma nadzor podjetja, to je ciljne družbe.

V literaturi pojem prevzem (takeover) pogosto uporabljamo kot sinonim za priključitev podjetja, pri čemer je prevzem bolj pravni pojem. Večina ekonomistov, ki raziskujejo fenomen združevanja in priključevanja podjetij, pa uporablja pojem »merger«, v katerem so zajeti vsi trije pojmi. Priključitev običajno poteka med podjetjema različnih velikosti in je lahko prijazna ali sovražna (Lahovnik, 1998, str. 15).

Čerinova definicija pa ugotavlja in pojasnjuje, da je prevzem lahko sovražen le do zaposlenih ciljne družbe (vključno z upravo) – ne pa do delničarjev, ki imajo svobodno izbiro (Čerin, 2000, str. 67).

Bešter, podobno kot Čerin, prevzem opredeli širše, kot splošen pojem, ki vključuje vse različne oblike pridobitve nadzora nad določenim podjetjem. Znotraj prevzema uporablja izraze združitev, prevzem z odkupom delnic premoženja (tudi ponudba za prevzem) in prevzem z odkupom premoženja ciljnega podjetja (Bešter, 1995, str. 13).

Prevzem je proces prenosa lastništva sredstev ali delnic z enega podjetja na drugo, pri katerem eno podjetje preneha obstajati (Zupančič, 2001, str. 4).

S prevzemi običajno označujemo pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki prevzemnemu podjetju zagotavlja kontrolni delež za odločilno vplivanje na poslovanje podjetja, ki je bilo prevzeto (Tajnikar, 2000, str. 25).

Kovač pa prevzem definira ožje – označi ga kot nezaželeno, tudi sovražno obliko ponudbe za odkup delnic (Kovač, 2000, str. 72).

Tajnikar pa zaključi s temeljno značilnostjo vseh prevzemov, da gre za kupoprodajni odnos, v katerem prevzemno podjetje oziroma lastniki prevzemnega podjetja z nakupom delnic dotedanjih lastnikov prevzetega podjetja pridobijo kontrolni delež v prevzetem podjetju (Tajnikar, 2000, str. 36).

Besedo prevzem pa pomensko včasih radi zamenjamo za združitev, spojitev, pripojitev, prijazni in sovražni prevzem. Iz tega razloga bom na kratko predstavila te pojme:

#### a) Združitev

Združitve so obojestransko želeno povezovanje podjetij, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. Ločimo pripojitve in spojitve. V obeh primerih gre za prenos z univerzalnim pravnim nasledstvom, torej za prenos premoženja in obveznosti (aktive in pasive). Združitve so običajno negotovinske transakcije, kjer lastniki dveh ali tudi več podjetij med seboj zamenjajo svoje delnice ali poslovne deleže. V takšnih primerih ni potrebno črpati lastnih virov ali iskati zunanjih virov financiranja. V tujini so tovrstne delne ali popolne negotovinske transakcije z zamenjavami delnic pogoste, uveljavljajo se tudi pri nas. Podjetja se na takšen način izognejo finančnemu izčrpanju, saj lahko razpoložljiva sredstva namenijo za realizacijo strateških in finančnih ciljev po integraciji (Bertoncelj, 2008, str. 16-17).

#### b) Pripojitev

Pripojitev je prenos enega ali več podjetij (prevzeto podjetje) v zameno za zagotovitev delnic oziroma poslovnih deležev prevzemnega podjetja. Pri pripojitvah od vseh podjetij, ki se združujejo, ostane le eno samo (Tajnikar, 2000, str. 28), medtem ko ostala vse svoje premoženje in obveznosti prenesejo na to podjetje, sama pa prenehajo obstajati. Temeljna oblika pripojitve je tista, pri kateri prevzemno podjetje izda nove delnice v zameno za delnice prevzetega podjetja (v primeru delniške družbe), ki preneha z delovanjem, njegovo dejavnost tako v celoti prevzame prevzemno podjetje. V takšnih primerih gre za prenos delnic ali poslovnih deležev (pri družbah z omejeno odgovornostjo) in ne za nakupe (Bertoncelj, 2008, str. 17).

#### c) Spojitev

Spojitev je ustanovitev nove kapitalske družbe, na katero preide premoženje družb, ki se spajajo, v zamenjavo za zagotovitev delnic oziroma poslovnih deležev nove kapitalske družbe. Pri spojitvah se dva ali več podjetij združi v popolnoma novo podjetje, ostala podjetja nanj prenesejo svoje premoženje in obveznosti ter prenehajo obstajati. Kot sinonim se uporablja pojem konsolidacija. Temeljna oblika spojitev je tista, pri kateri z zamenjavo vseh delnic ali deležev nastane nova entiteta. Kadar želimo ohraniti pravo samostojnost in kontinuiteto v delovanju in velikosti povezujočih se entitet, spojitev izvedemo z ustanovitvijo holdinga, ki upravlja samostojne pravne osebe. Izvesti je mogoče še delno zamenjavo delnic ali poslovnih deležev in omogočiti medsebojno kontrolo entitet, ki so običajno vertikalno povezane, ter se tako izogniti nevarnosti nastanka prevelikih podjetij (Bertoncelj, 2008, str. 18).

### **1.4 Vrste prevzemov**

Gre za odnos med prevzemnikom in prevzeto družbo, kot je vidna navzven, drugim udeležencem na trgu. Sam prevzem se odraža v možnostih in obnašanjih ostalih podjetij na trgu. S stališča varovanja konkurence sama povezava še ni problematična, vse dokler ne postane podlaga za protikonkurenčna dejanja.

Obstajajo naslednje štiri glavne kategorije prevzemov:

- vodoravni ali horizontalni prevzemi,
- navpični ali vertikalni prevzemi,
- mešani ali konglomeratni prevzemi,
- sorodni ali kongenerični prevzemi.

#### a) vodoravni ali horizontalni prevzemi

Vodoravni prevzemi označujejo povezovanje podjetij iz iste sorodne panoge, pogosto neposrednih tekmecev. V praksi so najpogostejši. Glavni motiv je doseganje ekonomije obsega<sup>2</sup> v proizvodnem ali distribucijskem segmentu poslovanja. To je najlažje doseči s prevzemom sorodnega podjetja, ki se ukvarja z enako dejavnostjo. S povečanim obsegom poslovanja ustvarjajo velike proizvajalce ali celo monopoliste, ki obvladujejo širše okolje in ne le lokalne trge. Namen je izločitev presežnih kapacitet v visoko konkurenčnih liberaliziranih okoljih ter zmanjševanje stroškov na proizvedeno enoto (Bertoncelj, 2008, str. 19). Primer horizontalnega prevzema v praksi nam prikazuje slika 3.

*Slika 3: Primer horizontalnega prevzema*



*Vir: Adriatic Slovenica, 2005.*

#### b) navpični ali vertikalni prevzemi

Navpični prevzemi označujejo povezovanje podjetij v isti ali sorodni panogi, ki so v različnih fazah produkcijske verige. Pomenijo večanje učinkovitosti v vrednostni verigi. V Sloveniji so takšni prevzemi redki, saj znižujejo strateško fleksibilnost podjetja. Pri navpični naprej – integraciji gre za prevzem ali združitev kupca, medtem ko gre pri navpični nazaj – integraciji za prevzem ali združitev dobavitelja. V praksi je pogostejši prevzem med dobaviteljem in kupcem. Pogosto je njihov namen pridobitev dominantne pozicije v prodaji na drobno (Tekavec & Pučnik, 2002, str. 84-85). Primer vertikalnega prevzema v praksi nam prikazuje slika 4.

*Slika 4: Primer vertikalnega prevzema*



*Vir: Teksid Aluminium, 2007.*

<sup>2</sup> Ekonomija obsega: dolgoročno upadanje povprečnih stroškov, ki ga dosegamo, kadar proizvajamo izdelek v večjih količinah.



### c) mešani ali konglomeratni prevzemi

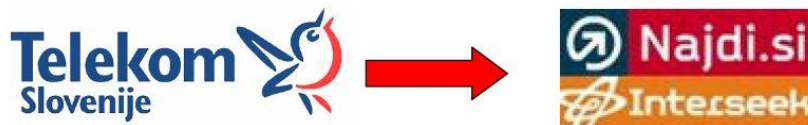
Mešani prevzemi označujejo povezovanje podjetij v nepovezanih poslovnih segmentih, kjer podjetja nimajo ničesar skupnega (čisti konglomerati) in so si tržno-geografsko povsem različna. Izvedeni so predvsem zaradi zmanjševanja poslovnih tveganj in širitve v bolj dobičkonosne panoge. Kljub razširjenemu mnenju, da multidivizijska konglomeratna podjetja z razpršeno dejavnostjo niso najbolj učinkovita, so lahko zaradi boljšega pretoka informacij in uporabe notranjih virov zelo uspešni posamezni primeri struktur, ki delujejo kot notranji trgi kapitala v okviru konglomerata (Bertoncelj, 2008, str. 20).

Konglomeratni prevzemi nastajajo največkrat zaradi (Glas, 1997, str. 196):

- razširitve proizvodov, če gre za dva različna, vendar povezana proizvoda,
- tržne razširitve, kadar gre za podjetji, ki proizvajata enak izdelek, vendar poslujeta na geografsko različnih trgih,
- čistega konglomerata, ko podjetja nimajo nič skupnega.

Primer konglomeratnega prevzema v praksi nam prikazuje slika 5.

*Slika 5: Primer konglomeratnega prevzema*

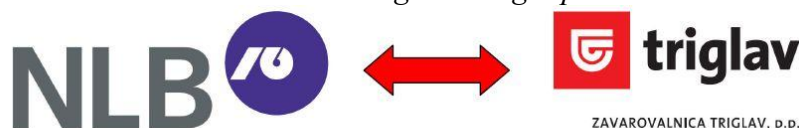


*Vir: Najdi.si, 2009.*

### d) sorodni ali kongerični prevzemi

Sorodni prevzemi označujejo povezovanje podjetij, ki delujejo v segmentu enake ciljne skupine strank. To je povezanost podjetij s skupno tehnologijo, proizvodni procesi ali trgi. Tovrstna povezanost služi razširitvi asortimaja izdelkov in njihovi posodobitvi. Omogoča izkoriščanje skupnih ekonomskih, tehničnih in tržnih potencialov. Namen sorodnih prevzemov je povečanje dodane vrednosti na proizvodno enoto ali storitev v svoji jedrni panogi. Ustvarjajo poslovno vez med enakimi ali zelo sorodnimi procesi s ciljem povečati število poslovnih relacij na trgu. Pomenijo nadgradnjo obstoječe storitve z novo sorodno storitvijo, kjer je možno uporabiti obstoječo infrastrukturo. V prihodnosti lahko pričakujemo številne sorodne povezave, to pa zaradi preoblikovanja tradicionalnih vrednostnih verig. Primer kongeričnega prevzema v praksi nam prikazuje slika 6.

*Slika 6: Primer kongeričnega prevzema*



*Vir: Nova Ljubljanska banka, 1998.*

## 1.5 Zgodovina prevzemov

Prevzemi podjetij so bili že v 19. stoletju pomemben del angloameriške poslovne tradicije, vendar lahko o večji prevzemni aktivnosti govorimo šele od konca 19. stoletja. V omenjenem obdobju lahko vidimo pet obdobj, za katera je značilno izrazito povečanje združitvenih in prevzemnih aktivnosti. Ta obdobja, imenovana tudi »združitveni valovi (angl. merger waves), se ujemajo z obdobji pospešene gospodarske rasti in s pomembnimi tehnološkimi inovacijami.

Različni avtorji govorijo o zgodovini prevzemov različno. Skoraj vsi so si enotni, da je bilo doslej pet različnih valov (obdobj) prevzemov, vsak pa ima svojo časovno lestvico, kdaj je kateri od teh valov trajal. Razlika je tudi med valovi v Evropi in ZDA. Celinska Evropa, kar se tiče prevzemov, zaostaja za ZDA, lahko pa se z njimi primerja Velika Britanija, ki je po prevzemih v Evropi<sup>3</sup> na prvem mestu.

Prvi val prevzemov v Evropi se je začel okoli leta 1880 in je trajal vse do leta 1904<sup>4</sup> (McCahery, 2003, str. 35), vzrok zanj pa je odkritje parnega stroja in začetek industrializacije. Največja spodbuda za te večinoma horizontalne prevzeme in združitve je bilo ustvarjanje monopolov. Sprejetje protimonopolnih zakonov je imelo velik vpliv na drugi val prevzemov, ki se je začel leta 1919 in je trajal skozi dvajseta leta prejšnjega stoletja. Stari monopolisti so bili razbiti in začel se je val vertikalnih prevzemov in združitev. Tretji val prevzemov se je začel v petdesetih letih in je svoj vrhunec dosegel sredi šestdesetih let prejšnjega stoletja. Zanj je značilno, da je prihajalo do diverzifikacije proizvodnje in velikih konglomeratnih združitev in prevzemov, ki so imeli za cilj obvladovanje globalnega trga. Razvoj novih finančnih instrumentov in trgov je olajšal financiranje prevzemov in pripeljal do četrtega vala združitev in prevzemov, ki je potekal v letih od 1983 do 1989. V tem obdobju je bilo največ prevzemov in združitev v biotehnični in elektronski industriji. Peti val združitev in prevzemov je trajal v letih od 1993 do 2000 in je sovpadal z ekonomskim razcvetom, razvojem interneta in telekomunikacij. Leta 2001 je zaradi zmanjšanja zaupanja potrošnikov v te industrije, prav tako pa tudi zaradi prezasičenosti s starimi industrijami, prišlo do nenadnega velikega zmanjšanja števila prevzemov in združitev.

---

<sup>3</sup> V letu 2001 so bila glede prevzemov v EU najbolj aktivna britanska podjetja, ki so opravila kar 31,4 % vseh v EU opravljenih prevzemov, ob tem, da je bil delež britanskega bruto domačega proizvoda (BDP) le 13,2 % BDP EU. Na drugem mestu je Nemčija s 16,3 % prevzemov, ob tem, da njen BDP predstavlja 28,3 % BDP EU, tretja pa je Francija s 13,5 % prevzemov in 18,1 % BDP (McCahery 2003, str. 38).

<sup>4</sup> Gaughan (2004, 4) kot čas prvega vala združitev v ZDA navaja obdobje od 1895 do 1903, drugega od 1922 do 1929, tretji se je odvijal skozi petdeseta leta, četrti pa v osemdesetih letih. Petega vala prevzemov še ne omenja, saj je njegova knjiga izšla sredi devetdesetih let. V Veliki Britaniji oziroma v Evropi pa naj bi si valovi sledili takole: prvi v dvajsetih, drugi v šestdesetih, tretji pa v osemdesetih letih 20. stoletja. Ta tretji val se je pozneje preselil še v celinsko Evropo.

## 1.6 Zakon o prevzemih

V zvezi s prevzemi razlikujemo med prevzemom gospodarske družbe in prevzemom podjetja. Z ekonomskega vidika se pri uporabi termina »prevzem podjetja« obravnavajo različne oblike pridobitve nadzora nad določenim podjetjem. Nadzor nad podjetjem se lahko pridobi na različne načine. V osnovi gre za tri glavne oblike:

- pridobitev nadzora z odkupom celega ali dela podjetja kot objekta, premoženja oziroma aktive druge gospodarske družbe,
- pridobitev z odkupom delnic,
- pridobitev z združitvijo, bodisi s pripojitvijo ali spojitvijo.

Zakon o prevzemih (ZPre-1)<sup>5</sup> ureja način, pogoje in postopke v zvezi s prevzemno ponudbo (Kocbek et al., 2006, str. 189). Nov zakon o prevzemih je začel veljati z 11. 8. 2006.

Prevzem je položaj, ko prevzemnik sam ali skupaj z osebami, ki delujejo usklajeno z njim, doseže prevzemni prag. Prevzemni prag pa je položaj, ki nastopi, ko prevzemnik doseže 25-odstotni delež glasovalnih pravic v ciljni družbi.

Prevzemnik mora pred objavo prevzemne ponudbe o tem, da namerava dati takšno ponudbo, obvestiti agencijo, poslovodstvo ciljne družbe in organ, pristojen za varstvo konkurence in jo isti dan objaviti.

Poslovodstvo ciljne družbe in prevzemnik morata o prevzemni nameri takoj obvestiti predstavnike delavcev, če teh ni, pa delavce. »Prevzemna ponudba je javno objavljen predlog za sklenitev pogodbe, ki je naslovljena na vse imetnike vrednostnih papirjev in s sprejemom, katerega je sklenjena pogodba o prodaji teh vrednostnih papirjev med prevzemnikom kot kupcem in akceptantom kot prodajalcem.« (Kocbek et al., 2006, str. 192).

## 1.7 Oblike prevzemov

Po obliki prevzeme delimo na:

- nakupe pasive ali kapitala podjetja,
- nakupe aktive ali sredstev podjetja.

Ločimo še dve glavni kategoriji nakupov pasive ali kapitala podjetja:

- prevzemi z odkupom delnic ali poslovnih deležev,
- združitev (spojitve in pripojitve).

Zaradi specifičnega načina pridobitve kontrolnega lastniškega deleža po navadi ločeno preučujemo naslednji obliki nakupov kapitala podjetja:

- odkupi z zadolžitvijo,
- prevzemi s pridobitvijo pooblastil za zastopanje.

---

<sup>5</sup> Uradni list RS, št. 79-3446/2006.

Nakupe aktive ali sredstev podjetja imenujemo tudi prevzemi z odkupom premoženja.

Poznamo:

a) prevzemi podjetij z odkupom delnic oziroma poslovnih deležev

Pomen nakupov zadostnega števila ali celo vseh delnic z glasovalno pravico neke odprte delniške družbe, in sicer neposredno od njenih delničarjev. Glavni namen prevzema je pridobitev kontrolnega lastniškega deleža v ciljnem podjetju, v obliki delnic ali poslovnih deležev, ki omogoča nadzor nad prevzetim podjetjem. Po prevzemu ostane ciljno podjetje v celoti odgovorno za vse svoje obveznosti, razen v primeru, če pozneje prevzem preraste v formalno združitev podjetja. Postopek se lahko začne z diskretnimi pogovori menedžerjev obeh podjetij. V določenem trenutku mora priti do neposredne ponudbe za odkup delničarjem ciljnega podjetja. Ponudba je objavljena v sredstvih javnega obveščanja – v časopisih. V nekaterih primerih se uporablja osebna pošta. Za razliko od združitve podjetij prevzemnik le redko odkupi 100 odstotkov delnic. Posamezni delničarji se lahko odločijo, da svojih delnic ne bodo prodali. Pri prevzemu z odkupom delnic ni treba sklicati skupščine delničarjev, niti drugače pridobiti njihovega soglasja (Bešter, 1996, str. 31).

b) prijateljski prevzemi

Ko prevzemno podjetje identificira potencialno tarčo, mora poleg rutinskih odločitev glede cene oziroma cenovnega razpona ter načina plačila sprejeti tudi odločitev o pristopu do menedžmenta ciljnega podjetja. V primeru, da menedžment prevzemnika odkrije skupne koristi v sodelovanju z menedžmentom ciljnega podjetja in predpostavlja odobravanje z nasprotne strani, ga pokliče in predlaga eno od oblik prijaznega oziroma prijateljskega prevzema oziroma prijateljske združitve (Brigham, 2002, str. 867). Prijateljski prevzem se začne z zasebno in zaupno ponudbo upravi ciljne družbe ali le predsedniku uprave. Prevzemnik dalj časa pred ponudbo ne kupuje delnic ciljne družbe. Prednost prijateljskega prevzema je, da ima prevzemnik dostop do nejavnih podatkov glede ciljne družbe in se lažje pogaja o morebitni združitvi s ciljno družbo (Kocbek et al., 2006, str. 20).

c) sovražni prevzemi

O sovražnem prevzemu govorimo, ko se pridobi kontrola nad delniško družbo zoper voljo njenega vodilnega menedžmenta oziroma organa upravljanja (Bešter, 1996, str. 101). Običajni cilj sovražnih prevzemov je zamenjava dotedanega menedžmenta podjetja z novim, ki bo dosegel boljše poslovne rezultate, zato so prevzemi navadno sovražni le do menedžmenta (Bešter, 1996, str. 101). Tudi zakonsko urejanje prevzemov izhaja iz predpostavke, da je prevzem lahko sovražen samo do vodstva ciljne družbe.

Za sovražni prevzem torej gre, če se menedžment ciljnega podjetja upre prevzemu z uporabo različnih mehanizmov, bodisi na začetku, ob podani

ponudbi, bodisi sredi pogajanj ali postopku. Vendar je prevzem sovražen tudi takrat, kadar se menedžment ciljne družbe ne brani oziroma se ne more braniti, bodisi zaradi zakonskih, statutarnih ali časovnih razlogov bodisi zaradi nesposobnosti uprave ali drugačnih interesov. Pomembno je namreč dejstvo, da je prevzem zanj nezaželen (Bešter, 1996, str. 102).

Cilj sovražnih prevzemov je zamenjava dotedanjega menedžmenta podjetja z novim, ki bo doseglo boljše poslovne rezultate, zato so prevzemi lahko sovražni samo do menedžmenta in nikakor do delničarjev ciljnega podjetja. Kot učinek prevzemov na delničarje ciljnih družb imajo delničarji ciljnih podjetij v sovražnih prevzemih priložnost, da realizirajo visoke premije (Kocbek et al., 2006, str. 19).

Trije elementi, ki odpirajo pot k sovražnemu prevzemu, so:

- nizka vrednost delnic glede na kotacijo,
- nizek koeficient zadolženosti in lastniškega kapitala,
- visok odstotek institucionalnih vlagateljev, ki imajo delnice podjetja.

Večstopenjska ponudba visoko tveganih obveznic je najučinkovitejša metoda za sovražni prevzem podjetja. Plenilski podjetnik prevzame majhen odstotek podjetja, zbere finančne pokrovitelje in oblikuje privlačno ponudbo za 51 odstotkov podjetja, financirano preko visoko tveganih obveznic. Sovražni prevzem lahko podjetje izpelje tudi s privoljenjem delničarjev. Ta prevzem se zgodi, kadar večina delničarjev ni zadovoljna s trenutnim vodstvom. Rast sovražnih prevzemov je spodbudila podjetja k uporabi niza obrambnih ukrepov. Eden izmed ukrepov je pogodbeni klavzula, ki določa stopnjo dopustnih zadolžitvev (Antončič et al., 2002, str. 410-411).

#### d) združitev podjetij s pripojitvijo ali spojitvijo

O združitvi podjetij govorimo, kadar iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. »Po zakonu o gospodarskih družbah se dve ali več podjetij združi s pripojitvijo ali spojitvijo« (Bertoncelj, 2005, str. 80). Združitev se uporablja tudi za izrinjenje preostalih manjšinskih delničarjev, da se doseže stodontno lastništvo.

Kadar od vseh podjetij, ki se združujejo, preživi eno samo – druga podjetja nanj prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti, takrat govorimo o pripojitvi. Pri pripojitvi preživi le eno podjetje, preostala prenehajo obstajati in prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti na podjetje. Kadar se dve podjetji ali več podjetij združi v neko popolnoma novo podjetje, takrat pa govorimo o spojitvi. To novo podjetje prevzame nase vse premoženje in obveznosti podjetja, ki preneha obstajati. Spojitve imajo določene prednosti v primerjavi s pripojitvami. Ob združevanju različno velikih podjetij je običajno, da se manjše podjetje pripoji k večjemu. Kadar sta podjetji približno enake velikosti, je pogosto težko pridobiti pristanek katerega koli izmed nadzornih svetov podjetij, s katerim bi prenehalo obstajati njihovo podjetje (Bešter, 1996, str. 30-31).

Če na kratko povzamemo ugotovitve, potem lahko sklepamo, da je podlaga za združitev oziroma pripojitev v statusnopravnih predpisih, podlaga za prevzem pa v predpisih, ki urejajo prevzeme. Nadalje je pomembna razlika v tem, da po prevzemu ostane prevzeta družba še naprej samostojna pravna oseba, v primeru pripojitve oziroma združitve pa prejšnja pravna oseba preneha. Povezuje ju dejstvo, da je prevzem lahko predfaza združitve oziroma metoda za dosego združitve. V primeru nakupa zadostnega števila delnic namreč prevzemnik lahko izpelje sprejem ustreznih statusnopravnih sklepov, ki omogočijo združitev oziroma pripojitev.

#### e) prevzemi podjetij z odkupom premoženja

Prevzemnik pridobi nadzor nad drugim podjetjem z odkupom dela ali celote njegovega premoženja. Prevzemno podjetje kupuje del ali celotna sredstva ciljnega podjetja. Nakupi sredstev so redki, običajno so v likvidacijskih ali stečajnih postopkih ali javnih dražbah. Za ta postopek je potrebna večina glasov delničarjev ciljnega podjetja, ni pa potrebno glasovanje delničarjev prevzemnika. Bistvene so razlike med združitvami in prevzemi z odkupom premoženja. Pri združitvah gre za hkraten in celovit prenos vsega premoženja in vseh obveznosti na eno pravno osebo. Pri prevzemniku z odkupom premoženja je postopek lahko različen za vsako posamezno postavko v bilanci premoženja. Prevzemnik nase prevzame le pogodbeno dogovorjene in izrecno navedene obveznosti (Bešter, 1996, str. 32-33). Prevzem z odkupom premoženja zahteva pripravo številnih dokumentov za prenose lastništva nad posameznimi sredstvi in pridobitev potrebnih soglasij (Bertoncelj, 2005, str. 85-86).

Prednosti prevzemov z odkupom premoženja:

- za izvedbo prevzema je dovolj zasedanje delničarjev ciljnega podjetja,
- manjšinski delničarji prevzemniku ne morejo preprečiti stodontnega lastništva nad podjetjem,
- obveznosti in odgovornosti prevzemnika, ki izhajajo iz preteklega poslovanja ciljnega podjetja, so opredeljene v pogodbi o odkupu premoženja,
- prevzemnik ima precejšnjo prostost pri razporejanju skupnega zneska za odkup premoženja med posamezne postavke tega premoženja, kar lahko zmanjša sedanjo vrednost njegovih prihodnjih davčnih obveznosti.

Pomanjkljivosti prevzemov z odkupom premoženja:

- postopek je zelo zapleten, saj zahteva pripravo številnih dokumentov za prenos lastništva nad posameznimi deli premoženja na novega lastnika,
- potrebna so številna soglasja, na primer za zgradbe, kupljene na zakup, obremenjene s hipoteko, in dodatna pogajanja za podaljšano veljavnost različnih pogodb,
- sodišča lahko ugotovijo, da gre dejansko za združitev, kar pomeni, da je prevzemnik v celoti odgovoren za vse obveznosti ciljnega podjetja,
- prevzemnikom so naložene dodatne obveznosti v zvezi z registracijo vrednostnih papirjev uporabljenih transakcij, v zvezi s prenosom

obveznosti do programov za upokojevanje zaposlenih in obveznosti, ki izhajajo iz izdelkov, zaposlovanja, ekologije (Bešter, 1996, str. 36).

f) prevzem s pridobitvijo pooblastil za zastopanje (proxy fight)

Je ustrezno overjeno in časovno omejeno pooblastilo, ki pooblaščenim osebam daje pravico, da v imenu podpisnika pooblastila (delničarja) glasuje na letni skupščini delničarjev (Bešter, 1996, str. 37).

Glasovalno pravico na skupščini delničarjev lahko posamezni delničar prenese na tretjo osebo in jo pooblasti, da glasuje v njegovem imenu. Pooblastilo je običajno overjeno in časovno omejeno ter velja le za določeno skupščino delničarjev. Menedžment družbe poskuša pridobiti pooblastila za zastopanje največkrat od malih delničarjev družbe pri razpršenem lastništvu, kar naredi z javnim pozivom in pošiljanjem pooblastil v podpis delničarjem. Ob zadostnem številu zbranih pooblastil lahko zamenjajo menedžment ali celo prevzamejo družbo (Bertoncelj, 2005, str. 84-85).

g) odkup z zadolžitvijo (LBO) in menedžerski odkupi (MBO)

Leveraged buyout (v nadaljevanju LBO) je izraz, s katerim mislimo na finančno operacijo, preko katere določena holding družba oziroma kakšna družba, ki jo ad hoc ustanovijo pobudniki operacije (vmesna družba), odkupi delnice druge družbe (družbe tarče). Financiranje navedene operacije temelji na (pričakovani) sposobnosti družbe tarče, da ustvarja dobiček oziroma denarni tok. Predmet odkupa so lahko delnice družbe tarče ali, če je to mogoče, njeno premoženje. Po tej fazi nastopi združitev s pripojitvijo med vmesno družbo in družbeno tarčo. Značilnost LBO je v tem, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, ustanovi vmesno družbo. Vmesna družba, ki je v stodstotni lasti matične družbe, pridobi kapital s strani banke ali druge finančne organizacije, ki bo posojilo dobila vrnjeno na podlagi denarnega toka družbe tarče. Pri vsem tem je najpomembnejše, da je pri vseh variantah LBO prav dolžnik subjekt, ki je bil kupljen, in ne (kot po navadi) subjekt, ki kupuje, saj po združitvi cena nakupa bremeni prav premoženje družbe tarče. Druga zanimivost navedene operacije je, da kupec potrebuje malo kapitala za nakup družbe tarče, če upoštevamo, da od nje pričakuje dobiček, s katerim bo plačal zajamčeno financiranje. Na kratko torej, LBO je prijem oziroma tehnika financiranja, ko kupec uporabi dolg za financiranje prevzema izbranega podjetja, pri čemer mislimo na prevzeme javnih delniških družb, izpeljane z namenom, da te postanejo zasebne (nejavne, zaprte). Največkrat LBO izvede manjša skupina vlagateljev ali en sam kupec, ki prevzame celoten kapital in ga umakne z organiziranega trga (Varanelli, 2001, str. 356).

Menedžerski odkup (MBO – Management buyout, v nadaljevanju MBO) je oblika prevzema podjetja s strani menedžmenta z zadolžitvijo (LBO) na podlagi zastave premoženja podjetja in/ali zastave osebnega premoženja podjetja. Menedžerski odkup je v bistvu oblika LBO, ki se uporablja za prenos lastništva podjetja. Menedžerski odkupi se financirajo predvsem z instrumenti zadolževanja (The Mirus Online Newsletter, 2002). Z drugimi

besedami se menedžment podjetja – kupec zadolži z namenom, da od lastnikov kupi deleže v podjetju oziroma delnice.

#### h) »sodiščna shema« ali court scheme

Court scheme je način izpeljave prevzema, ki je v slovenskem pravnem prostoru nepoznan. Razvil se je v pravnem sistemu Združenega kraljestva, urejen pa je v Companies Act. Tudi tam ga štejejo za alternativno metodo prevzema, katere namen je pridobitev nadzora nad družbo. Pri tej obliki prevzema je predvsem pomembno, da sklepi skupščine delničarjev veljajo za vse delničarje, v postopku pa sodeluje tudi sodišče. Sklep o tovrstnem prevzemu mora biti sprejet na skupščini ciljne družbe s 75-odstotno večino. Delničarji sprejmejo sklep na podlagi ponujene cene in časovnega poteka tovrstnega prevzema. Sodišče ima možnost, da tudi samo skliče skupščino za potrditev predlaganega prevzema, lahko pa tudi razveljavi sklep, če to zahtevajo delničarji, ki so glasovali proti sklepu in so podani razlogi, ki kažejo na to, da pošten in skrben delničar takšnega načrta ne bi podprl.

### **1.8 Problematika prevzemov**

Pri prevzemih je možno zaslediti probleme na naslednjih področjih (Habeck, Kröger & Träm, 2000, str. 21-22):

- Vizija: partnerja, ki se povezujeta, nimata jasne predstave, čemu je namenjeno njuno kapitalsko povezovanje.
- Vodstvo: družbe niso prav hitre pri dodeljevanju vodstvenih vlog. S tem zapravljajo dragocen čas in vire, hkrati pa povzročajo negotovost in zmanjšujejo motivacijo delavcev.
- Rast: podjetja se v procesih združevanj preveč osredotočajo na zmanjševanje stroškov, ker jih zanese kratkoročni uspeh, ki pa ni trajen. Ko jim uspe kakor koli zmanjšati stroške, se pogosto preprosto vrnejo nazaj k tisti obliki delovanja, ki so jo vajena od prej, namesto da bi se posvetila rasti.
- Kultura: družbe pogosto nočejo priznati, da obstajajo kulturne pregrade in da jih ni mogoče na hitro odstraniti.
- Komunikacija: podjetja pogosto nimajo prave komunikacije z interesnimi skupinami med samim potekom prevzema.
- Obvladovanje tveganj: družbe slabo obvladujejo različna tveganja pri povezovanju podjetij.

Med problemi prevzemov, ki lahko postanejo vzroki za njihovo neuspešnost, velja omeniti slabo izvedeno poprevzemno integracijo. Ta faza je v procesu strategije prevzemanja zelo pomembna, ker ima opravka z ljudmi. Če ti niso zadovoljni s svojo novo vlogo, lahko zapustijo podjetje. Nevarnost je, da ga zapusti najboljše osebje (Brealey & Myers, 2000, str. 942).

### **1.9 Faze prevzemnega procesa**

Prevzemni proces obsega načrtovanje, izvedbo prevzema in kontrolo uresničevanja ciljev. Različni avtorji različno definirajo faze



prevzemnega procesa. Nekateri avtorji (na primer Žnidaršič Kranjc) ločijo med ožjim in širšim procesom prevzemanja. Proces v ožjem smislu zajema obdobje do pravnoformalne izpeljave prevzema. Proces v širšem smislu zajema tudi aktivnosti v obdobju po prevzemu.

Sudersanam (Sudersanam, 1995, str. 43) opredeljuje tri faze prevzemnega procesa, ki so prikazane na sliki 7: načrtovanje prevzema, izvedbo prevzema in aktivnosti po prevzemu.

*Slika 7: Faze prevzemnega procesa*

**1. FAZA – NAČRTOVANJE PREVZEMA**

- razvijanje strategije prevzema
- iskanje možnih prevzemnih kandidatov
- strateško ocenjevanje združitvenega kandidata

**2. FAZA – IZVEDBA PREVZEMA**

- finančno ocenjevanje in vrednotenje ciljnega podjetja
- pogajanja, financiranje in izvedba prevzema

**3. FAZA – AKTIVNOSTI PO PREVZEMU**

- ocenjevanje kandidata in njegove organizacijske kulture
  - razvijanje integracijskega pristopa
  - usklajevanje strategije, organizacije in kulture
    - rezultati

*Vir: S. Sudersanam, The Essence of Mergers and Acquisitions, 1995, str. 43.*

Za uspešnost prevzema je zelo pomembno, da že v prvi fazi oblikujemo strategijo prevzemanja, ki naj bi vodila do zastavljenih ciljev, in natančno ocenimo prevzemne kandidate. Prav tako se je potrebno že pred samim prevzemom pripraviti na aktivnosti, ki naj bi sledile prevzemu. Z izdelavo načrta integracije lahko omejimo porajanje poznejših problemov pri uresničevanju strategije prevzemanja.

V fazi načrtovanja prevzema podjetja razvijajo strategije prevzema, iščejo možne prevzemne kandidate in strateško ocenjujejo prevzemne kandidate. Faza razvijanja strategije prevzema obsega razvijanje in ocenitev delnih strategij prevzemanja z namenom uresničiti osnovno korporacijsko strategijo. Za uspešnost prevzema je pomembno, da se že v začetku razvijajo in oblikujejo strategije prevzemanja, ki naj bi vodile do železnih ciljev. Podjetja se soočajo s tremi ravnmi strategij (korporacijskimi, poslovnimi in funkcijskimi strategijami), ki morajo biti med seboj usklajene.

V fazi iskanja možnih prevzemnih kandidatov mora podjetje začeti iskati možne kandidate za prevzem in mora najprej opredeliti zelene učinke prevzema, kot so:

- doseganje velikoserijske proizvodnje (specializacija proizvodnje v okviru posameznih enot, večja ekonomičnost zaradi racionalnejše nabave in prodaje, lažja organizacija raziskovalne dejavnosti, prednost na kadrovske področju, konsolidacija določenih oddelkov itd.),

- doseganje hitrejše stopnje rasti,
- doseganje večje stabilnosti poslovanja,
- doseganje širšega poslovnega programa in manjša tveganja,
- doseganje finančnih učinkov,
- dostop do surovin, boljša izraba zmogljivosti itd.

V fazi strateške ocene združitvenega kandidata je namen ocenjevanja podjetja identificirati razvojne probleme, s katerimi se sooča podjetje. Načini ocenjevanja so lahko različni. Med najpogosteje uporabljene metode sodijo celovita analiza prednosti in slabosti ter priložnosti in nevarnosti (SWOT analiza), portfeljska analiza, ocena življenjskega cikla proizvoda in Porterjev model konkurenčnih sil.

Faza izvedbe združitve vključuje finančno ocenjevanje, pogajanja, financiranje in izvedbo prevzema. Najprej je potrebno oblikovati skupino za prevzem v prevzemnem podjetju. V skupini so zastopani strokovnjaki iz vseh pomembnih poslovnih področij, ki bi jih prevzem utegnil zadevati.

Finančno vrednotenje podjetja je pomembno z vidika lastnikov in ravnateljev. Ocenjena vrednost podjetij je namreč podlaga za pogajanja. Običajno opravijo vrednotenje podjetij neodvisne zunanje institucije z namenom izničiti vpliv posameznih strank v prevzemnem procesu na ocenjeno vrednost podjetij. Po končanem vrednotenju podjetij lahko stranke v procesu združevanja preidejo v naslednjo fazo – to so pogajanja in če so le-ta uspešno zaključena, tudi v fazo financiranja in izvedbe združitve. Pogajanja običajno vodi posameznik z dobrimi pogajalskimi izkušnjami. Pogajalsko ekipo običajno sestavljajo tudi pravniki, davčni svetovalci, računovodje, investicijski bančniki in drugi finančni strokovnjaki.

Integracija priključenega podjetja je zelo pomemben element strategije priključitve. Z izdelavo načrta integracije, s katerim opredelimo ključna vprašanja glede poslovanja ciljnega podjetja po priključitvi, lahko omejimo porajanje poznejših problemov pri uresničevanju strategije priključitve. Poprevzemne aktivnosti so ključne pri ustvarjanju dodane vrednosti združitve dveh podjetij. Ustvarjanje dodane vrednosti je povezano s prenosom strateških sposobnosti med podjetij in lahko nastane na štiri različne načine.

## **2 FINANČNI VIDIK PREVZEMOV**

### **2.1 Prevzemna cena**

Vsak prevzem nekaj stane. Tako mora prevzemna družba za prevzeto družbo odšteti določeno vrednost. To vrednost imenujemo prevzemna vrednost, ki pa jo dobimo s pomočjo več različnih vrednosti. Tako poznamo:

- knjigovodsko vrednost, ki je enaka je njegovemu lastniškemu kapitalu,

- notranjo vrednost, ki je višja od knjigovodske vrednosti in se izračuna na podlagi neto sedanje vrednosti denarnih tokov,
- tržno vrednost, ki je notranja vrednost povišana za tržno premijo. Pri borznih podjetjih se vsakodnevno meri na borzi in je izračunana iz tržne vrednosti vseh delnic. Pri podjetjih, ki ne kotirajo na borzi, se tržna vrednost ugotovi ob transakciji, s prodajo dela ali celote podjetja,
- sinergijsko vrednost, ki jo štejejo za najpomembnejšo vrednost pri prevzemih in jo dobimo z ovrednotenjem načrtovanih sinergij,
- prevzemno vrednost, ki je enaka tržni vrednosti, povišani za prevzemno premijo, ki jo lahko opredelimo kot plačilo prihodnjih donosov sedanjim lastnikom podjetja v zameno za prodajo deležev.

Koristno je, da poznamo cenitev po metodi neto vrednosti sredstev, ki kaže podobo prevzetega podjetja v nekem trenutku. Presežek plačila nad to vrednostjo je dobro ime.

Višina prevzemne premije je odvisna od presoje naslednjih dejavnikov, s strani vodstva prevzemnega podjetja (Bertoncelj, 2005, str. 60):

- cene, ki jo je podjetje pripravljeno plačati,
- sinergijske vrednosti,
- kolikšen del prihodnjih donosov je podjetje pripravljeno oddati s prevzemno premijo.

Možnost uspeha in možnost neuspeha sta odvisni od prevzemne premije in po ugotovitvah Aktasa, de Bodta in Rolla (2005) obe možnosti naraščata z naraščanjem prevzemne premije. Če prevzemno podjetje ponudi za tarčo več denarja, obstaja večja verjetnost, da bodo lastniki ciljnega podjetja to ponudbo sprejeli, a hkrati tudi naraste verjetnost, da z ustvarjenimi sinergijami po prevzemu ne bo mogoče pokriti stroškov prevzema in da se bo zaradi tega prevzem pokazal kot neuspešen. Če je cena postavljena prenizko, obstaja nevarnost, da dosedanji lastniki podjetja ponudbe za prevzem ne bodo sprejeli. Zato morajo biti sinergije ocenjene realno; previsoko ocenjene sinergije namreč povzročajo nerealna pričakovanja in precenjenost ciljnega podjetja, kar poimenujemo sinergijska past (synergy trap) (Bertoncelj, 2005, str. 22). Za ekonomsko uspešnost prevzema mora biti praviloma sinergijska vrednost višja od prevzemne. Prevzemna cena je rezultat pogajanj med kupcem in prodajalcem, je tisti znesek, pri katerem se srečata pričakovanji obeh strani (Bertoncelj, 2005, str. 58).

## **2.2 Finančna sinergija**

Finančna sinergija temelji na predpostavki, da so lahko stroški opravljanja finančne funkcije o prevzemu manjši. Prihranki se kažejo zlasti pri stroških denarnih transakcij, nalaganju presežnih likvidnih sredstev ali pri pridobitvi potrebnih sredstev. Posledice pa se kažejo v večji sposobnosti investiranja, razpršitvi finančnih tveganj, večji finančni moči, likvidnosti in sposobnosti podjetja ter sposobnosti zmanjšanja davčne osnove kot posledice združitve. Če prevzemnik kupi

podjetje, ki je poslovalo z izgubo, lahko njegovo izgubo odbije od dobička pred obdavčitvijo.

Finančna sinergija zajema dopolnjujoče notranje tokove ter omogoča boljšo izrabo finančnega vzvoda in večji ter ugodnejši dostop do zunanjih finančnih virov (Novak, 1997, str. 16).

Ko govorimo o finančnem vzvodu, mislimo na razmerje med dolgoročnim in lastniškim kapitalom. Dolg podjetij namreč v primeru, ko je donosnost naložb višja od obrestnih mer za posojila, multiplikativno povečuje donosnost lastniškega kapitala. Ko se podjetje združi z drugim zadolženim podjetjem, lahko izkoristi ta finančni vzvod. Seveda pa delež dolga ne sme prehitro rasti, saj se s tem povečuje tveganje. Takšnih oblik združevanja se poslužujejo predvsem manjša podjetja, ko se združujejo z večjimi, saj sama niso sposobna financirati poslovanja in novih investicij. Tako imajo tudi večje možnosti, da pridobijo ugodna bančna posojila.

Finančne sinergije izhajajo iz:

a) nižjih stroškov financiranja

Se lahko kažejo kot rezultat združevanja družb. Manjše tveganje podjetju omogoča, da si pridobi manjkajoča denarna sredstva po nižjih obrestnih merah, kot če si vsako podjetje najema posojila ločeno. Nižje obrestne mere, ki pa jih združena podjetja dosegajo pri posojilodajalcih, pa ne ustvarjajo nujne vrednosti za delničarje. Če po združitvi ena enota ni sposobna vrniti dolga, bo to storila druga enota. Tako tudi združitev zmanjša tveganje vračila dolgov. V teh primerih pridobijo tudi posojilodajalci, saj je verjetnost večja, da bodo dobili povrnjene dolgove ob nespremenjenih obrestnih merah. Za delničarje so lahko tudi negativne posledice, ker je možna tudi verjetnost, da podjetja poravnajo dolgove preko povečanja zadolžitve v strukturi virov financiranja. To pa potem vpliva na vzpostavitev prvotne ravni tveganja in davčne prihranke, ker so obresti davčno priznan odhodek.

b) zmanjševanje tveganja preko razpršitve

Menedžerji poudarjajo, da so koristi delničarjev, ki izhajajo iz poslovne razpršitve, manj pomembne. Ni pričakovati, da bo sama razpršitev poslovne dejavnosti znotraj družbe vplivala na porast cene delnic, kajti investitorji lahko svoje premoženje sami razpršijo v delnice družb različnih dejavnosti ali pa investirajo v vzajemne sklade. Za to investitorji plačajo le trenutno tržno ceno, medtem ko mora v primeru prevzema prevzemno podjetje plačati določeno premijo nad tržno ceno (Rappaport, 1986, str. 211). Tako je argument zmanjševanja tveganja veljaven samo tedaj, ko združitev zmanjša verjetnost stečaja. Če denarni tokovi družb, ki se združujejo, niso v popolni korelaciji, se zmanjša verjetnost stečaja in sedanja vrednost stroškov stečaja<sup>6</sup>, ki zmanjšuje vrednost kapitala in vrednost terjatev posojilodajalcev, torej se zmanjša

---

<sup>6</sup> Stroški stečaja so lahko zelo visoki, vključujejo neposredne (na primer administrativne in sodne stroške) ter posredne stroške (izguba ključnih menedžerjev, izguba strank, razpad obstoječe organizacijske strukture).

tveganje. Kadar združitev zmanjšuje verjetnost stečaja, njegove stroške pridobijo tako delničarji kot tudi upniki in celotna družba.

c) nižji stroški, povezani z uresničevanjem finančne funkcije

Centralizirana finančna služba je po navadi učinkovitejša in cenejša. Tudi pri delovanju finančne službe velja ekonomija obsega. Nižje stroške lahko dosežemo pri izdaji lastniških in dolgoročnih vrednostnih papirjev in pri transakcijah z njimi.

### **2.3 Načrt financiranja prevzema**

Pojem financiranje prevzemov se v literaturi večinoma uporablja za opis dveh aktivnosti. Prva je financiranje v ožjem smislu in pomeni pridobitev sredstev za prevzem podjetja, medtem ko je druga plačilo prevzema. Ko gre za plačilo transakcije v denarju, sta obe aktivnosti ločeni (prevzemnik zagotovi finančne vire za plačilo delničarjem ciljnega podjetja). V določenih primerih pa sta transakciji povezani in ju je težko opredeliti, kar je najbolj vidno pri neposrednem plačilu z vrednostnimi papirji, ki jih izda prevzemnik.

Ker praviloma prevzem nekega podjetja za prevzemno podjetje pomeni precejšen finančni zalogaj, morajo v finančni službi prevzemnega podjetja pripraviti načrt finančnega prevzema podjetja. Sredstva za prevzem lahko podjetje črpa iz notranjih rezerv, z izdajo lastniških ali dolgoročnih vrednostnih papirjev, s posojili ali kombinacijo naštetih možnosti.

V praksi prevzemov moramo poleg optimalne oblike financiranja delati tudi na celotnem postopku strukturiranja finančnega prevzema, ki naj bi potekal v več korakih:

a) Ocena lastnega finančnega stanja, ciljnega podjetja in novonastalega (prevzetega) podjetja

Pred prevzemom podjetja bi moral menedžment pregledati finančno situacijo prevzemnega podjetja. Ta vključuje raziskavo kapitalske strukture, likvidnostnih sredstev, neuporabljenih posojilnih kapacitet in projekcijo denarnih tokov. Ocene lastnega finančnega stanja morajo biti usmerjene v prihodnost, ker nobena finančna situacija in noben finančni trg nista statična.

Ocena ciljnega podjetja predstavlja podrobno analizo ciljnega podjetja, ki je ključnega pomena v vsakem prevzemu. Za strukturiranje financiranja prevzema je potrebna podrobna napoved prihodkov, bilance stanja in denarnih tokov ciljnega podjetja, kar predstavlja kritično točko. Ko smo ciljno podjetje najprej analizirali kot samostojni subjekt, pa je treba analizirati prevzemno podjetje in ciljno podjetje kot kombiniran objekt.

b) pregled opcij financiranja, pristop k izbranemu viru financiranja in financiranje prevzema

Kot smo povedali že na začetku poglavja, lahko prevzem podjetja financiramo:

- notranjimi rezervami (gotovina),
- izdajo lastniških vrednostnih papirjev (delnice),
- izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev (obveznice),
- najetjem tujih virov sredstev (posojila),
- s kombinacijo naštetega,
- z zamenjavo kupčevih delnic in delnic ciljnega podjetja.

Sama sem pozornost namenila le predstavitvi financiranju z gotovino in financiranju z najetjem tujih virov sredstev. Ponudba gotovine ima dve prednosti za delničarje ciljnega podjetja: cena, ki jo bodo dobili plačano, je znana, poleg tega nakup z gotovino poveča likvidnost delničarjev, ki prodajajo delnice. Pomanjkljivost pa je predvsem davek na kapitalski dobiček. Z vidika delničarjev podjetja prevzemnika ima ponudba gotovine prav tako nekatere prednosti: ponudba gotovine pomeni hiter, lahko razumljiv pristop, kadar gre pričakovati odpor, poleg tega ponudba denarja ne bo vplivala na lastništvo prevzemnika.

Ko podjetje ugotovi, koliko sredstev bo potrebovalo za izvedbo prevzema, začno v finančni službi iskati vire financiranja prevzema. Viri so odvisni od opcije financiranja, ki jo izberemo. Tako poznamo dolžniške in lastniške vire. Dolžniške vire predstavljajo posojila in izdaja dolgoročnih vrednostnih papirjev, lastniške vire pa predstavlja dobiček, ki ga je podjetje zadržalo v preteklih letih ter izdaja lastniških vrednostnih papirjev. Kot dolžniške finančne vire mislimo:

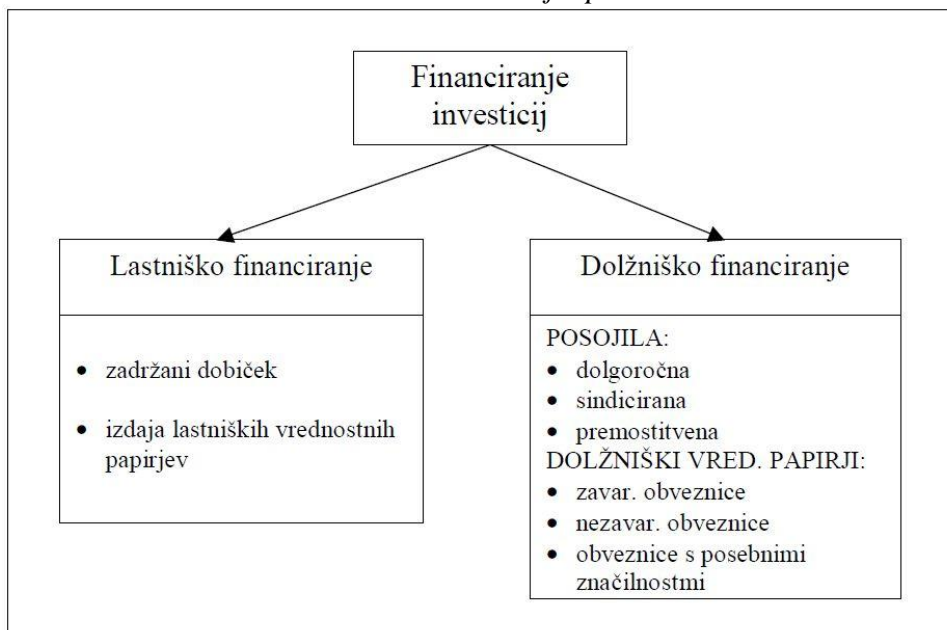
- komercialne banke,
- finančne institucije,
- hibridne posojilodajalce,
- zavarovalnice,
- vse bolj pomembni viri financiranja pa postajajo tudi pokojninski skladi in druge investicijske družbe.

Zagotavljanje optimalnih virov sredstev za izpeljavo naložb je v finančnih krogih še danes tema, o kateri se veliko piše. Problematika se nanaša predvsem na kvalitativno optimiziranje potrebnega kapitala. Kvalitativne značilnosti financiranja, ki jih je potrebno optimizirati, so: stroški kapitala, časovna razpoložljivost in tveganje<sup>7</sup>. Za kakšne vire financiranje prevzema se bo podjetje odločilo, je odvisno predvsem od obsega sredstev, ki jih potrebuje za prevzem bonitete, ki jo ima, in denarnega toka, s katerim razpolaga. Vire za financiranje prevzema lahko razvrstimo tako, kot prikazuje slika 8.

---

<sup>7</sup> Seicht (1995, str. 172) definira optimalno financiranje takole: »Financiranje mora biti stroškovno ugodno, financiranje mora zagotoviti ustrezno ročnost sredstev in financiranje mora biti skladno z rizikom investicije«.

Slika 8: *Financiranje prevzema*



Vir: Turk-Cetin, *Financiranje prevzemov podjetij*, 1996, str. 48-73.

Lastniško financiranje prevzema lahko prevzemnik izvede s preusmeritvijo zadržanega dobička ali z novo emisijo lastniških vrednostnih papirjev. Zadržani dobiček kot nerazdeljeni del dobička po izplačilu dividend se na prvi pogled zdi najcenejši finančni vir<sup>8</sup>. Vendar temu včasih ni tako, saj moramo upoštevati želje lastnikov, ki pogosto niso tako strateško naravnani kot vodstvo podjetja in gledajo predvsem na čim višji donos svoje naložbe, ki jo predstavlja kapitalski dobiček. Če se pripeti, da prevzem ni najboljšo uspel, bo tržna cena delnic padla, kar bo za imetnike teh vrednostnih papirjev pomenilo manjši potencialni kapitalski dobiček ali celo izgubo. Lahko se zgodi, da bodo zaradi neuspelega prevzema tudi dividende manjše, kot so bile, ali pa jih zaradi izgub sploh ne bo. Ne nazadnje moramo upoštevati tudi dejstvo, da v nasprotju z dolgoročnim financiranjem dividende niso odbitna postavka pri izračunavanju davčne osnove. Zato je lahko zahtevana donosnost lastnikov, ki relevantno prikazuje strošek pridobitve navadnega lastniškega kapitala, tolikšna, da upravo podjetja odvrne od poskusa financiranja prevzema s tem finančnim virom.

Izdaja vrednostnih papirjev se kot finančni vir prevzema lahko uporabi na dva načina. Podjetje lahko z novo emisijo lastniških vrednostnih papirjev (običajno navadnih delnic) in njihovo prodajo na trgu pridobi denarna sredstva, s katerimi za gotovino odkupi delnice ciljnega podjetja ali pa v okviru nadomestne, kombinirane ali alternativne ponudbe ponudi novoizdane delnice. Kakšni bodo stroški financiranja na podlagi izdanih delnic, je odvisno od stroškov izdaje vrednostnih papirjev in od bonitete podjetja.

<sup>8</sup> Takšen občutek se poraja predvsem zaradi dejstva, da v okviru stroškov zadržanih dobičkov ni potrebno plačevati pristojbin Agenciji za trg vrednostnih papirjev in storitev investicijskega bančništva, revizorjev, pravnikov in drugih stroškov, ki so običajno povezani z izdajo vrednostnih papirjev (Mramor, 1998, str. 13).

Lastniško financiranje prevzema z na primer na novoizdanimi delnicami, kot nadomestnimi vrednostnimi papirji, je zelo zanimivo tudi s finančnega vidika. Posebnost je predvsem v tem, da mora prevzemnik zaradi prevzema izpeljati postopek odločanja ter izdaje novih delnic in da prevzemniku ob tem ni potrebno angažirati nobenih likvidnih finančnih sredstev, razen seveda tistih za pokritje neposrednih stroškov emisije vrednostnih papirjev. Poglavitna prednost takšnega načina prevzema je, da prevzemnik v primeru neuspelega prevzema ne tvega niti z začasnim angažiranjem in imobiliziranjem sredstev niti s plačevanjem stroškov bančnih jamstev.

Dolžniško financiranje prevzema, v nasprotju z nekaterimi vrstami lastniškega financiranja, ne spreminja lastniške strukture prevzemnega podjetja. Delimo jih na posojila bank in drugih finančnih ustanov in na dolžniške vrednostne papirje.

Najpogosteje uporabljena posojila za financiranje prevzemov so razna dolgoročna (največkrat revolving), sindicirana in premostitvena posojila. Revolving posojilo se vzpostavi med prevzemnikom in finančno ustanovo. Omogoča izkoriščanje sredstev na podlagi potreb po financiranju do nekega vnaprej določenega zneska. Včasih nastopijo okoliščine, ko je znesek zaprosenega posojila tako visok, da posamezna banka ne more prevzeti tako velikega posla. Tako se pojavljajo v povezavi s prevzemi večjih finančnih razsežnosti tako imenovana sindicirana posojila, ki jih organizirata najmanj dve, navadno po več bank pod enotnimi pogoji, ki veljajo za vse udeležence banke, na podlagi skupnih dokumentov in pod upravljavskim vodstvom agenta. Premostitveno posojilo je med navedenimi po navadi najdražje. Uporablja se predvsem takrat, ko mora prevzemnik posel izvesti v kratkem času. Pogosto se pojavljajo tudi obnovljiva (ang. rollover) posojila. Ta so kratkoročne narave in predstavljajo osnovo za srednjeročna posojila. Gre za posojilo s spremenljivo obrestno mero, kar zmanjšuje tveganje tako posojilodajalca kot tudi posojilojemalca.

Za velike prevzeme, kjer je v igri velika masa finančnih sredstev, in pri tistih prevzemnikih, pri katerih prevzem predstavlja relativno veliko finančnih obremenitev, lahko rečemo, da dodobra pokažejo vse slabosti nepravilnega financiranja naložb in drugih sredstev. Zato morajo finančniki skupaj z računovodstvom ugotoviti, katera so ta sredstva, ki so neustrezno financirana in njihove finančne vire ustrezno optimizirati.

Če torej prevzemno podjetje ni samo sposobno financirati prevzema z lastnimi viri, mora biti le to pripravljeno na predstavitev svojega programa zunanjemu viru financiranja na finančnem trgu. Ključ do uspešne pridobitve potrebnih sredstev predstavlja kakovostno pripravljena predstavitev viru financiranja, možnost vračila sredstev ter seveda donos, ki ga ponuja potencialnemu naložbeniku, seveda če ne gre za banke; te imajo določene obrestne mere za dana posojila. Velikokrat je potrebno pripraviti tudi finančni program odplačevanja izposojenih sredstev ter seveda natančen opis, od kod in kje bo sposobno podjetje



sredstva vračati. Izbira potencialnega vira financiranja je odvisna od velikosti in tipa finančnih potreb prevzemnega podjetja. Ko gre za manjše prevzeme, bi bila najbrž najbolj primerna lokalna komercialna banka, pri velikih prevzemih pa je treba usmeriti pogled tudi globalnejše. Dejavnika, ki vplivata na izbiro potencialnega dolžniškega financiranja, sta poznanstva in zaupanje. Posojilodajalci naj bi bili s strani prevzemnega podjetja gledani kot dolgoročni finančni partnerji, financiranje projekta pa naj ne bi imelo predznaka finančnega paketa, temveč neprekinjenega sodelovanja.

Večina prevzemov se financira s kombinacijo lastniških in dolgoročnih virov, saj je običajno na voljo premalo sredstev. Prevzemno podjetje mora upoštevati, da je skupni obseg financiranja sredstev iz nakupne cene, stroškov transakcije, pogosto stroškov refinanciranja in stroškov preoblikovanja (Bertoncelj, 2005, str. 91).

Navadno obstaja tendenca znižati stopnjo zadolženosti na sprejemljivo raven, takoj ko je to po opravljenem prevzemu mogoče. To lahko dosežejo s prodajo nekaterih sredstev, sicer pa dolg servisirajo iz prihodkov prevzetega podjetja. Takšen način financiranja odkupa podjetja z zadolžitvijo pa je tudi zelo tvegan.

Najpreprostejše ter za prodajalca najbolj praktično je plačilo v denarju, saj lahko s kupnino takoj prosto razpolaga. Ob tovrstnem plačilu prodajalec ciljnega podjetja tudi ne nosi nobenega tveganja. Denarna ponudba pa je tudi jasen signal trgu, da prevzemno podjetje verjame v načrtovano povezavo (Bertoncelj, 2005, str. 89).

Za prevzemnikovo podjetje je pomembno, kakšno kupnino lahko finančno upraviči za prevzem podjetja (najvišja cena) in koliko bo treba dejansko odšteti za prevzem. Za odgovore je treba oceniti poslovanje podjetja na dan prevzema in izdelati projekcije prihodnjih donosov (Buxton, 2004, str. 17). Pozornost je treba nameniti sedanji tržni vrednosti nepremičnin, iztržljivi vrednosti zalog, vrednosti iztržljivih terjatev do kupcev, dolgoročnim rezervacijam, oblikovanim za možne zahteve, sedanji vrednosti finančnih naložb in naložbam, potrebnim za uskladitev z okoljevarstvenimi predpisi.

Financiranje prevzema predstavlja konstantno tehtanje rizikov in donosov. To lahko občutno vpliva na prihodnjo rast novega podjetja in dobičkonosnost. Čeprav je finančna ekipa podjetja v glavnem odgovorna za odločitve o izbrani strukturi financiranja prevzema, pa igra ključno vlogo v celotnem procesu vrhnji menedžment. Poleg ostalih pomembnih dejavnikov moramo biti vedno pozorni na prihodnje kapitalske potrebe, dolgoročne cilje delničarjev in uravnoveženje poslovnega in finančnega rizika. Prevzemna podjetja se morajo zavedati, da mora biti njihova struktura financiranja v skladu z dolgoročnimi načrti. Danes si nobeno podjetje ne more privoščiti slabo načrtovanega in izpeljanega strukturiranja financiranja prevzema in s tem enega samega posla, s katerim lahko ogrozi strateški razvoj in rast celotnega podjetja.

## 2.4 Finančno vrednotenje podjetja

Vrednotenje podjetja je pomembno z vidika lastnikov in ravnateljev. Ocenjena vrednost podjetij je namreč podlaga za pogajanja. Običajno opravijo vrednotenje podjetij neodvisne zunanje institucije z namenom izničiti vpliv posameznih strank v združitvenem procesu na ocenjeno vrednost podjetij. Obstajajo različne metode vrednotenja podjetij, ki so povezane z iskanjem vrednosti podjetja. Lorange, Kotlarchuk, Singh govorijo o treh vrednostih podjetij, ki so najpogosteje uporabljene (Lorange, Kotlarchuk & Singh, 1987, str. 184): notranja vrednost (metoda diskontiranega denarnega toka), prevzemna vrednost (metoda kapitalizacije normaliziranih donosov) in likvidacijska vrednost (metoda neto vrednosti sredstev) podjetja.

Poznamo:

a) notranja vrednost podjetja predstavlja seštevek diskontirane sedanje vrednosti denarnih tokov v prihodnosti in diskontirane končne vrednosti podjetja. Prevzemna vrednost je vrednost, ki jo je pripravljen plačati prevzemnik z namenom, da bo pridobil kontrolo nad ciljnim podjetjem. Likvidacijska vrednost predstavlja razliko med ocenjeno tržno vrednostjo sredstev in vsemi obveznostmi podjetja.

b) metoda diskontiranega denarnega toka (metoda DFC) je najbolj razširjena metoda vrednotenja za potrebe prevzemov in združitev. Osnovno izhodišče te metode je predpostavka, da je podjetje vredno toliko, kolikor koristi prinaša lastniku, le-ta pa je določena z obsegom neto denarnih tokov v prihodnosti in zahtevano stopnjo donosa. Čim večji so pričakovani donosi oziroma denarni tokovi, tem večja bo korist ob določeni stopnji donosnosti.

c) metoda kapitalizacije normaliziranih donosov sloni na teoretični predpostavki, da je denarni znesek, ki ga je kupec pripravljen plačati, odvisen od zneska koristi, ki jih lahko dobi v prihodnosti kot rezultat svoje naložbe. Pri tem metoda predpostavlja časovno neomejeno poslovanje podjetja v prihodnosti. Omenjena metoda določa vrednost podjetja kot odvisno spremenljivko, na katero vplivajo letni donosi, letne stopnje rasti donosov in diskontna stopnja.

Vrednost podjetja =  $A \times (1+g)/(r-g)$ , kjer je:

A – vrednost normaliziranega letnega donosa

g – letna stopnja rasti

r – diskontna stopnja

Letni donos predstavlja znesek, ki podjetju ostane ob koncu poslovnega leta kot rezultat celoletnega poslovanja po pokritju vseh obveznosti. Letna stopnja rasti donosov nam pove, kako se bodo donosi gibali v prihodnje in kako učinkovite bodo naložbe.

Z metodo neto vrednosti sredstev se ocenjuje vrednost z obveznostmi neobremenjenega dela aktive, pri čemer se upoštevajo bilančne in zunajbilančne postavke. Vrednost po tej metodi temelji na hipotetični prodaji sredstev in poplačilu vseh obveznosti pri predpostavki poslujočega podjetja. V ta namen se najprej s pomočjo natančne proučitve vrednosti posameznih postavk aktive izračuna tržna vrednost posameznih postavk pasive. Osnovno vprašanje, na katerega poskušamo odgovoriti pri oceni potrebnih poslovnih osnovnih sredstev, je, kolikšna je poštena tržna vrednost osnovnih sredstev v delovnem okolju v uporabi. Za nepotrebna poslovna sredstva pa določimo vrednost ob neprislilni likvidaciji z upoštevanjem časovnega zamika prodaje, saj jih lastnik lahko proda, ne da bi pri tem okrnil poslovanje podjetja. Metodo neto vrednosti sredstev je smiselno uporabiti, če ima podjetje močno materialno aktivo in šibko nematerialno aktivo, ko je malo dodane vrednosti s strani delovne sile, ko gre za novoustanovljeno podjetje, kadar podjetje nima stalnih kupcev itd.

### **3 RAČUNOVODSKI VIDIK PREVZEMOV**

Dokaj celovit vpogled v računovodske rešitve prevzemov nam dajejo MRS. S poslovnimi združitvami in prevzemi v tem okviru se ukvarja MRS 22. V nasprotju z MRS, ki so na področju poslovnih združitve dokaj izpopolnjeni in obsežni, pa je ta problematika v slovenskih računovodskih standardih le delno zajeta in še to posredno v SRS 8 – Kapital. Naši standardi obravnavajo le takšne poslovne združitve, pri katerih samemu prevzemu ali združitvi sledi še dejanska pripojitev ali spojitev. Seveda pa iz prakse vemo, da je veliko primerov, ko do prevzema dejansko pride, vendar pa se poznejša pripojitev zaradi različnih razlogov ne izvede. SRS zato določa, da je potrebno v primeru, ko standardi ne pokrivajo določenega področja (v tem primeru prevzemov), uporabiti ustrezen MRS. Če pride ob tem pri uporabniku do nejasnosti, jih je potrebno posredovati Strokovnemu svetu Slovenskega inštituta za revizijo, ki izda ustrezna stališča in pojasnila.

V primeru, ko prevzemnik izpolnjuje določene zakonske in računovodske kriterije, mora opraviti tri skupine dejavnosti (Klopčič, 1998, str. 39):

- obračun poslovne združitve (prevzema) ob nastanku,
- nadaljnje obračunavanje poslovne združitve v računovodskih izkazih matičnega podjetja,
- izdelovanje konsolidiranih računovodskih izkazov kot nadgradnjo računovodskih izkazov matičnega podjetja.

#### **3.1 Operativno-računovodska sinergija**

Ocenjevanje sinergičnih učinkov prevzema zajema ocenjevanje ekonomskih rezultatov poslovanja, ki so posledica združitve podjetja. Potencialne sinergije prevzema je potrebno iskati na osnovi analize prednosti in slabosti ter poslovnih priložnosti in nevarnosti obeh podjetij. Operativno-računovodske sinergije so lahko posledica vodoravnih ali navpičnih združitvev.

Možni viri operativnih sinergij so:

a) Zmanjšanje stroškov

Eden izmed osnovnih razlogov za prevzem podjetij je ta, da lahko združena podjetja poslujejo bolj učinkovito, kot če vsako izmed njih deluje samostojno. Najpomembnejši vzroki za nižje stroške so delovanje ekonomije obsega, učinki ekonomije navpičnih povezav in zagotovitev komplementarnih virov. Ko povprečni stroški padajo z rastjo obsega proizvodnje, govorimo o ekonomiji obsega. Po točki minimalnih povprečnih stroškov nastopi diseconomija obsega, ko povprečni stroški z nadaljnjo rastjo družbe začnejo rasti. Ekonomija obsega je običajna pri vodoravnih združitvah kot rezultat uporabe nekaterih skupnih služb (skupni vrhovni menedžment, računovodska služba, skupna razvojna služba in podobno). Ekonomija obsega se lahko pojavlja tudi pri konglomeratnih prevzemih in združitvah (Brealy, Myers & Marcus, 1991, str. 571).

b) povečanje prihodkov

Združena podjetja običajno ustvarijo višje prihodke, kot če delujejo ločeno, kar je eden pomembnih razlogov za združitev podjetja. Najpomembnejša razloga za višje prihodke sta boljši nastop na trgu in ustvarjanje monopolnega položaja. Boljši nastop na trgu je lahko rezultat učinkovitejših tržnih transakcij, izboljšanja distribucijskih kanalov, uravnoteženja proizvodnega in prodajnega spleta. Ustvarjanje monopolnega položaja kot vira sinergij pa je posledica zmanjšanja konkurence na trgu, kar lahko vpliva na dvig cen in monopolne dobičke.

Sinergije se lahko razdeli v tri kategorije (Copeland, 1990, str. 331):

- splošne sinergije so dosegljive vsem prevzemnim podjetjem s sposobnimi ravnatelji (na primer zniževanje fiksnih stroškov),
- lokalne sinergije so dosegljive običajno samo tistim prevzemnim podjetjem, ki so v isti panogi kot ciljno podjetje,
- posebne sinergije pa lahko koristijo samo tista podjetja, ki imajo neke posebne značilnosti, do katerih druga podjetja nimajo dostopa.

### **3.2 Obračun prevzema ob njegovem nastanku**

Skladno s temeljnimi računovodskimi načeli je potrebno prevzem evidentirati ob njegovem nastanku. Čeprav je včasih težko prepoznati prevzemnika, so navadno določena znamenja, da le-ta obstaja. Na primer:

- poštna vrednost prevzemnega podjetja je bistveno večja od prevzetega,
- prevzemno podjetje po navadi pridobi glasovalne navadne delnice ciljnega podjetja za denar,
- ravnateljstvo prevzemnega podjetja ima glavno besedo pri izbiri ravnateljске skupine prevzetega podjetja.

Prevzem podjetja je potrebno obračunati po nakupni metodi (angl. purchase method). Cilj je obračunati prevzeto podjetje po enakih načelih, kot veljajo za običajne nakupe sredstev. MRS 22 predpisuje uporabo te

metode v primeru poslovne združitve, pri kateri prevzemno podjetje pridobi oblast nad čistim premoženjem in delovanjem drugega prevzetega podjetja v zamenjavo za prenos sredstev, zadolžitev ali izdajo kapitala. Nakupna metoda uporablja nabavno vrednost kot podlago za knjiženje prevzema in se nanaša na menjalni posel, ki je temelj za ugotovitev nabavne prednosti prevzema. V nadaljevanju metodo predstavljam na podlagi 19. do 76. člena MRS 22:

a) Datum prevzema

Sklenjena prevzemna pogodba mora vsebovati določbo o dnevu prevzema. S tem datumom preide usmerjanje in s tem odgovornost prevzetega podjetja na prevzemnika. Na ta datum se knjiži naložba in vse ostale potrebne preknjižbe v prevzetem podjetju. Datum prevzema je zlasti pomemben zaradi dejstva, da lahko prevzemnik le s tem dnevom vzpostavi ustrezna prevrednotenja premoženja, ki so posledica udejanjanja dobrega imena. V tem času je premoženje prevzetega podjetja možno ponovno ovrednotiti in razlike posameznih vrst sredstev in virov sredstev poračunati s presežkom nakupne cene nad knjižno vrednostjo prevzetega premoženja (Jagrič, 2001, str. 48).

b) Nabavna vrednost prevzema

Prevzem je potrebno obračunati po nabavni vrednosti, enaki plačanemu znesku denarja ali njegovih ustreznikov, ali po pošteni vrednosti na dan menjave, upoštevajoč druga nakupna merila, ki jih je dal prevzemnik v zameno za obvladovanje čistega premoženja drugega podjetja. Pri tem je potrebno dodati še vse stroške, ki jih je možno neposredno pripisati prevzemu (registracija in izdajanje kapitalskih vrednotnic ter honorarji, izplačila revizorjem, pravnim svetovalcem, prevzemnim posrednikom idr.). Ostalih stroškov, ki jih ne moremo neposredno pripisati prevzemu, ne moremo všteti v nabavno vrednost prevzema, pač pa predstavljajo odhodke takoj, ko se pojavijo.

c) Razporeditev nabavne vrednosti prevzema

Na datum prevzema se pripoznajo razpoznanana sredstva in dolgovi se izmerijo kot celota poštene vrednosti razpoznavnih sredstev in dolgov do obsega prevzemnikovega deleža, vsebovanega v menjalnem poslu in manjšinskega deleža predprevzemne knjigovodske vrednosti razpoznavnih sredstev in dolgov v odvisnem podjetju.

d) Poznejši nakup delnic

Prevzem lahko obsega enega, lahko pa tudi več menjalnih poslov (na primer z zaporednimi nakupi delnic na borzi). Če je prevzem izveden z več zaporednimi nakupi, je potrebno vsak pomemben posel obravnavati ločeno, tako z vidika poštene vrednosti sredstev in obveznosti, kot tudi z vidika dobrega imena. Posledica je stopenjska primerjava nabavne vrednosti posameznega nakupa s prevzemnikovim odstotnim deležem v poštenih vrednostih razpoznavnih sredstev in dolgov, pridobljenih ob vsakem pomembnejšem nakupu. V primeru večstopenjskega prevzema s poznejšimi nakupi delnic se za datum prevzema šteje tisti trenutek, ko prevzemnik prevzame obvladovanje prevzetega podjetja. Preden se posel

označi kot prevzem, se lahko označi kot finančna naložba v pridruženo podjetje in obračuna z uporabo kapitalske metode po MRS 28 – Obračunavanje finančnih naložb v pridružena podjetja.

e) Ugotavljanje poštenih vrednosti pridobljenih sredstev in obveznosti  
Poštena vrednost razpoznavnih sredstev in dolgov, pridobljenih s prevzemom, se ugotovi na podlagi njihove nameravane uporabe pri prevzemniku. Po navadi gre za sedanjo uporabo. Če se razpoznavno sredstvo namerava uporabiti za drug namen, na primer odtujiti, se mora to pri določanju poštene vrednosti tudi upoštevati.

f) Kapital manjšinskih lastnikov  
Če prevzemnik ne kupi ali ne uspe kupiti vseh delnic, se manjšinski delež izkaže po knjigovodski vrednosti (ustrezen del) čistih sredstev. V takšnem primeru manjšinski delež ni predmet menjalnega razmerja. MRS pa dovoljuje tudi drugačno rešitev. Manjšinski delež je možno izkazovati tudi po dokazani pošteni vrednosti razpoznavnih sredstev in obveznosti.

g) Dobro ime  
Presežek nabavne vrednosti prevzema nad prevzemnikovim deležem v pošteni vrednosti razpoznavnih sredstev in obveznosti na dan menjalnega posla je potrebno izkazovati kot dobro ime (angl. goodwill) in ga pripoznati kot sredstvo. Prevzemnik je pripravljen plačati višjo ceno, kot pa znaša poštena vrednost koristi, ki jih je dobil na podlagi prevzemnega ciljnega podjetja zato, ker pričakuje prihodnje gospodarske koristi. Skladno z opredelitvami MRS 22 se dobro ime pojavi v računovodskih izkazih v primeru, ko pride do prevzema. MRS 22 se namreč, razen nekaj izjem<sup>9</sup>, ne ukvarja z računovodskimi izkazi obvladujočega podjetja. Če pride do prevzema, pripojitev po ZGD pa se ne izvede, to pomeni, da prevzeto podjetje še naprej samostojno posluje in samostojno sestavlja računovodske izkaze. Dobro ime se izkazuje po nabavni vrednosti, zmanjšani za amortizacijski popravek vrednosti in nabrane izgube zaradi oslabitve. To odseva dejstvo, da se zmožnost dobrega imena dajati učinke skozi čas zmanjšuje. Amortizacija mora biti preiščljena in izpeljana v njegovi dobi koristnosti. Doba amortiziranja odseva najboljšo oceno dobe, v kateri se pričakuje, da bodo pritekale prihodnje gospodarske koristi v podjetje. Amortizacijo je potrebo izvesti najpozneje v petih letih, v izjemnih primerih tudi v dvajsetih, če se takšna doba ustrezno utemelji. Med dejavniki, ki jih je potrebno upoštevati pri ocenjevanju dobe koristnosti dobrega imena, so:

- predvidena doba trajanja poslovanja prevzetega podjetja,
- učinki zastarelosti proizvodov, sprememb v povpraševanju in drugih gospodarskih dejavnikov,
- pričakovana delovna doba ključnih posameznikov ali skupin zaposlencev,
- pričakovani ukrepi trenutnih in potencialnih tekmecev,

---

<sup>9</sup> Izjeme se pojavljajo pri tistih poslovnih združitvah, ki zajemajo nakup čistega premoženja (angl. net assets) drugega podjetja, redkeje pa nakup delnic tega podjetja. Ob takšni poslovni združitvi ne moremo govoriti o nastanku razmerja med odvisnim in obvladujočim podjetjem (Odar, 2000, str. 40).

- zakonske in druge predpisane ali pogodbene določbe, ki vplivajo na dobo koristnosti dobrega imena.

Pri izbiri metode amortiziranja moramo upoštevati gibanje prihodnjih gospodarskih koristi, ki izvirajo iz dobrega imena. Po navadi se uporablja metoda enakomernega časovnega amortiziranja. Drugo metodo uporabimo tedaj, ko obstajajo prepričljivi dokazi, da je ustrežnejša. Dobo amortiziranja in uporabljeno metodo je potrebno preverjati vsaj konec vsakega poslovnega leta. Če podjetje ugotovi, da prihodnje koristi ne upravičujejo dobrega imena, ki se je pojavilo ob prevzemu podjetja, ga mora v potrebnem obsegu takoj odpisati in prikazati med odhodki.

#### h) Razlika med manjšo nabavno vrednostjo in večjo knjigovodsko vrednostjo (ali »slabo ime«)

Presežek prevzemnikovega deleža v pošteni vrednosti razpoznavnih sredstev in obveznosti nad nabavno vrednostjo prevzema se je pred časom pripoznal kot slabo ime (angl. badwill, negative goodwill). Obstoj slabega imena je lahko navajalo na dejstvo, da so izkazana prevelika sredstva, ki smo jih s prevzemom dobili in/ali, da so pridobljene obveznosti izkazane prenizko.

Slabega imena, kot oblikovane rezervacije pri prevzemu podjetja, pa standardi ne poznajo več, kar pomeni, da je potrebno razliko med manjšo nabavno vrednostjo in večjo knjigovodsko vrednostjo izkazati v prihodkih, ob prevzemu premoženja (torej pri združitvi in delitvi), kar bi lahko vplivalo tudi na davčno bilanco.

#### i) Poznejše spremembe nabavne vrednosti prevzema

Številne prevzemne pogodbe vključujejo klavzulo, ki omogoča spreminjanje kupnine zaradi pojava nepredvidenih poslovnih dogodkov. Ker v trenutku obračuna prevzema teh dogodkov ne moremo predvideti in zato tudi ne ovrednotiti ter ustrezno zajeti v nabavno vrednost prevzema, je le-to potrebno ponovno preračunati. Posledice teh preračunov se kažejo v dobrem imenu. Poznejše spremembe nabavne vrednosti prevzema so mogoče tudi, če (Turk et al., 1999, str. 373):

- je pogoj, ki vpliva na znesek nadomestila, razrešen po datumu prevzema; plačilo zneska je verjetno, znesek pa je mogoče ugotoviti,
- so zneski pridobljenih sredstev in dolgov pozneje pripoznani; v tem primeru je treba preračunati tudi dobro ime, če bo preračunan znesek mogoče pokriti iz prihodnjih gospodarskih koristi, sicer pa mora biti preračun opravljen v breme oziroma dobro odhodkov ali prihodkov tekočega obdobja.

### **3.3 Obvezna razkritja v računovodskih izkazih**

Obvezna razkritja v računovodskih izkazih določajo MRS v členih 86-98. Za vse poslovne združitve MRS določa, da je potrebno v obdobju, v katerem je do poslovne združitve prišlo, razkriti:

- imena in opise podjetij, ki se s poslovno združitvijo povezujejo,
- metodo obračuna združitve (za prevzem se uporablja le nakupna),

- dejanski datum združitve za računovodske namene,
- vsak posel, izhajajoč iz združitve, ki se ga je podjetje odločilo opraviti.

Pri poslovni združitvi, ki se jo razume kot prevzem, je treba v računovodskih izkazih za obdobje, v katerem je prišlo do prevzema, dodatno razkriti:

- odstotek pridobljenih glasovalnih delnic,
- nabavno vrednost prevzema in opis nadomestila, plačanega za nakup ali pogojne obveznosti.

Standardi pri nakupni metodi posebej določajo tudi razkritja, povezana z obračunavanjem dobrega imena. Pri dobrem imenu morajo računovodski izkazi razkriti:

- sprejeto dobo amortiziranja,
- če se dobro ime amortizira več kot dvajset let, razloge, zakaj se spodbija predpostavka, da doba koristnosti dobrega imena ne presega dvajset let od njegovega začetnega pripoznanja; če se dobro ime ne amortizira po metodi enakomernega časovnega amortiziranja, uporabljeno metodo in razloge za njeno izbiro,
- vrstično postavko v izkazu uspeha, kamor je všteta amortizacija dobrega imena,
- uskladitev knjigovodske vrednosti dobrega imena na začetku in koncu obdobja, ki prikazuje: (a) kosmati znesek amortizacijskega popravka vrednosti na začetku obdobja, (b) vsako dodatno dobro ime v obdobju, (c) vse preračune, ki izhajajo iz poznejšega razpoznavanja ali sprememb vrednosti razpoznavnih sredstev in dolgov, (d) vsako dobro ime, pri katerem je bilo opravljeno pripoznanje ob odtujitvi vsega ali delo poslovanja, na katerega se nanaša v obdobju, (e) amortizacijo, pripoznano v obdobju, (f) morebitne izgube zaradi oslabitve, pripoznane v obdobju, skladno z MRS 36 – Oslabitev sredstev, (g) razveljavitev morebitnih izgub zaradi oslabitve v obdobju po MRS 36, (h) druge morebitne spremembe knjigovodske vrednosti v obdobju ter (i) kosmati znesek in amortizacijski popravek vrednosti konec obdobja.

### **3.4 Povezanost MRS 22 z ostalimi standardi**

Če prevzemnik prevzame ciljno podjetje in ga tudi dejansko pripoji, bo prevzeto podjetje svoje poslovanje zaključilo tudi z računovodskega vidika, saj bo prenehalo obstajati kot pravnoformalno samostojen gospodarski objekt. V takšnem primeru se prevzem evidentira skladno z MRS 22. Če prevzemnik prevzetega podjetja ne bi pripojil in bi mu dovolil, pravno gledano, samostojno delovanje z lastno firmo in sredstvi, bi verjetno prišlo do relacije med odvisnim in obvladujočim podjetjem. V tem primeru je po MRS 27 prevzemnik dolžan sestavljati konsolidirane računovodske izkaze.

MRS posveča podjetjem v skupini in konsolidiranim računovodskim izkazom velik poudarek. Tudi iz tega lahko sklepamo, da finančne



ustanove v razvitih finančnih sektorjih pri obravnavanju neke skupine podjetij gledajo predvsem konsolidirane računovodske izkaze. V Sloveniji je za zdaj prav nasprotno. Investitorji, banke in ostala zainteresirana javnost svoje odločitve in mišljenje sprejemajo predvsem na podlagi posamičnih računovodskih izkazov. In prav zato, ker se pri nas konsolidirane računovodske izkaze obravnava na neki računovodski lepotni privesek, se prevzetih podjetij ne spreminja v zgolj profitne centre znotraj prevzemnikovega podjetja, pač pa se jih zaradi omenjenih, davčnih in drugih razlogov pusti kot samostojne gospodarske subjekte<sup>10</sup>.

Dejanske meje med prevzemom, obvladovanjem ali zgolj dolgoročno finančno naložbo v vrednostne papirje drugega gospodarskega subjekta ni. Kljub temu po MRS 27 za odvisno podjetje štejemo takšen gospodarski subjekt, ki ima neposredno ali posredno več kot polovico glasovalne moči v nekem drugem podjetju, razen če v izjemnih primerih dokaže, da takšno posedovanje ne pomeni usmerjanja. V mojem primeru je podjetje Gorenje 51-odstotni lastnik podjetja Publicus, kar lahko smatramo, da gre za odvisno družbo. Gospodarski subjekti imajo pravico vlagati v vrednostne papirje drugih podjetij. Če pri tem takšne investicije ne izpolnjujejo določb računovodskih standardov in zakonodaje, po katerih bi jih lahko opredelili kot prevzem, usmerjanje ali finančno naložbo v odvisno podjetje, potem takšne investicije obračunavamo zgolj kot finančne naložbe v druga podjetja, skladno z MRS 25 – Obračunavanje finančnih naložb. Seveda se ob tem vedno zastavlja vprašanje, zakaj se neko podjetje odloči investirati v vrednostne papirje drugega subjekta, če nima namena nanj vplivati. Če je naše stališče radikalno, potem je to dokaz pomanjkljive razvojne strategije podjetja. Na ta način se namreč dogaja, da podjetje financira rast drugega in ne svojega podjetja. Jasno je, da za prevzeme tega ne moremo trditi, saj imajo praviloma dobro izdelano računico izdatkov in koristi za oziroma od njega.

## **4 FINANČNO IN RAČUNOVODSKO OBRAVNAVANJE PREVZEMA (ANALIZA NA PRIMERU IZBRANEGA PODJETJA)**

### **4.1 Predstavitev podjetja Publicus in podjetja Gorenje**

Družba Publicus je bila ustanovljena leta 1991 v slovensko-avstrijski navezi. Družba je bila v tistem času pionir v slovenskem prostoru na področju ravnanja z odpadki. Leta 1995 jo je kupil nemški koncern Scheele, vendar pa jo je poslovna politika lastnika pripeljala na rob stečaja. Marca 2005 jo je v 100-odstotnem deležu kupilo slovensko podjetje HIS, d. o. o., Ljubljana. Poslovno leto 2005 je bilo za družbo

---

<sup>10</sup> Zanimiv primer nepoznavanja smisla konsolidiranih računovodskih izkazov se je zgodil pred kratkim v neki zelo gledani dnevnoinformativni oddaji na eni izmed slovenskih televizij. Šlo je za našega telekomunikacijskega monopolista. Novinar je podal informacije o večmilijardnem dobičku Telekoma Slovenije, poleg tega pa je napovedal bistveno povečanje cen impulza in naročnine v fiksnem telefonskem omrežju. Tisti gledalci, katerim ni bilo takoj jasno, da gre za skupino Telekom Slovenije in za konsolidirane računovodske izkaze, so bili seveda ogorčeni (velik dobiček – zakaj potem povečanje cen). Seveda so tudi novinarji morali naslednji dan ugrizniti v kislo jabolko in pojasniti, da so posredovali podatke za skupino Telekom Slovenije in da je večino dobička ustvaril Mobitel (hčerinsko podjetje Telekoma).

Publicus leto sanacij in popolne reorganizacije. Zaradi skorajšnjega stečaja je poslovanje potekalo v precej oteženih razmerah. Marca 2008 jo je v večinskem 51-odstotnem deležu kupila družba Gorenje in jo s tem pridružila diviziji Ekologija, katere večinski lastnik je Gorenje.

Divizija Ekologija tako sedaj združuje naslednja podjetja: Surovina d. d., Erico d. o. o., Kemis d. o. o., Zeos d. o. o., Econo d. o. o. in Publicus. Osnovno poslanstvo divizije Ekologija je kompetentno nuditi globalni servis s področja gospodarjenja z odpadki in ekologije in s tem naročnikom oziroma uporabnikom njihovih uslug nuditi najbolj optimalne in kakovostne rešitve. Praviloma so te tudi cenejše, kar vodi v še večje zadovoljstvo njihovih strank. Divizija Ekologija nudi vrhunske usluge s področja ravnanja z odpadki – poskrbi za komunalne odpadke, sekundarne surovine, nevarne odpadke iz gospodinjstev, odpadno električno in elektronsko opremo, izvajanje različnih monitoringov in projektiranja.

Družba Publicus je na območju občin Postojna, Pivka, Kamnik in Komenda pooblaščen za opravljanje obveznih gospodarskih javnih služb:

- zbiranje in odvoz komunalnih odpadkov,
- odlaganje komunalnih odpadkov.

Na območjih omenjenih občin oskrbujejo skupaj 55.684 prebivalcev (Statistični urad Republike Slovenije, 2009), vse proizvodne in storitvene dejavnosti ter ustanove.

Vizija družbe Publicus je aktivno delovati pri uvajanju modernih konceptov ravnanja z odpadki v slovenskem prostoru. To pomeni ponujati in izvajati rešitve za preprečevanje, zmanjševanje, recikliranje in šele potem odstranjevanje odpadkov. Razvijajo in izvajajo procese, s katerimi varujejo okolje povsod, kjer delujejo, skrbijo za kakovostno in pravočasno izvajanje njihovih storitev, s tem pa ne nazadnje skrbijo tudi za zadovoljitev njihovih strank. Vizijo družbe stalno prilagajajo zakonskim zahtevam in standardom EU.

Družbe Skupine Gorenje so se skozi zgodovino razvoja poslovnega sistema srečevale s številnimi izzivi, pred katere jih je postavljalo poslovno okolje; s potrebo po dinamičnem razvoju in dosego razvojnega koraka konkurence, s potrebo po aktivnem spremljanju in prožnem prilagajanju na spremembe v poslovnem okolju ter s potrebo po vsebinski (področni) segmentaciji svojega poslovanja. Vizija podjetja Gorenje naj bi bila postati najbolj izviren, v trajnostni razvoj in oblikovanje usmerjen ustvarjalec izdelkov za dom s prožnim prilagajanjem potrebam potrošnikom. Temeljno poslanstvo podjetja je ustvarjati izvirne, tehnično dovršene, vrhunsko oblikovane, uporabnikom in okolju prijazne izdelke za prijeten dom. Osredotočajo se na povečanje zadovoljstva potrošnikov in na družbeno odgovoren način ustvarjajo vrednost za vse svoje deležnike. Z upoštevanjem ključnih globalnih trendov in izzivov razvijajo hitro rastoča področja z nadpovprečnimi donosi.

Družbe Skupine Gorenje delujejo na treh poslovnih področjih:

- divizija Aparati za dom,
- divizija Notranja oprema,
- divizija Ekologija, energetika in storitve.

Divizija ekologije, energetike in storitev ponuja storitve s področja trgovine, inženiringa, zastopstev, gostinstva, turizma in upravljanja nepremičnin. Z aktivnostmi v omejeni diviziji izkoriščajo svoja znanja in štiridesetletne izkušnje iz ekologije ter prepoznane poslovne priložnosti na različnih področjih, ki imajo večji potencial rasti kot njihova osnovna dejavnost. V strukturi prihodkov od prodaje Skupine Gorenje dosega omenjena divizija 18-odstotni delež. Ključna storitev na področju ekologije je celovit servis ravnanja z odpadki, ki ga ponujajo industrijskim podjetjem.

## 4.2 Cilji združevanja

Načrtni cilji so rezultati, ki jih podjetje želi doseči. Načrtni cilji imajo praviloma veliko motivacijsko moč, služijo za rangiranje alternativ in omogočajo merjenje uspešnosti (Pučko, 1996, str. 165). Pri samem postavljanju ciljev je seveda potrebno upoštevati tako vizijo podjetja kot tudi ugotovljene prednosti, pomanjkljivosti, priložnosti in nevarnosti.

Podjetje lahko določa več vrst ciljev. Strateški cilj je dolgoročni cilj, ki kaže usmerjenost podjetja in stanje, ki ga želi doseči. Strateški cilj kaže zeleno stanje v prihodnosti. Strateški cilj podjetij Publicus in Gorenje je zagotoviti trajno rast donosa kapitala. Da bi ta cilj dosegli, je potrebno določiti delne dolgoročne cilje, ki so lahko na nivoju podjetja, posameznih organizacijskih enot ali posameznih delovnih funkcij. Cilje lahko opredelimo kvalitativno ali kvantitativno. Kvantitativni cilji se izražajo s številkami, kvalitativni cilji pa opisno. Med delne dolgoročne cilje, ki podpirajo strateški cilj obeh podjetij, sodijo:

- racionalizacija in standardizacija poslovanja,
- doseganje večje gospodarnosti poslovanja,
- specializacija proizvodov v okviru posameznih poslovnih enot,
- povečanje tržnega deleža,
- motiviranje zaposlenih za doseganje boljših rezultatov,
- nižji stroški financiranja.

Podjetje bo poslovalo bolj gospodarno kot sedaj, če bo ustvarilo več prihodkov glede na obstoječe stroške poslovanja. Dolgoročno se gospodarnost povečuje s spreminjanjem tehnologije, kratkoročno pa z zniževanjem stroškov poslovanja. Doseganje učinkov ekonomije obsega pripelje do boljše gospodarnosti poslovanja. Združitev podjetij lahko pripelje do ekonomije obsega in operativnih sinergij.

Poslovna standardizacija pomeni poenotenje standardov, skupno trženje, prodajne storitve ter računovodske in finančne službe. Racionalizacija temelji na ugotavljanju prekrivanja dejavnosti združenih družb in na združevanju dejavnosti, ki se podvajajo. Cilj združenega podjetja je

vzpostaviti kakovosten celosten informacijski sistem, ki bo vodilnim delavcem in ostalim zaposlenim nudil informacije, potrebne za odločanje.

Specializacija proizvodov v okviru posameznih poslovnih enot je smiselna zaradi možnosti proizvodnje večje količine izdelkov, uporabe specialnih strojev in naprav. Posledično naj bi specializacija omogočila nižje povprečne fiksne stroške proizvodnje.

Povečanje tržnega deleža je eden izmed pomembnejših ciljev združenega podjetja. Večji tržni delež običajno omogoča boljšo pogajalsko pozicijo na trgu in možnost doseganja sinergij. Združeno podjetje bo lažje nastopalo na novih trgih. Motiviranje zaposlenih je korak k izboljšanju uspešnosti poslovanja. Podjetje lahko na različne načine motivira zaposlene. Nižje stroške financiranja načrtuje podjetje doseči z nižjimi obrestnimi merami za kredite pri bankah in odprodajo poslovno nepotrebnih sredstev.

### **4.3 Finančno obravnavanje prevzema**

Finančni kazalniki nam povedo nekaj o preteklih poslovnih odločitvah, ampak ne vsega in ne ponujajo ustrezne usmeritve za ukrepe, ki jih je treba izvesti danes in jutri za ustvarjanje prihodnje finančne prednosti (Kaplan & Norton, 2000, str. 36).

Informacije finančnega računovodstva so zelo pomembne, z njimi lahko zaslutimo prihajajočo krizo. To je prvi opozorilni znak, da je potrebno nekaj storiti s poslovanjem podjetja. Potrebno je temeljito spremljati vse nadrobne računovodske informacije. Finančni kazalniki nam služijo za analizo finančnega položaja podjetja. Finančni položaj podjetja pa je izdelan na osnovi izkaza poslovnega izida, bilance stanja, izkaza finančnega izida in na osnovi računovodskih kazalnikov in še nekaterih drugih informacij, katere pripomorejo k popolnejši finančni analizi. S finančnimi kazalniki dobimo številne informacije o poslovanju podjetja.

Za analiziranje finančnih kazalnikov se najpogosteje uporabljata dve metodi:

#### **a) vodoravna analiza**

Če uporabljamo vodoravno analizo, ugotavljamo vrednostni znesek in odstotek spremembe določene postavke v računovodskih izkazih. Kot osnovo za primerjanje vzamemo postavke v prejšnjem obdobju napram postavkam zadnjega leta. Z vodoravno analizo računovodskih izkazov dobimo informacije o velikosti, smeri in relativni pomembnosti sprememb posameznih postavk. Uporabljamo jih za ugotavljanje, ali se je poslovanje podjetja v nekem obdobju izboljšalo ali poslabšalo. S pomočjo teh sprememb se lahko ugotovi, na katerih področjih poslovanja podjetja so potrebne spremembe.

#### b) navpična analiza

Z navpično analizo se postavke v računovodskih izkazih prikazujejo kot relativni deleži glede na izbrano celoto. Največjo informacijo, ki nam prinaša navpično analiziranje računovodskih izkazov, nam omogoča primerjavo med podjetji iste panoge. To pa zato, ker so posamezne postavke prikazane kot delež oziroma relativno število. Največkrat se kot celoto pri navpični analizi izkaza uspeha za izračun izbere čiste prihodke od prodaje, lahko pa se izbere tudi vse prihodke skupaj ali kakšno drugo postavko, odvisno od namena in cilja analize. Pri bilanci stanja pa največkrat vzamemo kot osnovo bilančno vsoto. V tem primeru nam odstotki povedo delež posamezne postavke sredstev in obveznosti do virov sredstev.

#### ***4.3.1 Prezemna cena, finančna sinergija ter načrt financiranja***

Marca 2008 se je spremenila lastniška struktura podjetja Publicus s tem, da je 51 % podjetja Publicus, ki je bil pred tem v 100% lasti podjetja His d.o.o., odkupila skupina Gorenje, in tako podjetje Publicus pridružila diviziji Ekologija, katere večinski lastnik je Gorenje.

Ker je bilo podjetje Publicus, pred delnim prevzemom podjetja Gorenje, v 100% lasti podjetja His d.o.o., ni bilo možno pridobiti podatkov o tem, kakšna je bila prevzemna cena. Pridobila sem le ta podatek, da so prevzemno ceno določili cenilci vrednosti – po tržni vrednosti. Torej je to notranja vrednost povišana za tržno premijo. Pri borznih podjetjih se vsakodnevno meri na borzi in je izračunan iz tržne vrednosti vseh delnic. Pri podjetjih, ki ne kotirajo na borzi, torej v mojem primeru, se tržna vrednost ugotovi ob transakciji, s prodajo dela ali celote podjetja. Cena je bila po vsej verjetnosti postavljena ravno dovolj visoko in ne prenizko, da ni obstajala nevarnost, da dosedanji lastnik podjetja ponudbe za prevzem ne bi sprejel. Za ekonomsko uspešnost prevzema mora biti praviloma sinergijska vrednost višja od prevzemne. V mojem primeru je bila torej prevzemna cena rezultat pogajanj med podjetjem Gorenje in podjetjem Publicus. Torej je bil to tisti znesek, pri katerem sta se srečali pričakovanju obeh strani (Bertoncelj, 2005, str. 58). Pogodba o prevzemu je bila overjena pri notarju, za tem se je naredil še vpis v sodni register.

Finančne sinergije se po malem kažejo tako v nižjih stroških financiranja, kot zmanjševanju tveganja preko razpršitve in na koncu tudi v nižjih stroških povezanih z uresničevanjem finančne funkcije. Družba je poslovno leto 2008 zaključila z izgubo. Osnovni razlog za to pa je izguba iz tekočega poslovanja v prenizkih cenah in deloma tudi previsokih stroških (stroški energije, stroški materiala in stroški nekaterih storitev). Stroški dela so bili sicer nižji za 4%, venar pa so se stroški v celoti povečali za 24 % od tega največ transportne storitve. Cene življenjskih potrebščin so se dvignile za 2,1 %.

Finančne sinergije so se opazile tudi v prihodkih od prodaje, saj so bili v letu 2008 višji za 12 %, vendar pa cene komunalnih storitev iz naslova koncesijskih pogodb ne pokrivajo vseh stroškov in odhodkov.

Ne glede na ostale pozitivne finančne sinergije pa lahko izpostavim, da je bilo finančno stanje družbe v letu 2009 še vedno slabo. V letu 2008 so se kratkoročne obveznosti v primerjavi z letom 2007 povečale za 7 %. Pretežni delež obveznosti predstavljajo dajatve v državi in finančne obveznosti.

V letu 2008 je bilo zaposlenih 25 delavcev in je prihajalo do težav pri operativnem delu, poleg tega se je obseg dela s spremembo lastniške strukture še bistveno povečal, saj je potrebno družbi Gorenje zagotavljati redno mesečno poročanje, revizije in drugo, kar pozvrača še dodatno obremenjenost zaposlenega kadra. Tako so se v letu 2009 in letu 2010 odprla delovna mesta za nove zaposlene.

Načrt financiranja prevzema je opravilo podjetje Gorenje. Menedžment je pregledal finančno situacijo prevzemenga podjetja, ki vključuje raziskavo kapitalske strukture, likvidnostna sredstva, neuporabljene posojilne kapacitete in projekcijo denarnih tokov. Podjetje Publicus je pripravilo podrobno napoved prihodkov, bilance stanja ter denarnih tokov, kar predstavlja kritično točko. Ob zbranih podatkih se je izdelala še analiza prevzemnega podjetja in prevzetega podjetja kot kombiniran objekt.

Ko je podjetje Gorenje ugotovilo, koliko sredstev bo potrebovalo za izvedbo prevzema, je začel v finačni službi iskati vire financiranja prevzema. Šlo naj bi za dolžniško financiranje prevzema.

#### ***4.3.2 Analiza bilance stanja***

Analiza računovodskih izkazov je predvsem pomembna za zunanje uporabnike: računovodski podatki so primarni vir finančnih informacij, ki so jim na voljo, medtem ko imajo posloводства na razpolago še veliko število drugih informacij o podjetju in zato analiza računovodskih izkazov zanje ni nujno odločujoča. Računovodske informacije so tako pomembne za zunanjega uporabnika, da njihovo razkrivanje ščiti država z zakonom, z računovodskimi standardi pa računovodska stroka določa, kako naj bodo informacije pripravljene. Računovodski izkazi morajo nuditi takšne informacije delničarjem, upnikom in drugim, da lahko ocenijo preteklo poslovanje z namenom oblikovanja pričakovanj glede uspešnosti prihodnjega poslovanja podjetja in na tej podlagi oblikujejo odločitve glede svojega odnosa do podjetja. V analizi računovodskih izkazov so pomembne tudi tržne finančne informacije o podjetju, seveda le za tista podjetja, katerih vrednosti papirji so uvrščeni na trg kapitala. Delež podjetij, ki kotira, pa je glede na vsa velika podjetja zelo nizek.

V tem okviru nas zanima predvsem plačilna sposobnost in uspešnost poslovanja v preteklem in prihodnjem obdobju ter v končni fazi poštena vrednost podjetja kot celote. Poleg klasičnega analiziranja temeljnih

računovodskih izkazov je potrebno veliko pozornost posvetiti dinamiki poslovanja podjetja. Predprevzemno gospodarsko-finančno analizo lahko razdelimo na dva dela. Prvi del se ukvarja z analizo poslovanja podjetja v preteklosti in oceno prihodnjega poslovanja. Ker se predprevzemna analiza izvede še pred vzpostavitvijo stikov s ciljnimi podjetjem, je razumljivo, da lahko analizo izvedemo zgolj na podlagi javno dostopnih podatkov (temeljni računovodski izkazi in pojasnila). Analizo lahko izvajamo vodoravno, navpično in z dodatnimi kazalniki.

Bilanca stanja je temeljni računovodski izkaz, v katerem je resnično in pošteno prikazano stanje sredstev in obveznosti do njihovih virov ob koncu poslovnega leta, za katero se sestavlja. Kaže obseg in kakovost sredstev (stalnih in gibljivih) ter obseg in kakovost njihovega financiranja (z lastniškimi in dolgoročnimi viri financiranja). Strukturo aktive po posameznih letih za obdobje 2007 – 2009 prikazuje tabela 1:

*Tabela 1: Aktiva bilance stanja iz obdobja 2007 – 2009 (v 1000 EUR)*

	<b>SREDSTVA</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Indeks 09/08</b>
<b>A</b>	<b>Dolgoročna sredstva</b>	<b>1.295</b>	<b>1.174</b>	<b>2.831</b>	<b>241,14</b>
I.	Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitev	194	232	156	67,24
II.	Opredmetena osnovna sredstva	1.101	942	2.675	283,97
<b>B</b>	<b>Kratkoročna sredstva</b>	<b>1.209</b>	<b>971</b>	<b>2.009</b>	<b>206,90</b>
I.	Zaloge	10	-	110	-
II.	Kratkoročne finančne naložbe	-	-	14	-
III.	Kratkoročne poslovne terjatve	1.198	886	1.776	132,73
IV.	Denarna sredstva	1	85	109	128,24
<b>C</b>	<b>Kratkoročne aktivne časovne razmejitev</b>	<b>24</b>	<b>-</b>	<b>209</b>	<b>-</b>
	<b>SREDSTVA</b>	<b>2.528</b>	<b>2.145</b>	<b>5.049</b>	<b>235,38</b>

*Vir: Interno gradivo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana (Letno poročilo 2007 – 2009 podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana).*

Bilanca stanja na aktivni strani prikazuje sredstva. Po SRS le-te delimo na stalna in gibljiva. Prevzemnik bo v okviru metod vrednotenja vsa sredstva temeljito preučil. Pri tem so mu v veliko pomoč pojasnila k bilanci stanja, ki razčlenjujejo posamezne postavke sredstev in obveznosti do virov sredstev. Če ne drugega, iz pojasnil pridobimo vsaj informacije o nabavni vrednosti, popravku vrednosti in neodpisani vrednosti stalnih sredstev.

Aktivna stran v letu 2009 je sestavljena iz 39,79 % kratkoročnih sredstev, 56,07 % dolgoročnih sredstev in 4,14 % kratkoročnih aktivnih časovnih razmejitev. Če bi hoteli, da podjetje na hitro spreminjajočem trgu preživi na dolgi rok, bi bilo potrebno investirati v dolgoročna sredstva. Najboljše bi bilo, če bi se investiralo v dolgoročne finančne naložbe. Na ta način se lahko s kratkoročnimi obveznostmi financirajo dolgoročna sredstva.

V okviru dolgoročnih sredstev je 52,98 % opredmetenih osnovnih sredstev in 3,09 % neopredmetenih sredstev in dolgoročnih aktivnih

časovnih razmejitev. V podjetju bi bilo potrebno iskati nove primerne investicije, ki bodo zagotavljale dolgoročni finančni tok in finančne prihodke, ki so pomembni za dolgoročno plačilno kreditno sposobnost podjetja.

V okviru kratkoročnih sredstev je v podjetju 2,18 % zalog, 0,28 % kratkoročnih finančnih naložb, 35,18 % kratkoročnih poslovnih terjatev in 2,16 % denarnih sredstev. Kratkoročnost lahko pomeni, da podjetje za doseganje zelenega poslovnega rezultata najema kratkoročne kredite oziroma financira investicije na račun odloženih plačil kratkoročnih obveznosti. Iz zgornje tabele se opazi, da so se celotna sredstva v letu 2009 glede na preteklo leto povečala za 135 %, pri čemer so se dolgoročna sredstva povečala za 141 %, kratkoročna pa za 106 %.

Gibanje posameznih postavk gibljivih sredstev nam veliko pove o učinkovitosti gospodarjenja. V nasprotju z osnovnimi sredstvi, ki so v podjetju prisotna daljše obdobje, se gibljiva sredstva znotraj posameznega poslovnega leta večkrat obrnejo. Prav hitrost njihovega obračanja pa je tista, ki vpliva na nekatere stroške, ki lahko za podjetje predstavljajo relativno veliko obremenitev. Naraščanje zalog lahko pomeni, da se podjetju zmanjšuje prodaja končnih proizvodov na trgu. To poleg manjših prihodkov pomeni tudi višje stroške skladiščenja zalog nedokončane proizvodnje in dokončanih proizvodov. Naraščajoče terjatve iz poslovanja lahko pomenijo poslabšanje strukture odjemalcev, plačilne težave morebitnega strateškega odjemalca, v vsakem primeru pa predstavljajo uvod v zmanjšanje plačilne sposobnosti ciljnega podjetja v bližnji prihodnosti.

Na pasivni strani bilance stanja podjetje izkazuje vire sredstev. Vsak vir sredstev za podjetje predstavlja obveznost. Čeprav prevzemnika zanima predvsem osnovni kapital ciljnega podjetja, pa mora ob tem imeti vedno v mislih, da bo skupaj s pridobitvijo glasovalnih navadnih delnic kot delov, na katerega je razdeljen osnovni kapital, prevzel tudi odgovornost za vse ostale vire sredstev, predvsem dolgove. Sestava pasive bilance stanja ima lahko velik vpliv na prihodnje poslovanje podjetja. Pri tem imamo v mislih predvsem povezavo določenih vrst sredstev z njihovimi viri. Sprašujemo se torej, ali je aktivna stran pravilno financirana. Čeprav se morebiti na prvi pogled zdi, da bi bilo za prevzemnika najboljše, da bi bilo osnovnega kapitala med viri sredstev kar najmanj, ker bi tako za prevzem potrebne deleže delnic porabil manj sredstev, pa moramo vedeti, da bo prevzemnik slej ali prej prišel v obdobje, ko bo potrebno vrniti nekatere vračljive vire sredstev. Prevzemnik, ki ciljnega podjetja ne kupuje zgolj iz špekulativnih razlogov, bo torej večji poudarek namenil preučevanju ustreznosti financiranja sredstev in ne toliko strukturi virov sredstev.

Struktura pasive, ki jo prikazuje tabela 2, je sestavljena iz 7,27 % kapitala, 14,28 % dolgoročnih obveznosti in 73,06 % kratkoročnih obveznosti. Obveznosti do virov sredstev so obveznosti, ki temeljijo na pravno zasnovanem razmerju gospodarske družbe do virov sredstev, s



katerimi se financira. Gospodarska družba ohranja sredstva financiranja in jih vrača v ustreznih rokih z obrestmi. Strukturo pasive po posameznih letih za obdobje 2007 – 2009 prikazuje tabela 2:

*Tabela 2: Pasiva bilance stanja iz obdobja 2007 – 2009 (v 1000 EUR)*

	<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Indeks 09/08</b>
<b>A</b>	<b>Kapital</b>	<b>750</b>	<b>314</b>	<b>367</b>	<b>116,88</b>
I.	Osnovni kapital	897	897	897	1
II.	Kapitalske rezerve	2.069	2.069	-	-
III.	Rezerve iz dobička	3	4	4	1
IV.	Preneseni čisti poslovni izid	- 2.225	- 2.219	- 587	-
V.	Čisti poslovni izid poslovnega leta	6	- 437	53	12,13
<b>B</b>	<b>Rezervacije</b>	<b>4</b>	<b>118</b>	<b>94</b>	<b>79,66</b>
<b>C.</b>	<b>Dolgoročne obveznosti</b>	<b>709</b>	<b>414</b>	<b>721</b>	<b>174,15</b>
I.	Dolgoročne finančne obveznosti	301	388	703	181,19
II.	Dolgoročne poslovne obveznosti	408	26	18	69,23
<b>Č.</b>	<b>Kratkoročne obveznosti</b>	<b>1.063</b>	<b>1.138</b>	<b>3.689</b>	<b>324,17</b>
I.	Kratkoročne finančne obveznosti	198	273	1.421	520,51
II.	Kratkoročne poslovne obveznosti	865	865	2.268	262,19
<b>D.</b>	<b>Kratkoročne pasivne časovne razmejitve</b>	<b>-</b>	<b>161</b>	<b>178</b>	<b>110,56</b>
	<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>2.528</b>	<b>2.145</b>	<b>5.049</b>	<b>235,38</b>

*Vir: Interno gradivo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana (Letno poročilo 2007 – 2009 podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana).*

Podjetje ima za povečanje poslovanja ali povečanje tržnega deleža najete dolgoročne kot tudi kratkoročne kredite pri bankah in si na ta način zagotavlja likvidnost poslovanja. Zaradi strukture pasive, ki prikazuje, da je 73,06 % kratkoročnega financiranja sredstev in le 14,28 % dolgoročnega financiranja sredstev, bi bilo potrebno v podjetju finančne naložbe financirati na dolgi rok (dolgoročne obveznosti). Podjetje ima dokaj velike rezerve v poslovnih terjatvah, kar lahko pomeni riziko ob prevzemu podjetja ob morebitnih dvomljivih in spornih terjatvah.

#### **4.3.3 Predvideni finančni načrt in morebitna odstopanja bilance stanja**

Ne glede na to, ali gre za zasebno ali poslovno življenje, lahko v vsakdanjem življenju zelo malo ciljev dosežemo brez načrtovanja. V poslovnem življenju je za preživetje podjetja pomembno dobro organizirano načrtovanje prihodnjih poslovnih dogodkov, ki zajema obseg načrtovanja vseh potrebnih dejavnosti in dejavnikov, ki so povezani s prihodnjimi poslovnimi dogodki. Načrtovanje pomeni miselno oblikovanje prihodnosti. Tudi v primeru prevzema podjetja je potrebno narediti finančni načrt. Pojem finančno načrtovanje se uporablja v širšem in ožjem pomenu besede. V širšem pomenu besede zajema načrtovanje dobička, ki poizkuša opredeliti višino dobička v določenem prihodnjem obdobju in možno variabilnost dobička glede na verjetne ravni v obsegu prodaje, strukturo stalnih in spremenljivih stroškov poslovanja ter način financiranja podjetja (Globovšek, 2008, str. 149). Kadar je podjetje v fazi rasti, pomeni, da se bodo pričakovani prihodki od prodaje povečali.

Kadar se prodaja poveča, se istočasno spremeni večina postavk v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida. Rast podjetja ima za posledico povečanje sredstev podjetja in obveznosti do njih. Kako velik je lahko problem nelikvidnosti, je odvisno od stopnje rasti, količine denarja, počasnih prilivov denarja iz poslovanja in lastnikove sposobnosti pridobivanja različnih virov financiranja tako dolgov kot tudi novega kapitala (Osteryoung, 1997, str. 105).

Predlog ukrepov posloводства za finančno prestrukturiranje je bil povečanje prejemkov, intenzivna izterjava, maksimalno angažiranje komercialne dejavnosti pranja kontejnerjev z novimi pralci, pridobiti nove partnerje ter skrajšati plačilne pogoje kupcev, ki niso v pristojnosti koncesijske pogodbe in dvig cene v višini inflacije iz leta 2008. Želeli pa so zmanjšati izdatke – podaljšati roke zapadlosti obveznosti s 30 na 60 dni, znižati stroške poslovanja, konverzija kratkoročnega posojila in limita v dolgoročno posojilo, ki bi bilo cenejše. V nadaljevanju bom predstavila predvideni finančni načrt za leto 2009 in 2010 ter morebitna odstopanja bilance stanja v letu 2009. Načrt aktive bilance stanja za obdobje 2009 – 2010 nam prikazuje tabela 3:

*Tabela 3: Načrt aktive bilance stanja za obdobje 2009 – 2010 (v 1000 EUR)*

	<b>SREDSTVA</b>	<b>Načrt 2009</b>	<b>Načrt 2010</b>	<b>Dejansko 2009</b>	<b>Odstopanja 2009</b>
<b>A</b>	<b>Dolgoročna sredstva</b>	<b>1.260</b>	<b>3.365</b>	<b>2.831</b>	<b>224,68</b>
	Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitev	217	1.476	156	71,89
II.	Opredmetena osnovna sredstva	1.042	1.476	2.675	256,72
<b>B</b>	<b>Kratkoročna sredstva</b>	<b>1.493</b>	<b>1.733</b>	<b>2.009</b>	<b>134,56</b>
I.	Zaloge	-	-	110	-
II.	Kratkoročne finančne naložbe	-	-	14	-
III.	Kratkoročne poslovne terjatve	1.076	1.733	1.776	165,06
IV.	Denarna sredstva	417	-	109	26,14
<b>C</b>	<b>Kratkoročne aktivne časovne razmejitev</b>	<b>3</b>	<b>146</b>	<b>209</b>	<b>6.966,66</b>
	<b>SREDSTVA</b>	<b>2.756</b>	<b>3.365</b>	<b>5.049</b>	<b>183,20</b>

*Vir: Interno gradivo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana.*

Iz zgornje tabele je razvidno, da so se celotna sredstva v podjetju v letu 2009 glede na načrtovano povečala za 83 %, pri čemer so se dolgoročna povečala za 124 %, kratkoročna pa za 34 %. Ker želimo, da podjetje na spreminjajočem trgu preživi na dolgi rok, je dobro, da investiramo v dolgoročna sredstva. Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne omejitve so bile za dobrih 28 % nižje od predvidenih. Opredmetena osnovna sredstva so konkretna materialna vlaganja, ki so v lasti ali finančnem najemu poslovne osebe in so namenjena opravljanju osnovne, stranske ali pomožne dejavnosti. V letu 2009 so bila za 156 % višja od predvidenega načrta. Za kratkoročne poslovne terjatve lahko rečemo, da naraščajo, kar pomeni poslabšanje strukture odjemalcev, plačilne težave morebitnega strateškega odjemalca, v vsakem primeru pa predstavljajo uvod v zmanjšanje plačilne sposobnosti ciljnega podjetja v

bližnji prihodnosti. Zalog skorajda ni predvidevalo. Načrt pasive bilance stanja za obdobje 2009 – 2010 nam prikazuje tabela 4:

*Tabela 4: Načrt pasive bilance stanja za obdobja 2009 – 2010 (v 1000 EUR)*

	<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>Načrt 2009</b>	<b>Načrt 2010</b>	<b>Dejansko 2009</b>	<b>Odstopanja 2009</b>
<b>I.</b>	<b>Kapital</b>	1.055	1.025	367	34,79
II.	Osnovni kapital	-	896	897	-
III.	Kapitalske rezerve	2.069	2.069	-	-
IV.	Rezerve iz dobička	3	3	4	133,33
V.	Preneseni čisti poslovni izid	-2.210	-2.380	- 587	-
VI.	Čisti poslovni izid poslovnega leta	296	436	53	17,91
<b>B</b>	<b>Rezervacije</b>	<b>4</b>	<b>-</b>	<b>94</b>	<b>2.350</b>
<b>C.</b>	<b>Dolgoročne obveznosti</b>	<b>774</b>	<b>1.805</b>	<b>721</b>	<b>93,15</b>
I.	Dolgoročne finančne obveznosti	259	600	703	271,43
II.	Dolgoročne poslovne obveznosti	515	1.205	18	3,49
<b>Č.</b>	<b>Kratkoročne obveznosti</b>	<b>922</b>	<b>400</b>	<b>3.689</b>	<b>400,11</b>
I.	Kratkoročne finančne obveznosti	300	300	1.421	473,67
II.	Kratkoročne poslovne obveznosti	622	100	2.268	364,63
<b>D.</b>	<b>Kratkoročne pasivne časovne razmejitev</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>178</b>	<b>-</b>
	<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>2.756</b>	<b>3.365</b>	<b>5.049</b>	<b>183,20</b>

*Vir: Interno gradivo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana.*

Kapital se je v primerjavi z načrtom za leto 2009 dejansko zmanjšal za 65 %. Dolgoročni dolgovi so bili v primerjavi z načrtom manjši za odplačane zneske in morebitne drugačne poravnave za 7 %. Tako kratkoročne finančne obveznosti kot tudi kratkoročne poslovne obveznosti so bile v primerjavi z načrtom dosti večje.

#### **4.3.4 Analiza izkaza poslovnega izida**

Če nam bilanca stanja pove, kaj podjetje ima na določen dan, pa nam izkaz poslovnega izida pove, kaj je podjetje v določenem obdobju počelo. Prikazuje prihodke, stroške in odhodke gospodarske družbe v obračunskem letu ter poslovni izid (čisti dobiček ali izgubo). Dopolnjen je s podatki za ugotovitev bilančnega dobička ali bilančne izgube. Poslovni izid je prikazan stopenjsko: na prvi stopnji je ugotovljen dobiček ali izguba iz rednega delovanja, dodan je vmesni izid (dobiček/izguba) zunaj rednega delovanja in na drugi stopnji čisti dobiček ali izguba kot končni izid poslovanja. Za prevzemnika sta najpomembnejša višina in gibanje prihodkov od prodaje, saj je to temeljni vir zaslužka podjetja. Ciljno podjetje sicer lahko ima v določenem obdobju relativno visoke prihodke od financiranja ali celo izredne prihodke, vendar ti ne povedo veliko o obsegu in dinamiki prodaje poslovnih učinkov. Za napovedovanje gibanja prihodkov v prihodnosti je torej ključnega pomena napoved obsega prodaje in prodajnih cen kot poglobitnega elementa napovedi prihodkov od prodaje. Izredni prihodki so zanimivi takrat, ko je njihov znesek relativno visok in pa takrat, ko je razlog oziroma vir teh prihodkov takšen, da bi lahko

vplival na poznejše poslovanje podjetja. Takšen primer so na primer izredni prihodki na podlagi skesnin ali pogodbenih kazni. Če je naš kupec odstopil od pogodbe o nakupu našega poslovnega učinka, smo resda pridobili izredne prihodke na podlagi pogodbeno dogovorjenih kazni, vendar je drugo, še pomembnejše vprašanje, ali bo takšen kupec podjetju še naprej zvest.

Podobno kot prihodke tudi odhodke razdelimo na tiste iz poslovanja, financiranja in izredne. Med odhodki iz poslovanja so najpomembnejši stroški blaga, materiala in storitev. Po posameznem poslovnem učinku naj bi se ti stroški med obdobji gibali premo sorazmerno. V primeru, da temu ni tako, je potrebno ugotoviti, zakaj ni tako. Stroški dela so naslednji pomemben element, ki v večini podjetij predstavljajo pomembno udeležbo v odhodkih. Če se v ciljnem podjetju napoveduje stavka zaradi prenizkih plač, potem moramo v naših predvidevanjih za prihodnja obdobja to prav gotovo upoštevati. Prezem se včasih financira preko pasive ciljne družbe z njenim zadolževanjem. Takšno dodatno zadolževanje prinaša dodatna plačila obresti za prejeta posojila, zato moramo v napovedih prihodnjih odhodkov od financiranja takšno dejstvo upoštevati. Pri izrednih odhodkih velja podobno kot pri izrednih prihodkih. Pozorni moramo biti predvsem na rezervacije za prihodnje izgube, da ravnateljstvo podjetja preko mehanizma ne bi namerno zniževalo poslovnega izida in s tem odvrčalo potencialnega prevzemnika. Tabela 5 nam prikazuje izkaz poslovnega izida iz obdobja 2007 – 2009:

*Tabela 5: Izkaz poslovnega izida iz obdobja 2007-2009 (v 1000 EUR)*

Leto	2007	2008	2009	Indeks 09/08
Čisti prihodki od prodaje	3.606	4.029	4.404	109,31
Drugi poslovni prihodki	29	23	1	4,34
Kosmati donos iz poslovanja (čisti prihodki od prodaje)	3.635	4.052	4.405	108,71
Stroški blaga, materiala in storitev	2.524	3.079	3.100	100,68
Stroški dela	758	730	885	131,23
Odpisi vrednosti	283	456	325	71,27
Drugi poslovni odhodki	50	218	33	15,14
Poslovni izid iz poslovanja	20	- 431	62	-
Finančni prihodki	-	-	-	-
Finančni odhodki	- 61	- 53	- 48	-
Drugi prihodki	63	52	82	157,69
Drugi odhodki	- 16	- 5	- 43	-
Celotni poslovni izid	6	- 437	53	-
Davek iz dobička	-	-	-	-
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja (čisti dobiček / izguba)	6	- 437	53	-

*Vir: Letno poročilo 2007 – 2009 podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana.*

Poslovni prihodki, ki vsebujejo prodajne vrednosti prodanih proizvodov oziroma trgovskega blaga in materiala ter opravljenih storitev, so se konec leta 2009 povečali za 9,3 % v primerjavi z letom 2008. Manjši finančni prihodki so lahko posledica neefektivne izterjave, glede na to, da so se poslovne terjatve povišale v letu 2009.

Poslovne odhodke v podjetju sestavljajo 70,37 % stroški blaga, materiala in storitev, 20,09 % stroški dela in 7,37 % odpisi vrednosti. Višina finančnih odhodkov se je zmanjšala glede na leto 2008. V povezavi z zmanjšanjem dolgoročnih in povečanjem kratkoročnih obveznosti bi lahko rekla, da je podjetje v letu 2008 sklepalo bolj poslovno ugodne kreditne pogodbe.

Dobiček (poslovni izid) iz poslovanja se je povečal glede na leto 2008, ko je bil negativen. Čisti dobiček se je povečal v primerjavi z letom 2008 za 12,12 %. Podjetje je v letu 2009 glede na preteklo leto zmanjšalo druge poslovne odhodke za 84 %, druge poslovne prihodke pa za 95 %.

Iz stroškov storitev, ki izkazujejo previsok delež, je razvidno, da podjetje najema zunanje sodelavce za izdelavo proizvodov. Temu navkljub bi bilo dobro, če bi se v podjetju zaposlilo več ljudi za obstoječi obseg poslovanja, saj bi na ta način lahko zmanjšali poslovne odhodke in posledično povečali dobiček iz poslovanja, ki se je prav zaradi povečanja stroškov storitev v letu 2009 znižal glede na predhodno leto.

Delež prevrednotovalnih poslovnih odhodkov pri obratnih sredstvih v odpisih vrednosti kaže na veliko prevrednotenje terjatev do kupcev, zato bi v podjetju morali začeti bolj učinkovito izterjevati terjatve do kupcev oziroma razmisliti o načinu učinkovitejšega zavarovanja terjatev.

#### **4.3.5 Predvideni finančni načrt in morebitna odstopanja izkaza poslovnega izida**

*Tabela 6: Načrt izkaza poslovnega izida za obdobja 2009-2010 (v 1000 EUR)*

Leto	Načrt 2009	Načrt 2010	Indeks načrt 10/09	Dej. 2009	Odstopanje
Čisti prihodki od prodaje	4.480	7.020	156,70	4.404	98,30
Kosmati donos iz poslovanja (čisti prihodki od prodaje)	4.480	7.020	156,70	4.405	98,33
Stroški blaga, materiala in storitev	2.820	3.506	124,33	3.100	109,93
Stroški dela	889	1.739	195,61	885	99,55
Odpisi vrednosti	588	691	117,52	325	55,27
Drugi poslovni odhodki	56	56	100,00	33	58,93
Poslovni izid iz poslovanja	127	1.027	808,66	62	48,82
Finančni prihodki	27	39	144,44	-	-
Finančni odhodki	100	135	135,00	- 48	-
Drugi prihodki	6	6	113,86	82	1.366,66
Drugi odhodki	12	11	91,66	-43	-
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	21	887	4223,80	53	252,38

*Vir: Interno gradivo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana.*

Iz zgornje tabele lahko razberemo, da je bil načrt prihodkov od prodaje naraščanje le-teh. Odstopanje od dejanskega stanja v letu 2009 je bilo minimalno – le za slaba 2 % manjše od načrtovanega. Razvidno je tudi,

da prihodki naraščajo počasneje od odhodkov, kar ima za posledico zmanjšanje nerazporejenega dobička posameznega obdobja.

Stroški blaga, materiala in storitev naraščajo dokaj sorazmerno. Medtem ko načrt stroškov dela iz leta 2009 na leto 2010 kaže naraščanje za 96 %. Dejansko stanje v letu 2009 je bilo višje za 9,93 %.

Drugi prihodki so se iz leta 2009/2010 povečali za 14 %, v letu 2010/2011 pa je načrt le-te še malo povečati, in sicer za 33 %.

Sama analiza stroškov pokaže, da so poglavitni stroški iz samega poslovanja stroški plač in socialnih zavarovanj, ostali stroški pa nimajo bistvenega vpliva na doseganje ugodnega poslovnega izida. Podjetje se srečuje tudi s fiksnimi stroški, katerih poglavitni del predstavlja amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev. Načrt drugih odhodkov je takšen, da se le-te poskuša čim bolj zmanjšati.

Analiza ustvarjenega dobička pokaže, da se je dobiček iz leta 2009/2010 ekstremno povečal (pri čemer lahko izpostavim to, da je vzrok tega morda tudi v samem vodstvu tega podjetja, saj se je v letu 2009 razrešilo staro vodstvo, drugi razlog pa je tudi sam prevzem podjetja s strani Gorenje).

Družba Publicus za obdobje 2010 – 2013 načrtuje pozitiven poslovni izid. Glede na trenutne tržne razmere vodstvo ocenjuje, da na področju komunalne dejavnosti ne bo prihajalo do nihanj. Vzpostavljena je maksimalna aktivnost za spremljanje dogodkov, ki bi lahko predstavljali nevarnost za tveganje (politika cen).

#### ***4.3.6 Analiza izkaza finančnega izida***

Izkaz finančnega izida vsebuje informacije za odločanje pri financiranju in naložbenju. Prevzemnik lahko ugotavlja le dolgoročni finančni položaj podjetja, zato je informacijska vrednost izkaza v primerjavi z izkazom denarnih tokov majhna. Na podlagi izkaza finančnega izida namreč ne dobimo nobenih dodatnih informacij o finančni moči in gibanju denarnih tokov v podjetju, ki so za prevzemnika v začetnem obdobju po prevzemu ključnega pomena, pač pa zgolj razloge za povečanje ali zmanjšanje denarnih sredstev v obračunskem obdobju.

#### **4.4 Računovodsko obravnavanje prevzema (analiza z računovodskimi kazalniki)**

Poleg teorije, ki sem jo predstavila v teoretičnem delu računovodskega vidika prevzemov, bom v tem poglavju prikazala še analizo z računovodskimi kazalniki iz katerih bo razvidno, kako uspešno ali neuspešno je podjetje poslovalo v letu 2008 in 2009.

Tradicionalen pristop k izboru kazalnikov za računovodsko analizo temelji na opredelitvi različnih vidikov poslovanja podjetja ter na

arbitrnem izboru nekaj kazalnikov, ki pomembno osvetljujejo te vidike. Pregled številnih domačih in tujih učbenikov omogoča ugotovitev, da različni avtorji razvrščajo kazalnike v podobne, vendar ne popolnoma enake skupine, ki naj bi osvetljevale posamezna področja poslovanja. Uvrstitve kazalnikov temeljijo na presoji in izkušnjah avtorjev in ne na empirično ugotovljeni informativnosti kazalnikov ter njihovi medsebojni povezanosti. Najpogostejše skupine kazalnikov so dobičkonosnost, plačilna sposobnost, struktura financiranja, obračanje sredstev ter kazalniki tržnih vrednosti, med avtorji pa prihaja tudi do odstopanj pri uvrstitvi nekaterih kazalnikov v določeno skupino.

Drug pristop k izboru kazalnikov pa je empirični pristop: to je izbor kazalnikov, narejen s pomočjo multivariatnih statističnih metod – s faktorsko analizo. Faktorska analiza skuša dognati medsebojno povezanost spremenljivk, ki jo izrazi s skupnim faktorjem. Cilj te analize je ugotoviti, ali je zveze med opazovanimi spremenljivkami možno pojasniti z manjšim številom faktorjev, v ozadju katerih je skupna značilnost kazalnikov. Z drugimi besedami, faktorska analiza empirično ugotovi visoko korelirane kazalnike, ki jih poveže na skupni faktor. Tako so lahko na enem faktorju zbrani kazalniki, ki kažejo plačilno sposobnost, na drugem dobičkonosnost itd. Kazalnike, ki so popolnoma korelirani z drugimi, izloči – ti so z informacijskega vidika odvečni (Slapničar, Kuhelj-Krajnović, 1999, str. 19).

Da bi prevzemnik na podlagi razpoložljivih temeljnih računovodskih izkazov dobil podrobnejše informacije o dejanskem stanju ciljnega podjetja, mora vodoravno in navpično analizo bilance stanja, izkaza poslovnega izida, izkaza finančnega izida in izkaza gibanja kapitala nadgraditi z analizo s pomočjo dodanih kazalnikov. Slovenski računovodski standard 29 računovodske kazalnike opredeljuje kot relativna števila, ki se nanašajo na gospodarske kategorije, o katerih obstajajo računovodski podatki. Lahko so koeficienti, stopnje udeležbe ali indeksi. Prevzemnik, ki postopek prevzema začne z opredelitvijo svoje strategije in nato nadaljuje s taktičnimi elementi prevzemnega procesa, pri izbiri in razvrstitvi kazalnikov po pomenu ne bi smel imeti težav. Mnoga podjetja imajo namreč že v svojih strategijah in strateških načrtih izrecno navedene določene kazalnike in višino le-teh. Večinoma so to kazalniki, ki jih SRS razvrščajo v skupino temeljnih kazalnikov dobičkonosnosti. Vendar vnaprej določene strateške usmeritve niso edini dejavnik, ki določa, katere kazalnike bomo izračunavali in kako jih bomo razporedili po pomenu. Dejavniki, ki to določajo, so lahko še:

- dejavnost ciljnega podjetja,
- ugotovitve na podlagi predprevzemne strateške analize in analize temeljnih računovodskih izkazov,
- motivi za prevzem podjetja,
- cilji v zvezi s prevzetim podjetjem,
- razpoložljivost podatkov,
- oblika plačila vrednostnih papirjev in način financiranja prevzema,
- sodila za izbor.

Ciljno podjetje lahko deluje v delovno ali kapitalno intenzivni panogi. Pri slednji je v nasprotju z delovno intenzivnimi panogami bistveno več sredstev vezanih v osnovna in obratna sredstva. Zato je poudarek na temeljnih kazalnikih obračanja in gospodarnosti. Pri delovno intenzivnih podjetjih so pomembnejši temeljni kazalniki dohodkovnosti.

Ugotovitve na podlagi predprevzemne strateške analize in analize temeljnih računovodskih izkazov so lahko razlog, da se bomo v okviru analiziranja z dodatnimi kazalniki namensko posvetili določenim kazalnikom, ki jih sicer ne bi niti računali. Če na primer ugotovimo, da so se kupci v določenem obdobju pritoževali zaradi zamud pri dobavi proizvodov, bomo morali preučiti, kako je z gibanjem zalog proizvodov, nedokončane proizvodnje in materiala.

Motivi in cilji, povezani s prevzemom, vedno vplivajo na izbiro in pomembnost kazalnikov. Če je naš cilj prevzema uničiti konkurenco, računovodski kazalniki sploh ne bodo pomembni, saj bomo podjetje slej ali prej zaprli. V takšnem primeru nas bo bolj zanimala likvidacijska vrednost podjetja ter morebitne neporavnane obveznosti in terjatve. Včasih nas pomanjkanje razpoložljivih podatkov prisili, da določenega kazalnika ne moremo izračunati ali pa bi nas rezultat izračuna zgolj zavedel v napačno oceno razmer v ciljnem podjetju. Pogosto moramo paziti na poslovne cikle, ki so prisotni v številnih podjetjih kot posledica sezonskega gibanja prodaje. Pri gradbenih podjetjih v zimskem obdobju, ko gradbenih del praktično ni, večina kazalcev kaže slabe razmere pri poslovanju. Prav nasprotno se lahko dogaja spomladi in poleti na višku gradbene sezone. Zato je toliko bolj pomembno, da se pri primerjavi kazalnikov iz različnih obdobj takšnih nihanj zavedamo. Tudi oblika plačila vrednostnih papirjev in način financiranja prevzema lahko vplivata na izbor kazalnikov za analizo. Če se odločimo, da bomo prevzem financirali z denarnimi sredstvi, potem bomo, poleg analize kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti lastnega podjetja, izvedli takšno analizo tudi za prevzeto podjetje. Če ima ciljno podjetje že sedaj plačilne težave, ga bomo takoj po prevzemu le stežka še dodatno obremenili za potrebe financiranja prevzema.

Med v načrtu prevzema določenimi sodili za izbor imajo velik pomen tudi temeljni računovodski kazalniki. Načeloma velja, da se vse temeljne računovodske kazalnike, ki se jih navaja v načrtu prevzema, pozneje v predprevzemni analizi tudi izračuna. Računanje dodatnih kazalnikov pa je posledica malo prej navedenih dejavnikov, ki vplivajo na izbor in pomen temeljnih računovodskih kazalnikov. Ker je torej odgovor na vprašanje o tem, kateri kazalniki so najpomembnejši, kompleksen, v nadaljevanju predstavljam le nekatere, po mojem mnenju najpomembnejše, temeljne računovodske kazalnike o posameznih skupinah, kot jih opredeljuje SRS 29. To so torej kazalniki, ki naj bi prevzemniku dajali največ informacij o poslovanju ciljnega podjetja.

Če najprej izhajamo zgolj iz primerjave postavk na desni strani bilance stanja, pridemo do kazalnikov stanja financiranja ali vlaganja kot prve



skupine računovodskih kazalnikov, ki jih imenujemo tudi kazalnike sestave obveznosti do virov sredstev. Če nato izhajamo zgolj iz primerjave postavk na levi strani bilance stanja, pridemo do kazalnikov stanja investiranja ali naložbenja, ki jih imenujemo tudi kazalnike sestave sredstev, lahko jih dopolnujemo še na druge načine.

Če dalje izhajamo iz primerjave kakšnih postavk na desni strani bilance stanja s postavkami na levi strani bilance stanja ali nasprotno kakšnih postavk na levi strani bilance stanja s postavkami na desni strani bilance stanja, pridemo do kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja. Če dalje izhajamo iz primerjave postavk na levi strani bilance poslovnega izida s postavkami na levi strani bilance stanja, pridemo do kazalnikov obračanja, ki jih lahko dopolnujemo še na druge načine. Če izhajamo iz primerjave postavk na desni strani bilance poslovnega izida s postavkami na levi strani bilance poslovnega izida, pridemo do kazalnikov gospodarnosti. Če pa končno izhajamo iz primerjave tako ali drugače pojmovanega poslovnega izida iz bilance poslovnega izida z izbranimi postavkami iz bilance stanja, pa pridemo še do kazalnikov dobičkonosnosti, ki jih lahko dopolnujemo še na druge načine. Vsak na določen način izračunani kazalnik ima svojo posebno izrazno moč. Do dezinformacij pa prihaja, če je kakšen kazalnik napačno izračunan ali pa napačno pojasnjen.

V nadaljevanju bodo predstavljeni posamezni kazalniki poslovanja, ki nam bodo pokazali, kako je podjetje poslovalo v letu 2009 glede na leto 2008, in kakšen je indeks med njima. Izračunani kazalniki nam bodo pokazali, ali je bilo podjetje primerno za prevzem oziroma združitvev oziroma kako je poslovalo v času prevzema. Med kazalnike poslovanja štejemo kazalnike uspešnosti poslovanja, kazalnike obračanja, marketinške kazalce, kazalnike donosnosti, kazalnike investiranja, kazalnike financiranja in kazalnike vodoravnega finančnega ustroja.

#### ***4.4.1 Operativno – računovodske sinergije v praksi***

Ocenjevanje ekonomskih rezultatov poslovanja je prinesla operativno – računovodska sinergija. Podjetje Publicus je učinkovito upoštevalo sinergijo zmanjševanja stroškov, saj so najpomembnejši vzroki za nižje stroške delovanje ekonomije obsega, učinki ekonomije navpičnih povezav in zagotovitev komplementarnih virov. Podjetje je začelo uspešno zniževati pogodbene cene s kooperanti oz. podizvajalci za 20% (kar predstavlja 130.000 EUR prihranka, zmanjšanje tudi obsega tujih storitev, posledično tudi znižanje stroškov dela zaposlenih ter racionalna raba potrošnega materiala).

Drugo sinergijo, ki jo lahko izpostavim kot uspešno, je povečanje prihodkov. Primerjava prihodkov se je z letom 2008 na letni ravni povečala za 9,3 %. Pretežni del je iz naslova komercialne dejavnosti.

#### **4.4.2 Postopki konsolidacije ter obvezna razkritja v računovodskih izkazih**

Podjetje Gorenje je po nakupni metodi predpostavljalo nakup posameznih delov sredstev in obveznosti odvisnega podjetja Publicus, podoben spojitvi z obvladujočim podjetjem v trenutku nakupa, ki je večinoma tudi trenutek prve konsolidacije. Z nakupom obvladujoče podjetje pridobi prevladujoč vpliv na odvisno podjetje. Prejšnji lastniki (podjetje His d.o.o., ki je trenutno še vedno 49 % lastnik podjetja Publicus) je prodal svoj vpliv na odvisno podjetje Gorenje, ki ga je nadomestil večinski vpliv novega lastnika. Kupnina, plačana za deleže odvisnega podjetja, je zapustila skupino in pomenila zanj zmanjšanje sredstev.

Temeljna predpostavka konsolidiranja je predpostavka enotnega podjetja. Ta zahteva, da morajo konsolidirani računovodski izkazi prikazovati premoženjsko in finančno stanje ter poslovni izid skupine, kot da gre za eno podjetje. Predpostavko enotnega podjetja mnogi avtorji opredeljujejo kot generalno klavzulo konsolidiranja, iz katere izvirajo vse preostale predpostavke (Vrankar, 1995, str. 22). Pri pripravljanju konsolidiranih računovodskih izkazov podjetje združuje računovodske izkaze obvladujočega podjetja in njegovih odvisnih podjetij postavko za postavko, tako da se seštevajo sorodne postavke sredstev obveznosti, lastniškega kapitala, prihodkov in odhodkov. Stanja, transakcije, prihodke in odhodke v skupini je treba v celoti izločiti. Prihodki in odhodki odvisnega podjetja (Publicus) se vključijo v konsolidirane računovodske izkaze od datuma prevzema, kot je opredeljeno v MSRP 3. Prihodki in odhodki podjetja Publicus se vključijo v konsolidirane računovodske izkaze vse od dneva, ko podjetje Gorenje preneha obvladati odvisno podjetje. Obračunavanje finančne naložbe v podjetje mora potekati v skladu z MRS 39 (Finančni inštrumenti) pripoznavanje in merjenje od dneva, ko preneha biti odvisno podjetje, s pogojem, da ne postane pridruženo podjetje, kot opredeljuje MRS 28, ali skupaj obvladovano podjetje, kot je opisano v MRS 31.

V konsolidiranih računovodskih izkazih se razkrije:

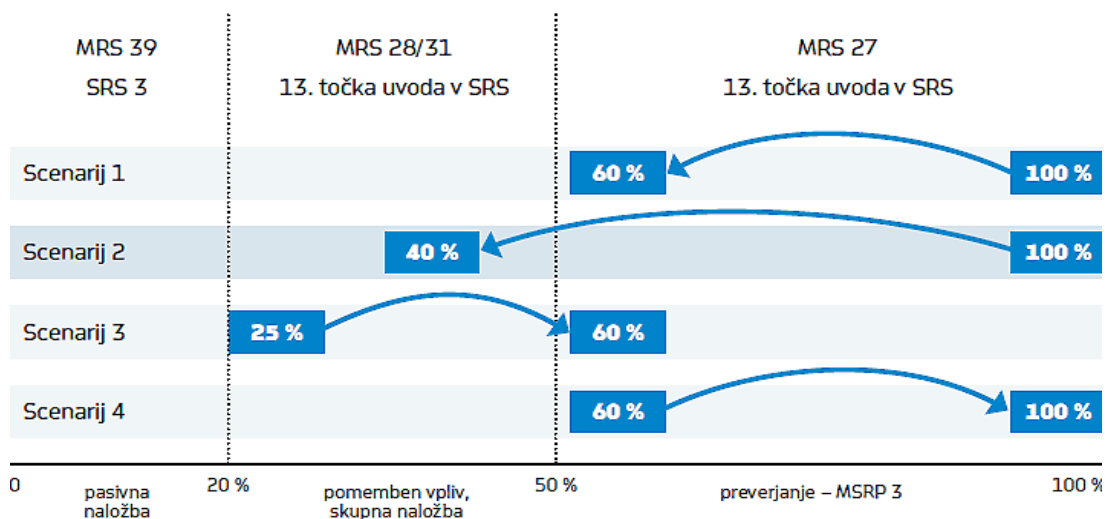
- naravo razmerja med obvladujočim podjetjem in posameznim odvisnim podjetje, če obvladujoče podjetje nima neposredno ali posredno, prek odvisnih podjetij, več kot polovice glasov,
- razlogi, zakaj lastništvo, neposredno ali posredno, to je prek odvisnih podjetij, več kot polovice glasov ali potencialnih glasovalnih pravic podjetja, v katero naložbi, ne pomeni obvladovanja,
- datum poročanja računovodskih izkazih odvisnega podjetja, kadar se takšni računovodski izkazi uporabljajo za pripravo konsolidiranih računovodskih izkazov in njihov datum ali obdobje poročanja ni isti kot datum ali obdobje poročanja obvladujočega podjetja, ter razloge, zakaj je uporabljen drug datum poročanja ali različno obdobje ter
- vrsta (narava) in obseg morebitnih večjih omejitev (na primer ki izhajajo iz poslov najemanja posojil ali zahtev v predpisih) zmožnosti odvisnih podjetij prenesti sredstva na obvladujoče podjetje v obliki dividend v denarju ali vračila posojil ali predujmov.

S 1. januarjem 2010 je uporaba standardov (MSRP 3, MRS 27, MRS 28 in MRS 31) prinesla nekaj novosti pri računovodenju poslovnih združitvev in sicer jih lahko strnem v:

- stroški, ki so povezani s prevzemom grede takoj v odhodke,
- pri delnem prevzemu (manj kot 100-odstotni delež) je možnost izbire med dvema oblikama vrednotenja neobvladujočega deleža,
- poslovna združitvev, ki je izpeljana v več stopnjah se znova izmeri po pošteni vrednosti ter
- transakcije z neobvladujočim deležem se pripoznajo v kapitalu.

Spodnja Slika 9 ponazarja nekatere možne primere v poslovnih združitvah v več korakih in je potrebno opozoriti na razlike v računovodenju v okviru zdaj veljavnega MSRP 3 in tudi na rešitve iz prejšnjega standarda.

Slika 9: Ponazoritev možnih transakcij pridobitev/odtujitev deležev



Opis transakcij pridobitev/odtujitev deležev			
Scenarij	Varianta	Nove določbe	Stare določbe
<b>Odtujitev deležev</b>			
1.	Lastniški delež je 100 %, odtujitev 40 % deleža, obvladovanje je ohranjeno.	Transakcija pripoznana v kapitalu – ni dobička/izgube.	Pripoznan dobiček/izguba za 40 % prodani delež.
2.	Lastniški delež je 100 %, odtujitev 60 % deleža in s tem izguba obvladovanja.	Pripoznati je treba dobiček/izgubo za 60 % prodani delež in prevrednotiti preostali 40 % delež na pošteno vrednost (dejansko se torej pripozna 100 % dobička/izgube).	Pripoznan dobiček/izguba za 60 % prodani delež.
<b>Pridobitev novih deležev</b>			
3.	Lastniški delež je 25 %, pridobitev dodatnega 35 % deleža in s tem pridobitev obvladovanja.	Poštena vrednost sredstev in obveznosti za 100 % in konsolidacija; pripoznati 40 % neobvladujoči delež po pošteni vrednosti; pripoznati dobiček/izgubo za 25 % delež, merjen po pošteni vrednosti.	Poštena vrednost 35 % deleža in konsolidacija knjžiti 40 % neobvladujoči delež po knjigovodski vrednosti (tudi 25 % delež ostaja v knjigovodski vrednosti).
4.	Lastniški delež je 60 %, pridobitev dodatnega 40 % deleža.	Transakcija pripoznana v kapitalu – ni dobička/izgube.	Poštena vrednost za dodatni 40 % delež, kot dodaten prevzem.

Vir: Finance.si, Novosti računovodenja pridobitev in odtujitev deležev v skupinskih izkazih, 2010.

Kot je razvidno iz različnih scenarijev, bo podjetje, ki izgubi nadzor, ohrani pa kapitalsko naložbo, pripoznalo sto odstotkov dobička ob

prenehanju konsolidiranja, medtem ko podjetje, ki odtuji samo del naložbe, vendar še ohrani obvladovanje, sploh ne pripozna nobenega dobička za prodane deleže. Podjetje, ki pridobi obvladovanje in je že imelo v lasti določen delež, bo praviloma pripoznalo dobiček, medtem ko podjetje, ki že obvladuje odvisno podjetje, ob pridobitvi dodatnega deleža ne pripozna dobička.

#### 4.4.3 Kazalniki uspešnosti poslovanja

Donosnost (rentabilnost) je zagotovo najbolj sintetični kazalnik uspešnosti delovanja, v načelu gre za pojasnjevanje, kar je bilo doseženo z določenim vložkom, ki se pojavlja v imenovalcu kazalnika (Turk & drugi 2001, str. 625). Ti kazalniki s tehnično tehnološkega vidika kažejo učinkovitost porabe sredstev, s širšega gospodarskega vidika pa uspešnost porabe sredstev. Kazalniki so pomembni pri presojanju kakovosti poslovanja. So kazalniki poslovne uspešnosti in pojasnjujejo dosežene poslovne rezultate glede na vložene prvine poslovnega procesa. S kazalniki podrobnejše analiziramo poslovni izid podjetja. Odgovoriti skušamo na vprašanje, kaj podjetju prinaša dober ali slab poslovni izid. Ali je to (ne)učinkovitost ali (ne)uspešnost<sup>11</sup>. Tabela 7 prikazuje kazalnike uspešnosti poslovanja:

Tabela 7: Kazalniki uspešnosti poslovanja

KAZALNIKI USPEŠNOSTI POSLOVANJA	2008	2009	Indeks 09/08
<b>Koeficient gospodarnosti poslovanja</b> poslovni prihodki / poslovni odhodki	1,01	1,10	108,91
<b>Koeficient čiste dobičkovnosti sredstev</b> čisti dobiček / povprečna sredstva	-0,19	0,01	-
<b>Stopnja tehnične stroškovnosti poslovnih prihodkov</b> amortizacija / poslovni prihodki	0,07	0,06	85,71
<b>Stopnja delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov</b> stroški dela / poslovni prihodki	0,18	0,20	111,11
<b>Stroški materialne stroškovnosti poslovnih prihodkov</b> stroški materiala / poslovni prihodki	0,76	0,70	92,11
<b>Stopnja kosmate dobičkovnosti poslovnih prihodkov</b> kosmati poslovni dobiček / poslovni prihodki	0,24	0,30	125,00
<b>Stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov</b> poslovni dobiček / poslovni prihodki	-0,11	0,01	-
<b>Stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov</b> čisti dobiček / prihodki	-0,11	0,01	-
<b>Koeficient celotne gospodarnosti</b> prihodki / odhodki	0,93	1,05	112,90

Koeficient gospodarnosti poslovanja odraža razmerje med ustvarjenimi poslovnimi prihodki in povzročenimi poslovnimi odhodki. Večja kot je vrednost kazalnika, uspešnejše je poslovanje gospodarske družbe. V

<sup>11</sup> (Ne)učinkovitost pomeni delati stvari prav (napačno) in je notranja značilnost podjetja, da izpolni zahtevano nalogo v zahtevanem času in z najnižjimi možnimi stroški. Meri se z ugotavljanjem vložkov ali potroškov, ki so bili potrebni, da smo prišli do učinkov. (Ne)uspešnost pa je zunanja značilnost podjetja in jo merimo z doseženimi učinki glede na vložke ali potroške (Turk et al., 1999, str. 620).

našem primeru je kazalnik večji od 1, kar pomeni, da so prihodki večji od odhodkov oziroma, da družba izkazuje pozitiven rezultat iz poslovanja.

Koeficient čiste dobičkovnosti sredstev prikazuje delež dobička, ki ga podjetje ustvari s povprečnimi sredstvi in kaže, kako uspešno je podjetje upravljalo s sredstvi. Na neki način nam kaže produktivnost sredstev v podjetju, ki pa je bila v letu 2009 pozitivna.

Stopnja tehnične stroškovnosti poslovnih prihodkov prikazuje razmerje med stroški amortizacije in poslovnimi prihodki. Kazalnik izraža pomembnost stroškov, ki so pretežno povezani s tehničnimi zmogljivostmi in so večji pri tehnično intenzivni dejavnosti. Poročanje o stopnji tehnične stroškovnosti prihodkov odkriva predvsem politiko obračunavanja amortizacije v podjetju in ne predstavlja uspešnosti pri kontroliranju izdatkov. Strošek amortizacije vpliva na zmanjšanje računovodskega dobička in tako posredno na davek od dobička. Manjši strošek amortizacije je posledica iztrošenosti starih osnovnih sredstev, zato bi bilo primerno v podjetju investiranje v osnovna sredstva.

Stopnja delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov prikazuje razmerje med stroški dela in poslovnimi prihodki. Visoka vrednost kazalnika pomeni ali previsoke plače ali pa preveliko število zaposlenih. Ob nespremenjenem številu zaposlenih so se poslovni prihodki v letu 2009 povečali, in sicer za 11 %. To pomeni, da bi bilo potrebno za isti obseg prodaje povečati število zaposlenih oziroma bi morali ob istem številu zaposlenih doseči večji obseg prodaje.

Stopnja materialne stroškovnosti poslovnih prihodkov kaže, kako podjetje obvladuje stroške materiala na enoto prihodka. Na nihanje kazalnika vplivajo spremembe cen materiala. Ob povečanju prihodkov podjetja so stroški materiala narasli za več kot poslovni prihodki, kar pripelje do dejstva, da bi bilo potrebno poiskati dobavitelje, ki so za poslovanje bolj ugodni.

Stopnja kosmate dobičkovnosti poslovnih prihodkov kaže razmerje med kosmatim poslovnim dobičkom in poslovnimi prihodki. Koeficient pove, kako podjetje obvladuje svoje dobavitelje materialov in blaga. V podjetju se je koeficient v letu 2009 povečal za 25 %, kar pomeni, da se je z dobavitelji boljše izpogajalo za nabavne cene materiala.

Stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov izraža razmerje med poslovnim dobičkom in prihodki iz poslovanja. Kazalnik je bil v letu 2009 pozitiven. Dobiček iz poslovanja bi se tako ob nespremenjenih prihodkih v primerjavi z letom 2008 zmanjšal. To zopet pripelje do dejstva, da bi bilo v podjetju potrebno povečati prodajo oziroma zmanjšati število zaposlenih ob doseganju iste prodaje.

Stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov prikazuje razmerje med čistim dobičkom in celotnimi prihodki oziroma pove za koliko se je povečal ali

zmanjšal čisti dobiček v primerjavi s prihodki. Prikazuje, kolikšen izid poslovanja družba izkazuje na evro poslovnih prihodkov.

Koeficient celotne gospodarnosti najbolj nazorno odraža razkorak med doseženimi prihodki in prikazanimi odhodki. Družba je poslovno uspešnejša, če je vrednost kazalnika večja od 1, pod pogojem, da hkrati izkazuje čisti dobiček, ampak ne pove pa ničesar o učinkovitosti poslovanja. V letu 2009 koeficient povečal za 12 %. V podjetju se bo potrebno osredotočiti na povečanje finančnih prihodkov z investiranjem v finančne naložbe.

#### 4.4.4 Kazalniki obračanja

Pri teh kazalnikih se primerjajo stanja iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida. Prikazujejo hitrost obračanja posameznih sredstev. Poznavanje hitrosti obračanja posameznih sredstev je izrednega pomena za presojanje kakovosti poslovanja. Hitrejše je obračanje sredstev, manj ima podjetje vezanih sredstev (Igličar & Hočevar, 1997, str. 240). Hitrost obračanja sredstev vpliva na donosnost sredstev in s tem na donosnost kapitala.

*Tabela 8: Kazalniki obračanja*

KAZALNIKI OBRAČANJA	2008	2009	Indeks
<b>Koeficient obračanja obratnih sredstev</b> (poslovni odhodki / povprečno stanje obratnih sredstev)	1,59	1,04	0,65
<b>Koeficient obračanja osnovnih sredstev</b> amortizacija / povprečno stanje osnovnih sredstev	0,31	0,15	48,39
<b>Koeficient obračanja terjatev</b> poslovni prihodki / povprečne terjatve	3,89	1,22	31,36
<b>Koeficient obračanja zalog</b> stroški blaga in materiala / povprečna zaloga	615,80	56,36	9,15
<b>Dni vezave terjatev</b> povprečne terjatve / (poslovni prihodki/360)	92,58	108,78	117,50

Tabela 8 nam prikazuje kazalnike obračanja, in sicer lahko zasledimo, da koeficient obračanja obratnih sredstev kaže, kako sposobno je vodstvo podjetja obračati sredstva. Višji koeficient pomeni hitrejše obračanje, kar pomeni hitrejše prehajanje obratnih sredstev v bolj likvidne oblike. Padanje koeficienta v razdobju lahko pomeni zmanjševanje plačilne sposobnosti podjetja. Problemi s plačilno sposobnostjo se pojavijo zlasti takrat, ko podjetje začne poslovati preko meja razpoložljivih obratnih sredstev. Podjetje je v letu 2009 poslovalo bolj učinkovito s kratkoročnimi sredstvi in ne potrebuje več časa, da se proizvodi izdelajo oziroma terjatve poplačajo, kar kaže na zmanjšanje poslovnih terjatev. Za ta koeficient lahko povemo, da je dosti večji od 1, kar pomeni, da se obratna sredstva na leto obrnejo več kot enkrat.

Koeficient obračanja osnovnih sredstev je običajno ob enakih fizično navzočih osnovnih sredstvih in ob enaki amortizaciji iz leta v leto večji. Kazalnik pove, kako uspešno podjetje uporablja opredmetena osnovna sredstva. Po svoji vsebini prikazuje deleže letne amortizacije v

povprečnem stanju osnovnih sredstev. Nasprotno prejšnjemu koeficientu je priporočljivo, da je ta koeficient dosti manjši od 1, kar v našem primeru tudi je; njegovo recipročno vrednost lahko tolmačimo kot število let, v katerih se obrnejo osnovna sredstva.

Koeficient obračanja terjatev pokaže sposobnost podjetja za izterjavo svojih terjatev oziroma, ki pove, kolikokrat letno se obrnejo terjatve do kupcev. Koeficient se je v letu 2009 poslabšal, kar kaže na neučinkovito izterjavo. To posledično pomeni, da je podjetje v manjši plačilni sposobnosti.

Tako porabljeni material v letu dni kot povprečno zalogo materiala je treba obravnavati po nabavnih cenah. Koeficient obračanja zalog kaže, kako je podjetje sposobno obračati zaloge od nabave do prodaje. Padanje ali naraščanje kazalnika v razdobju dejansko pomeni spreminjanje učinkovitosti upravljanja z zalogami. Boljše je seveda, da je koeficient čim višji. V letu 2008 so bile zaloge vezane za manj dni kot v letu 2009, kar pomeni, da mora vodstvo podjetja poskrbeti za hitrejšo proizvodnjo in prodajo. Glede na nove investicije v opredmetena osnovna sredstva bi morali doseči predvsem hitrejšo proizvodnjo.

#### 4.4.5 Kazalniki donosnosti

Pojasnjujejo produktivno moč gospodarske družbe, saj je, kadar gre za povečanje produktivnosti gospodarske družbe in s tem povečanjem njene ekonomske učinkovitosti, koeficient večji. Kadar se koeficienti donosa zmanjšujejo, upade tudi ekonomska učinkovitost gospodarske družbe. Kazalniki donosnosti so prikazani v tabeli 9:

*Tabela 9: Kazalniki donosnosti*

<b>KAZALNIKI DONOSNOSTI</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Indeks 09/08</b>
<b>Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala (ROE)</b> (čisti dobiček v posl. letu / povprečni kapital)	-0,82	0,16	-
<b>Koeficient čiste dobičkonosnosti osnovnega kapitala</b> (čisti dobiček v poslovnem letu / povprečni osnovni kapital)	-0,49	0,06	-
<b>Čista dobičkovnost prodaje</b> čisti dobiček / prihodki	-0,11	0,01	-
<b>Povprečna sredstva/ povprečni kapital</b>	4,39	10,56	240,55

Čista donosnost kapitala je eden najpomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov pri presojanju uspešnosti upravljanja s premoženjem gospodarske družbe. Pojasnjuje, kako uspešno poslovodstvo upravlja s premoženjem lastnikov. Kazalnik pove, koliko čistega dobička oziroma izgube je gospodarska družba ustvarila na evro vloženega kapitala.

Koeficient čiste dobičkonosnosti osnovnega kapitala izraža razmerje med čistim dobičkom in povprečnim osnovnim kapitalom v obdobju. Podoben

je kazalniku čiste dobičkonosnosti kapitala, le da imamo v tem primeru v imenovalcu povprečni osnovni kapital.

Kazalnik čiste dobičkovnosti prodaje kaže, koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je bilo doseženo v skupnih prihodkih gospodarske družbe. Podjetje izkazuje negativni kazalnik, kar pomeni, da je poslovalo z izgubo.

#### 4.4.6 Kazalniki investiranja (naložbenja)

S kazalniki investiranja ugotavljamo, kam je podjetje vlagalo svoja sredstva in kakšno strukturo sredstev ima glede na ta vlaganja. Sodijo v skupino navpičnega finančnega ustroja. Izračunajo se s primerjavo ožjih delov sredstev z njihovimi širšimi deli ali celoto. Po vsebini prikazujejo udeležbo opazovane kategorije v celotnih sredstvih ali njihovem delu. S pomočjo teh kazalnikov izračunamo delež trajnih sredstev, obratnih sredstev, zalog, terjatev ipd. v povprečnem stanju sredstev. Ti kazalniki so pomembni za vodstvo podjetja, ki se odloča o investicijah v posamezne vrste sredstev, manj pa se osredotoča na zunanje porabnike. Kazalniki so zelo odvisni od dejavnosti, s katero se podjetje ukvarja (Stupica, 2005, str. 260). Tabela 10 prikazuje kazalnike investiranja:

Tabela 10: Kazalniki investiranja

KAZALNIKI INVESTIRANJA	2008	2009	Indeks 09/08
<b>Stopnja osnovnosti investiranja</b> (osnovna sredstva / sredstva)	0,44	0,53	120,41
<b>Stopnja obratnosti investiranja</b> (obratna sredstva / sredstva)	0,41	0,37	91,11
<b>Stopnja finančnosti investiranja</b> (dolg. fin. naložbe + kratk. fin. naložbe / sredstva)	-	0,01	-
<b>Stopnja dolgoročnosti investiranja</b> (os. sred. + dolg. fin. naložbe + dolg. posl. terjatve / sredstva)	0,43	0,52	123,21
<b>Stopnja kratkoročnosti investiranja</b> (obratna sredstva + kratk. fin. naložbe + AČR / sredstva)	0,41	0,42	101,88
<b>Stopnja kratkoročnosti sredstev</b> (kratkoročna obratna sredstva / sredstva)	0,41	0,38	92,68
<b>Stopnja opredmetenosti kratkoročnih sredstev</b> (zaloge / kratkoročna obratna sredstva)	-	0,05	-

Stopnja osnovnosti investiranja se je v letu 2009 povečala za 20 %. Kaže na to, da podjetje skrbi za obnovo in rast. V primeru zmanjšanja koeficienta, bi lahko pomenilo, da podjetje hitro raste ter da so se relativno povečala gibljiva sredstva ali pa to pomeni dezinvestiranje osnovnih sredstev. Ker je stopnja dolgoročnosti investiranja podobna stopnji osnovnosti investiranja, pomeni, da podjetje nima dolgoročnih investicij, ki bi jih financiralo iz virov sredstev. Rezultat je posledica prevrednotovanja nepremičnin. V primeru, da je podjetje uporabilo previsoke amortizacijske stopnje in obračunane amortizacije ni investiralo v osnovna sredstva, bo vrednost kazalnika nizka. To pa ne



pomeni, da podjetje nima osnovnih sredstev. Možna je tudi obratna slika, v kateri je podjetje uporabljalo prenizke amortizacijske stopnje. Neodpisana vrednost osnovnih sredstev je previsoka.

Stopnja obratnosti investiranja v letu 2009 nižja za 9 % v primerjavi s predhodnim letom. To pomeni, da se obseg poslovanja zmanjšuje. Njegova vrednost lahko raste tudi na račun kopičenja zalog ali neizterjanih terjatev, ne da bi se povečali prihodki ali dobiček. Na njegovo vrednost vpliva tudi investiranje oziroma dezinvestiranje osnovnih sredstev.

Stopnja finančnosti investiranja prikazuje udeležbo finančnih naložb v sredstvih. Pri obravnavi sredstev se priporoča, da se upošteva povprečno stanje sredstev. Udeležba finančnih naložb med sredstvi je lahko večja predvsem zato, ker je na ta način naložen denar iz naslova amortizacije, ki bo na določeni stopnji omogočil obnovo osnovnih sredstev, lahko pa tudi zaradi drugih interesov podjetja.

Stopnja dolgoročnosti financiranja je po vsebini podobna kazalniku deleža osnovnih sredstev v sredstvih. Tudi tukaj je priporočljivo uporabiti povprečne vrednosti sredstev. Kazalnik izraža stopnjo udeležbe dolgoročnih sredstev v vseh sredstvih. Kazalnik se je v povečal za 23 %.

Stopnja kratkoročnosti investiranja je v letu 2009 v bistvu ostala podobna stopnji obratnosti investiranja. Podjetje ni povečalo naložb, niti razmerja obratnih sredstev in sredstev. Podjetje je primerno za prevzem oziroma združitvev, vendar pa bo nujno potreben nov zagon, kajti le z novimi sredstvi bo lahko povečalo prodajo.

Splošni trendi vodijo k zmanjševanju vrednosti zalog in s tem k zmanjševanju njihove udeležbe v kratkoročnih sredstvih. Za obratna sredstva, tudi zaloge, je treba pridobiti virov financiranja. Ti pa stanejo, zato težimo k čim manjšemu obsegu obratnih sredstev. Pri tem so zaradi časovne vezave izredno pomembne zaloge. Kazalnik je bil v letu 2009 zelo nizek, kar pomeni, da podjetje nima skoraj nič zaloge.

#### **4.4.7 Kazalniki financiranja**

Kazalniki financiranja vsebinsko opredeljujejo razmerja med obveznostmi do virov sredstev, zato z njimi ugotavljamo strukturo financiranja sredstev, hkrati pa izražajo stopnjo finančne neodvisnosti podjetja. Usmerjeni so v analizo financiranja podjetja, pri čemer nas zanima delež kapitala, dolgovi in časovnih razmejitev v strukturi vseh virov financiranja. Te kazalnike uporabljamo pri odločitvah o dolgoročnejši politiki financiranja podjetja. Prav tako pa je ta skupina kazalnikov zelo pomembna za posojilodajalce, saj jim kaže tveganost podjetja glede vračil glavnice in obresti (Stupica, 2005, str. 252).

Ti kazalniki sodijo med tako imenovane kazalnike navpičnega finančnega ustroja. Dobljeni so s primerjavo ožjih delov obveznosti do virov

sredstev z njihovimi širšimi deli ali celoto. Kazalniki financiranja prikazujejo strukturo financiranja podjetja. Sredstva podjetja morajo biti financirana z viri financiranja. Ti so lahko lastni ali tuji. Od vsebine financiranja je odvisno tveganje poslovanja podjetja (Mayer, 2000, str. 63). Tako je podjetje, ki ima malo lastnih virov financiranja, praviloma v slabem položaju. Tega si lahko izboljša s pridobitvijo dolgoročnih tujih virov financiranja. Če tudi teh ni, pa vstopajo različni kratkoročni viri financiranja, kar pomeni, da je podjetje vezano na nezanesljive in praviloma drage vire financiranja. Idealnih razmerij med različnimi viri financiranja ni. Razlikujejo se od primera do primera. V tabeli 11 so predstavljeni kazalniki financiranja:

*Tabela 11: Kazalniki financiranja*

KAZALNIKI FINANCIRANJA	2008	2009	Indeks 09/08
<b>Stopnja lastniškosti financiranja</b> (kapital / obveznosti do virov sredstev)	0,14	0,07	50,00
<b>Stopnja dolžniškosti financiranja</b> (dolgovi / obveznosti do virov sredstev)	0,72	0,87	120,83
<b>Stopnja razmejenosti financiranja</b> (dolg. rezervacije + kratk. PČR / obveznosti do virov sredstev)	0,13	0,05	38,46
<b>Stopnja dolgoročnosti financiranja</b> (kapital + dolg. dolgovi + dolg. rezerv. / obvezn. do virov sredstev)	0,39	0,23	58,97
<b>Stopnja kratkoročnosti financiranja</b> (kratk. dolgovi + kratkoročni PČR / obveznosti do virov sredstev)	0,60	0,76	126,66
<b>Stopnja osnovnosti kapitala</b> (osnovni kapital / kapital)	2,86	2,44	85,31
<b>Koeficient dolgovno – kapitalskega razmerja</b> (dolgovi / kapital)	4,94	12,02	243,32

Prvi kazalnik prikazuje delež lastnikov med viri financiranja, kar pomeni, da izraža stopnjo lastniškega financiranja in je eden izmed kazalnikov, s katerim ugotavljamo finančno tveganje. Bolj kot je vrednost kapitala bližje 100 %, večja je možnost za prevzemnika, da bo za financiranje prevzema izkoristil dodatno zadolževanje prevzetega podjetja. Delež dolgov pove, kolikšna je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov financiranja. Čim nižja vrednost tega kazalnika zmanjšuje tveganje glede vračila glavnice in obresti. Po drugi strani pa visok delež kapitala v financiranju podjetja lahko pomeni tudi težave pri doseganju zelenega donosa kapitala, ki ga zahtevajo lastniki (Stupica, 2005, str. 254). Poleg tega ima dodano zadolževanje pozitiven davčni učinek, saj večja izplačila za obresti za najeta posojila in vračila glavnice zmanjšujejo poslovni izid in s tem znižujejo davčno osnovo davka na dobiček. Kljub nekaterim pozitivnim posledicam dodatnega zadolževanja pa je treba opozoriti, da je priporočljivo, da znaša vrednost kazalnika vsaj 50 %, saj so tako celotni tuji viri pokriti z lastnimi viri sredstev. Ob zmanjšanju obveznosti do virov sredstev se je v večjem razmerju zmanjšal kapital. To prikazuje stopnja lastništva financiranja. V letu 2009 predstavlja večji del lastniškega vira financiranja sredstev prevrednotenja kapitala (50 %).

Kazalnik stopnje dolžniškosti financiranja prikazuje delež dolgov v celotnih obveznostih do virov sredstev. Po svoji vsebini nam pove, kolikšen del obveznosti do virov sredstev se nanaša na dolgove. V našem primeru je vrednost kazalnika v letu 2009 nižja od 1, kar pomeni, da je podjetje skoraj v celoti financirano iz kapitala in drugih virov financiranja. Podjetju se do določene mere splača povečati zadolženost, če je obrestna mera na dolgoročno posojila nižja od pričakovane dobičkonosnosti kapitala lastnikov. Z vidika davčne bilance pa obresti zmanjšujejo davčno osnovo za davek na dobiček.

Stopnja razmejenosti financiranja prikazuje udeležbo dolgoročnih in kratkoročnih pasivnih časovnih razmejitev v obveznostih do virov sredstev. V našem primeru je vrednost kazalnika blizu 0, kar pomeni, da teh virov skoraj ni. Ta vir financiranja je v podjetjih manj pomemben vir financiranja. Izjeme so špekulativna oblikovanja časovnih razmejitev, ko podjetja namesto dobička oblikujejo pasivne časovne razmejitve.

Kazalnik stopnje dolgoročnosti financiranja prikazuje delež trajnega in dolgoročnega financiranja v obveznostih do virov sredstev. Ti viri financiranja se na splošno opredeljujejo kot »kakovostni« viri financiranja. Načeloma vplivajo na večjo varnost poslovanja. V primeru, da jih je preveč, se postavlja vprašanje gospodarnosti angažiranih virov sredstev, in v primeru, da jih je premalo, pa vprašanje tveganja poslovanja s takšnim podjetjem. V letu 2009 se je le-ta zmanjšal za 41 %.

Kazalnik stopnje kratkoročnosti financiranja prikazuje udeležbo kratkoročnih dolgov in kratkoročnih pasivnih časovnih razmejitev v obveznostih do virov sredstev. Kratkoročni viri sredstev so v pravilu nekakovostni viri sredstev. Zelo težko je stabilno poslovanje pri podjetjih, ki imajo preveč teh virov. Za njih velja, da so podkapitalizirana. Takšna slika povečuje tveganje. Kazalnik se je v primerjavi z letom 2008 povečal za 26 %.

Kazalnik stopnje osnovnosti kapitala prikazuje udeležbo osnovnega kapitala v kapitalu. Njegova izraznost je majhna. Praviloma je pri podjetjih, ki že dlje časa poslujejo, kazalnik majhen. To pomeni, da so druge oblike kapitala večje od osnovnega kapitala. V mojem izračunu je kazalnik tako v letu 2008 kot tudi v letu 2009 večji od 1, kar pomeni, da je osnovni kapital večji od vsote kapitala, kar posledično pomeni, da ima podjetje izkazano izgubo.

Koeficient dolgovno-kapitalskega razmerja prikazuje razmerje med dolgovi in kapitalom. Pogosto je uporabljen pri ocenjevanju zadolženosti podjetij. V našem primeru je kazalnik v letu 2008 kot tudi letu 2009 krepko višji od 1, to pa pomeni, da je dolgov več kot kapitala.

#### 4.4.8 Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja

Gibanje kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja ima za prevzemnika zelo veliko informacijsko vrednost, saj prikazuje plačilno sposobnost in solventnost ciljnega podjetja in posredno nakazuje gibanje denarnega toka. Čeprav kazalnike spremljamo skozi daljše časovno obdobje, pa je potrebno ugotoviti, da so statični, plačilna sposobnost podjetja pa je dinamična kategorija. Prikazujejo razmerje med različnimi kategorijami aktive in pasive bilance stanja. Kazalnike vodoravnega finančnega ustroja prikazuje tabela. Tabela 12 prikazuje kazalnike vodoravnega finančnega ustroja:

Tabela 12: Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja

KAZALNIKI VODORAVNEGA FINANČNEGA USTROJA	2008	2009	Indeks 09/08
<b>Koeficient kapitalne pokritosti osnovnih sredstev</b> (kapital / osnovna sredstva)	0,33	0,14	41,57
<b>Koeficient kapitalne pokritosti dolgoročnih sredstev</b> (kapital / dolgoročna sredstva)	0,27	0,13	48,01
<b>Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev</b> (kapital + dolg. dolgovi + dolg. PČR / dolgoročna sredstva)	0,62	0,38	61,99
<b>Koeficient dolgoročne pokritosti dolg. sredstev in zalog</b> (kapital + dolg. dolgovi + dolg. PČR / dolg. sred. + zaloge)	0,62	0,37	59,67
<b>Koeficient neposredne pokritosti kratk. obv. (hitri koeficient)</b> (likvidna sredstva / kratkoročne obveznosti)	0,07	0,03	42,86
<b>Koeficient pospešene pokritosti kratk. obv. (pospešeni k.)</b> (likvidna sredstva + kratk. terjatve / kratk. obv.)	0,85	0,51	60,00
<b>Koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti</b> (kratkoročna sredstva / kratkoročne obveznosti)	0,85	0,54	63,53
<b>Koeficient komercialnega terjatveno-obveznostnega razmerja</b> (terjatve do kupcev / obveznosti do dobaviteljev)	0,57	0,40	70,18
<b>Koeficient kratk. terjatveno-obveznostnega razmerja</b> (kratkoročne terjatve / kratkoročne obveznosti)	0,78	0,48	61,54

Koeficient kapitalne pokritosti osnovnih sredstev je opredeljen kot razmerje med kapitalom in osnovnimi sredstvi in nam prikazuje lastniško financiranje osnovnih sredstev. Zaželeno je, da bi bila osnovna sredstva financirana s kapitalom in dolgoročnimi krediti. Zato do dobre vrednosti kazalnikov okoli 1 ali večje. V mojem primeru je kazalnik manjši od 1 in pomeni, da osnovna sredstva financirajo tudi drugi in da se v zvezi z njimi pojavljajo tudi dolgovi.

Za koeficient kapitalne pokritosti dolgoročnih sredstev velja enako kot za prejšnji kazalnik. Tudi tukaj se pričakuje vrednost kazalnika 1 ali več, saj je pričakovati, da so dolgoročna sredstva financirana z lastnimi in tujimi dolgoročnimi viri sredstev. Večja kot je vrednost koeficienta, večje tveganje nosijo lastniki podjetja. V mojem primeru je vrednost kazalnika manjša od 1.

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev je eden izmed najpomembnejših kazalcev dolgoročnega finančnega ravnovesja. S tem kazalnikom ugotavljamo kapitalsko in dolgoročno pokritost dolgoročnih sredstev. Po izračunih podjetje ni ravno finančno stabilno, saj je koeficient nižji od 1 v obeh letih, kar pomeni, da v podjetju niso »spoštovali« zlatega bilančnega pravila, da morajo biti dolgoročna sredstva dolgoročno financirana. Torej to pomeni, da so dolgoročna sredstva financirana s kratkoročnimi viri.

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog prikazuje kapitalsko in dolgoročno pokritost dolgoročnih sredstev in zalog. Ker je v mojem izračunu vrednost kazalnih v obeh letih manjša od 1, dolgoročna sredstva in normalne zaloge v celoti niso financirana s kapitalom, dolgoročni dolgovi in dolgoročnimi pasivnimi časovnimi razmejitvami.

Koeficient neposredne pokritosti kratkoročnih obveznosti kaže sposobnost podjetja poravnati kratkoročne dolgove. Likvidna sredstva so manjša od dolgov, ker je vrednost kazalnika v našem primeru manjša od 1. Seveda je boljše, da je vrednost kazalnika čim višja, vendar to še ni zagotovilo, da je podjetje plačilno sposobno. Kazalnik je namreč statičen, sredstva in dolgovi pa so različnih ročnosti, zato plačilnih težav v celoti, kljub visoki vrednosti kazalnika, ne moremo izključiti.

Koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient) kaže, da je plačilna sposobnost podjetja slabša v letu 2009 za 40 %. To kaže na več likvidnih sredstev glede na preteklo obdobje in pomeni, da podjetje težko hitreje proda kratkoročna sredstva in tako vpliva na negativni denarni tok. V mojem primeru podjetje z unovčitvijo kratkoročnih terjatev in razpoložljivimi likvidnimi sredstvi ne bo uspelo poravnati kratkoročne obveznosti. Podobno se obnaša tudi koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti iz poslovanja, ki pa je bil v letu 2008 višji za 37 %. Za pospešeni koeficient velja, da je slabše merilo plačilne sposobnosti podjetja, saj vsebuje v števcu tudi kratkoročne terjatve, ki so manj likvidne kot denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe. Kaže sposobnost podjetja, da poravna svoje kratkoročne dolgove s celotnimi kratkoročnimi sredstvi. Naša vrednost (manj od 1) kaže, da ne bo uspelo.

Koeficient komercialnega terjatveno-obveznostnega razmerja prikazuje razmerje med obveznostmi do dobaviteljev in terjatvami do kupcev. Vrednost kazalnika je ponovno manj od 1, kar pove, da so terjatve manjše od obveznosti.

Koeficient kratkoročnega terjatveno-obveznostnega razmerja prikazuje razmerje med kratkoročnimi obveznostmi in kratkoročnimi terjatvami. Od prejšnjega kazalnika se razlikuje samo po tem, da ne izraža samo poslovnih terjatev, temveč vključuje vse kratkoročne terjatve in obveznosti. Vrednost kazalnika je ponovno manjša od 1 in to pomeni, da so obveznosti večje od terjatev.

## 4.5 Ocena smiselnosti prevzema

Na osnovi strateško-poslovne, finančne in računovodske analize prevzetega podjetja se je potrebno odločiti, ali je združitev prevzemnega podjetja smiselna ali ne. Seveda so najpomembnejši predvideni poslovni rezultati (donosnost kapitala), vendar nam celovito sliko pokažejo tako finančni kot tudi strateški razlogi prevzema.

Strateški razlogi v prid prevzema:

- racionalizacija stroškov nabave, prodaje, marketinga,
- povečanje tržne moči,
- zniževanje proizvodnih stroškov,
- lažja organizacija razvojno-raziskovalne dejavnosti,
- višja motiviranost zaposlenih,
- pripravljenost ravnateljev obeh podjetij za sodelovanje.

Finančni razlogi v prid prevzema:

- višji donos za delničarje,
- višji donos sredstev,
- nižji stroški financiranja,
- boljše likvidnost poslovanja.

## SKLEP

Moč in hitrost sprememb v poslovanju se vsekakor odražata tudi s pojavom prevzemov, pripojitev in drugih oblik združitvev podjetij. Le-te so namreč najhitrejši in najcenejši način za geografsko ekspanzijo podjetja, za razširitev prodajnih linij, povečanje tržnega deleža, vertikalne integracije in razne diverzifikacije (Bešter, 2000, str. 43). Velikokrat se sicer zgodi, da prevzemi, pripojitve ali druge oblike združitvev niso uspešne ali pa vsaj ne tako, kakor so menedžerji in lastniki prevzemnega podjetja pričakovali. Toda po primerjanju stroškov s koristmi in stopnjo tveganja ob prevzemu že obstoječega podjetja ali ob ustanovitvi novega opazimo, da je izid velikokrat vseeno pozitiven.

Prevzem je dokaj tvegana oblika širitve dejavnosti nekega podjetja. Vendar pa se, tako kot vse bolj tvegane investicije, tudi ta bolj obrestuje kot netvegana, saj dolgoročno prinaša več koristi kot samostojna ustanovitev nove dejavnosti. Že obstoječe podjetje je namreč že uveljavljeno na trgu in ima že nekatere pomembne izkušnje, ki so izoblikovale trenutni način poslovanja podjetja. Vendar pa je slednji lahko neuspešen in potreben manjših ali korenitejših sprememb, da bi poslovanje postalo dobičkonosno.

Prevzem je s pravnega, finančnega in računovodskega vidika zahteven, včasih več let trajajoč proces. Zapletenost izhaja iz niza medsebojno povezanih dejavnosti, ki jih je potrebno izvesti, da sta zagotovljeni pravna veljava in ekonomska smotrnost prevzema. Prevzemnik, ki si ne želi, da bi ga pri udejanjanju načrtov rasti na podlagi prevzema povozil čas ali slaba strokovna usposobljenost kadrov, bo pripravljen žrtvovati tako čas kot tudi sredstva za pravočasno in dovolj strokovno poglobljeno

izvedbo vseh dejavnosti prevzemnega procesa: predprevzemnih, izvedenih in poprevzemnih.

Kot je pokazala sama analiza, je s finančnega in računovodskega vidika najobsežnejša predprevzemna dejavnost. Ko ravnateljstvo podjetja sprejme načrt rasti na podlagi prevzema, je potrebno oblikovati skupino strokovnjakov, ki bo pripravila načrt rasti in vse potrebne informacije za odločanje. Preglavice najpogosteje povzročata pridobivanje finančnih sredstev in predprevzemna gospodarsko-finančna analiza. Čeprav si prevzemnik ne želi, da bi obveznosti iz prevzema pokrili z gotovino, je ta oblika tako pri nas kot tudi v tujini najpogosteje prisotna. Tako je prevzemnik prisiljen kombinirati različne finančne vire, to pa se največkrat odrazi v visokih obrestnih merah na vračljive vire sredstev in poslabšanje plačilne sposobnosti.

Problematika predprevzemne gospodarsko-finančne analize izvira iz razpoložljivosti in kakovosti podatkov, ki se jih analizira. Kadar prevzem še ni izvršen, ravnateljstvo ciljnega podjetja pa do prevzemnika v tej predprevzemni fazi nezaupljivo, je potrebno analizo izvesti na podlagi javno dostopnih podatkov. Najpogosteje je to bilanca stanja, izkaz poslovnega izida, izkaz finančnega izida, izkaz gibanja kapitala in pripadajoča pojasnila. Čeprav je bil prevzem izveden že v letu 2008, nisem imela na voljo nič več podatkov za analizo, kot če bi naredila analizo pred samim prevzemom. In čeprav se lahko oprem na revidirane računovodske izkaze, ugotovitve bonitetnih hiš ter številne druge vire informacij, vedno obstaja verjetnost, da so podatki zastareli, napačno razumljeni ali neustrezno predstavljeni. Zato ni iz trte izvita v laični javnosti pogosto uporabljen pregovor, ki pravi, da računovodstvo dela čudeže (prikrivanje izgub, zmanjševanje dobička). Tako imenovani »strokovnjaki«, še posebej tisti, ki se v imenu golega ekonomskega interesa požvižgajo na računovodski kodeks in v njem zapisana načela, takšne »čudeže« dejansko tudi delajo. Vse lepo in prav, dokler ne pride resnični odraz stanja v podjetju na površje. Šolski primer čudodelstva so nam pred časom uprizorili v ameriškem energetskem velikanu Enronu in njemu očitno preveč mili revizijski hiši Arthur Andersen. Če ne za številne finančne in računovodske strokovnjake, ki so in še bodo zaradi kolapsa obeh družb ostali na cesti, nam mora biti žal za papirne dokaze o tem »enronizmu«, ki so jih celo z nadurnim delom v obeh družbah pospešeno uničevali in v dobršni meri tudi uničili.

V magistrskem delu sem poskušala podrobno analizirati preteklo poslovanje podjetja Publicus, pri čemer sem želela ugotoviti smiselnost prevzema s strani družbe Gorenje ter ugotoviti, kako je ta prevzem vplival na poslovanje podjetja Publicus. Osnova za izdelavo ocene poslovanja so bile pretekle bilance ter ostali podatki, ki sem jih pridobila pri podjetju Publicus. Gorenje je tako pridobilo večinski delež podjetja Publicus in mu seveda tudi odpira vrata na komunalno področje. S tem naj bi Gorenje samostojno pokrivalo vse potrebne dejavnosti za nudenje celovitih rešitev s področja odpadkov. Šlo naj bi za zelo dobro povezavo,

kajti podjetje Publicus ima dolgoletne izkušnje s področja obvladovanja komunalnih odpadkov.

Pri pisanju magistrskega dela sem s pomočjo literature poizkušala določiti, kateri dejavniki, ki nastopajo pri prevzemih podjetij, najpomembnejše vplivajo na uspešnost prevzema, ter ugotoviti, kako je 51-odstotni delež prevzema podjetja Publicus s strani Gorenja finančno in računovodsko vplival na samo poslovanje podjetja Publicus.

Naloga je sestavljena iz več delov. V samem začetku sem na kratko predstavila teoretični vidik prevzemov, oblike, financiranje ter na kratko tudi faze prevzemnega procesa, v drugem delu pa analizirala finančno in računovodsko stanje podjetja Publicus. V zadnjem delu naloge pa je sledila še analiza kazalnikov.

Teoretični vidik prevzema med drugim zajema predstavitev teorije rasti podjetja, motive, ki se pojavljajo za prevzem določenega podjetja, sinergije, ki jih lahko dosežemo ob prevzemu, ter možne zaplete, ki lahko ogrozijo prevzemni proces. Predstavljen je tudi teoretični časovni okvir poteka prevzema.

Poprevzemne dejavnosti so namenjene integraciji in harmonizaciji prevzetega podjetja. V tem okviru se mora izvesti tudi računovodsko evidentiranje prevzema. Slovenski računovodski standardi se s prevzemom ukvarjajo zgolj posredno, mednarodni pa so glede tega obsežnejši in natančnejši. Prevzem je potrebno obračunati po nakupni metodi, katere cilj je obračunati prevzeto podjetje po enakih načelih, kot veljajo za običajne nakupe sredstev.

V sami nalogi sem se seznanila z osnovnimi pojmi s področja prevzemov, oblikami in vrstami prevzemov. Kar je najpomembnejše, pa je to, da sem finančno in računovodsko obdelala poslovanje podjetja Publicus in si nekako ustvarila sliko o tem, kako je podjetje Gorenje gledalo na poslovanje podjetja Publicus v času prevzema.

Sama vidim zelo dobro povezavo med podjetjema, kajti Gorenje je v zadnjih letih na področju ekologije zelo uspešno pospešeno razvijalo poslovno dejavnost celovitega servisa ravnanja z odpadki za potrebe srednjih in večjih industrijskih družb, podjetje Publicus pa uspešno posluje na področju obvladovanja komunalnih odpadkov in se tako skupaj odlično dopolnjujeta.

Prevzemanje podjetij je zelo tvegano početje, saj se večina prevzemov prej ali slej izkaže kot neuspeh. Stopnja uspeha je odvisna tudi od prevzemne strategije, ki jo uporablja podjetje. Najuspešnejši prevzemi se praviloma zgodijo v isti ali sorodni panogi prevzemnega podjetja, a to še zdaleč ne pomeni, da bodo vsi prevzemi znotraj iste panoge uspešni. V primeru podjetja Publicus lahko rečem, da je bil 51-odstoten prevzem uspešen tako za prevzemno (Gorenje) kot tudi za preveto (Publicus) podjetje.



Pri izdelavi naloge sem spoznala, da je postopek prevzemanja nekega podjetja bistveno dolgotrajnejši ter bolj zapleten, kot sem si pred tem predstavljala. Pridobljeno teoretično znanje o prevzemih ter finančnem in računovodskem vidiku sem dopolnila oziroma preverila na prikazu izbranega podjetja Publicus, ki ga je podjetje Gorenje prevzelo leta 2008. Glede na to, da nimam na voljo dosti več podatkov, kot jih je v javnosti (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida), in čeprav sem zaposlena v prevzetem podjetju, ugotavljam na podlagi izračunanih kazalnikov ter finančnega in računovodskega vidika, da je bil prevzem uspešen tako za prevzeto kot tudi prevzemno podjetje, saj se je, odkar je v 51-odstotni lasti Gorenja, izboljšalo in se uspešno razvija na področju ekologije.

Za družbo Publicus je bilo leto 2009 odločilno leto. V mesecu septembru 2009 je skupščina zaradi negativnega poslovnega izida razrešila dotedanje vodstvo. Takoj po nastopu novega vodstva 31.07.2009 je bil izdelan načrt razvoja in aktivnosti do konca leta 2009. Realizirani so bili ukrepi kot so: zmanjšanje pogodbenih cen s kooperanti oziroma podizvajalci za 20 %, zmanjšanje obsega tujih storitev, znižanje stroškov dela zaposlenih v višini 20 % (uprava) in 10 % v obeh operativnih centrih ter ukinitvev plačilaza nadurno delo, racionalna poraba potrošnega materiala in na koncu so bile prekinjene še pogodbe za nerentabilne posle. Končna primerja z letom 2008 je pokazala, da so bili v letu 2009 za 3,2 % manjši (predvsem stroški materiala in tuje storitve).

Najbolj pomembno je bilo povečati prihodke na kratek rok, in sicer je bilo potrebno pridobiti nove kupce, doseči izravnavo diferenciranih cen na območju občine Kamnik in urediti povišanje cen z Občinama Pivka in Postojna. Tudi to je bilo uspešno, saj so se prihodki v primerjavi z letom 2008 na letni ravni povečali za 9,3 %. Pretežni delež je bil iz naslova komercialne dejavnosti. Na koncu je bil izid poslovanja družbe Publicus za poslovno leto 2009 pozitiven in uspešen, saj je družba ustvarila 53.723,84 EUR čistega dobička.

S finančnega in računovodskega vidika je torej prevzem dolgotrajen proces, zato je potrebno tudi večletno spremljanje vseh dejavnosti in njihovih posledic, da bi na koncu s prevzemom uspeli in podali objektivno končno oceno. To velja mogoče še bolj, kot za razvita tržna gospodarstva, za slovensko gospodarstvo, saj so procesi lastninjenja, denacionalizacije in privatizacije omogočili okoliščine, v katerih so nastali številni »Enroni«<sup>12</sup>, ki pa so zaradi razmer, ki jih vsi poznamo, še vedno skriti pod preprogo. Zato je lahko le skrbna in preudarna izvedba vseh dejavnosti prevzemnega procesa zagotovilo, da podjetje ne bo prevzelo »Enrona«, torej da bodo cilji uresničeni, zainteresirana javnost pa zadovoljna.

---

<sup>12</sup> Enron je razvpita ameriška energetska družba s sedežem v Houstonu, v ameriški zvezni državi Teksas, najbolj znana po odmevnem stečajju, ki se je začel 30. novembra 2001.

## LITERATURA IN VIRI

1. Aiello, J., Robert, Watkins, D. & Michael. (2001). *The Fine Art of Friendly Acquisition*. Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions. Boston: Harvard Business School Press.
2. Ben-Ami, J. & Farkas, F. (2003). *Is Organizational Culture the ultimate Source for competitive Advantages: A Dynamic Approach*.
3. Bertonselj, A. (2005). *Čas prevzemov*. Ljubljana: GV Založba.
4. Bertonselj, A. (2006). *Uspešni prevzemi in združitve. Model mislečega podjetja in uravnoteženega upravljanja mehkih in trdih dejavnikov uspeha*. IPRK.
5. Bertonselj, A. (2008). *Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. Koper: Univerza na primorskem.
6. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njegovi učinki na delničarje, managerje, zaposlence, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
7. Bešter, J. (2000). *Prevzemi podjetij in njihovi motivi – empirična analiza na primeru Slovenije (doktorska disertacija)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Bešter, J. (2002). *Motivi prevzemov podjetij v Sloveniji*. Zbornik referatov, Portorož.
9. Bratina, B. & Maček, A. (2008). *Prevzemi in managerski prevzemi – kam gre Slovenija? Bančni vestnik*. Ljubljana.
10. Brealey A. & Myers C. (2000). *Stewart: Principles of Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill.
11. Brigham, E. & Daves, P. (2004). *Intermediate Financial Management*. London: Thomas Learning.
12. Coopeland, T. et al. (1990). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: McKinsey & Company, Inc.
13. Čelar, T. (2000, 30. oktober). *Prevzemi: ekonomski motiv ali prestiž?*. Finance. Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/383>.
14. Čelar, T. (2000, 30. oktober). *Prevzemi: ekonomski motiv ali prestiž?*. Finance. Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/383>.
15. Čerin, A. (2000). *Praktične izkušnje pri združitvah, prevzemih in kapitalskih povezavah*. (str. 67-70). Ljubljana: Društvo ekonomistov.
16. Davidson, M. Kenneth (1985). *Megamergers: Corporate America's Billion – Dollar Takeovers*. Cambridge – Massachusetts: Ballinger Publishing Company.
17. Glas, M. (1997). *Poslovno okolje podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Gorenje, d. d., *Osnovni podatki podjetja*. Najdeno 24. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.gorenje.si>.
19. Grmek, U. (2006). *Poprevzemna oziroma pozdružitvena integracija kot kritičen moment uspešnosti prevzemov in združitve: primeri slovenskih podjetij (magistrsko delo)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

20. Habeck, M. Max, Fritz Kroger in Michael R. Tram. (2000). Čas združitev. Ljubljana: DZS.
21. Hočevar, M., Glažar, T., Gostiša, M., M., Okorn, T. & Ravnik, M. (2005). Praktični vodič po računovodsko. Ljubljana: Verlag.
22. Hienig, R., Kavčič, S., Koželj, S., Lipnik, J., Odar, M., Turk, I. (2009). Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
23. Irgl W. (2002). Management Buy-out: das erfolgreiche Modell für Unternehmensnachfolge und Wachstum. Najdeno 18. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.corpfin.at/Dateien/NewsJan02.pdf>.
24. Jagrič. M. (2001). Izkušnje iz prevzemov in združevanj. Zbornik referatov 7. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije: Sekcija za poslovne analize.
25. Jensen, M. C. (10. marec 2003). Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives. Najdeno 1. julija 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=173455](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173455).
26. Kaplan, R. & Norton P. (2000). Uravnoveženi sistem kazalnikov. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
27. Kay, J. (1993). Foundations of Corporate Success: How Business Strategies Add Value. Oxford: University Press.
28. Koritinik, R.S. (2010). Novosti računovodenja pridobitev in odtujitev deležev v skupinskih izkazih. Finance. Najdeno 16. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/print?tip=1&id=294837>.
29. Klopčič, M. (1998). Poslovna združevanja in njihovo računovodsko obravnavanje. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Kocbek, M. Plavšak, N. & Premk, P. (2007). Zakon o prevzemih s komentarjem. Ljubljana. Gospodarski vestnik.
31. Kovač, B. (2000). Protislovja poslovnih prevzemov in združevanja in primer združitve v slovenski trgovini. Zbornik Združitve in prevzemi gospodarskih družb. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
32. Kovač, D., (2010). Odločanje o izbiri poslovnega partnerja pri združevanju podjetij. Najdeno 15. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://www.fm-kp.si/zalozba/ISBN/978-961-266-033-8/prispevki/Kovac%20Daniela.pdf>.
33. Koželj, S. (2010). Slovenski računovodski standardi: SRS 4, SRS 21, SRS 22. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
34. Lahovnik, M. (1998). Proučevanje strategije priključitve podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Lahovnik, M. (2002). Uspešnost prevzemov podjetij v Sloveniji v devetdesetih letih. Economic and business review, Ljubljana.
36. Lahovnik, M. (2007). Združitve in prevzemi podjetij. Gradiva za predavanja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
37. Letno poročilo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana 2008.
38. Letno poročilo podjetja Publicus, d. o. o., Ljubljana 2009.
39. Lorange P., Kotlarchuk E. & Singh H. (1987). Corporate Acquisitions: A strategic Perspective. New York: Mc Graw-Hill Company.

40. McClure, Ben. (2008). Is Growth Always A Good Thing? (online). Available:<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/082003.asp> (13. 9. 2010).
41. McCahery Josph A. (2003). Rennebooh Luc: The Economics of the Proposed European Takeover Directive. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/dataoecd/46/53/2506091.pdf>.
42. Mednarodni računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
43. Novak, B. (2003, 23. april). Ali lahko s komuniciranjem izpeljemo prevzem podjetja. Maribor. Najdeno 2. julija 2010 na spletnem naslovu [http://www.spem.si/novice.asp?id\\_novice=38](http://www.spem.si/novice.asp?id_novice=38).
44. Odar, M. (2000). Problematika prevzemov gospodarskih družb ter računovodski problemi in rešitve pri združitvah in prevzemih. Revizor.
45. Pismo o nameri. Najdeno 20. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/202370>.
46. Podjetje Publicus, d. o. o., Ljubljana. Najdeno 20. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.publicus.si>.
47. Pučko, D. (1996). Strateško upravljanje. Ljubljana. Ekonomska fakulteta.
48. Rappaport. A. (1986). Creating Shareholder Value. New York: The Free Press.
49. Reed, Alexandra Lajoux (1998). Te Art Of M&A Integration. New York: McGraw Hill.
50. Rupnik, V. (18. 1. 2001). Prevzemi: Da ali Ne?. Finance (on line), 21 odstavkov. Available: [http://www.finance.si/1519/Prevzemi\\_da\\_ali\\_ne](http://www.finance.si/1519/Prevzemi_da_ali_ne) (13. 9. 2010).
51. Slovenski računovodski standardi. Najdeno 1. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacije/index.php>.
52. Sudersanam, P. (1995). The Essence of Mergers and Acquisitions. London: Prentice Hall.
53. Tajnikar, M. (2000). Pripojitve, spojitve in prevzemi. Zbornik Združitve in prevzemi gospodarskih družb. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
54. Tekavec, J. & Pučnik, J. (2002). Prevzemi podjetij in varovanje konkurence. (str. 84-85). Tržič: Učila International.
55. Turk, I. (2004). Finančno računovodstvo: Splošni del. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
56. Turk, I. (2010) Računovodsko proučevanje za revizorje. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
57. Vrankar, M., (2009). Konsolidirani (skupinski računovodski izkazi. IKS, Revija za računovodstvo in finance. (1-2), 182-218.
58. Zakon o prevzemih (2006). Uradni list RS št. 79/2006.
59. Zupan, N. (2001). Nagradite uspešne. Plačilna politika ob združitvah in prevzemih. Ljubljana: Gospodarska zbornica.
60. Zupančič, A. (2001). Kultura podjetja pri prevzemih in združitvah, (diplomska naloga). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

