

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**STRATEŠKA ANALIZA ZA USPEŠNE
ZDRUŽITEV PODJETIJ**

Ljubljana, maj 2004

BARBARA STRAŠEK

IZJAVA

Študentka Barbara Strašek izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Tomaža Čatra in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 19.05.2004

Podpis: _____

1. UVOD	1
2. POSLOVNE ZDRUŽITVE.....	7
2.1. OPREDELITEV ZDRUŽITEV	7
2.2. VRSTE ZDRUŽITEV.....	7
2.3. ZDRUŽITEV KOT STRATEGIJA RASTI PODJETJA	8
2.4. RAZLOGI ZA ZDRUŽITVE.....	9
3. PLANIRANJE ZDRUŽITVE.....	11
3.1. PRIPRAVA PODJETJA NA ZDRUŽITEV	11
3.2. STRATEŠKA SREDSTVA PODJETJA.....	12
3.3. VPRAŠANJE KONKURENCE.....	12
3.4. ISKANJE IN IZBIRA CILJNEGA PODJETJA.....	13
3.5. STRATEŠKA OCENA CILJNEGA PODJETJA.....	15
3.5.1. <i>SWOT</i> analiza	16
3.5.2. <i>PESTEL</i> analiza.....	16
3.5.3. <i>Portfeljska analiza</i>	17
3.5.4. <i>Življenjski cikel proizvoda</i>	19
3.5.5. <i>Porterjev model konkurenčnih sil</i>	20
4. FINANČNO VREDNOTENJE IN IZVEDBA ZDRUŽITVE.....	21
4.1. SAMOOCENITEV	21
4.2. METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA	22
4.3. ZDRUŽITEV PLAČANA Z GOTOVINO.....	23
4.3.1. <i>Projekcija denarnih tokov</i>	24
4.3.2. <i>Minimalna sprejemljiva stopnja donosa</i>	25
4.3.3. <i>Maksimalna sprejemljiva cena ciljnega podjetja</i>	26
4.3.4. <i>Stopnja donosa</i>	26
4.3.5. <i>Ali je združitev za podjetje finančno sploh možna?</i>	27
4.3.6. <i>Učinki združitve</i>	27
4.4. ZDRUŽITEV PLAČANA Z DELNICAMI	28
4.4.1. <i>Ocenitev vrednosti delnic podjetja</i>	29
4.4.2. <i>Maksimalno število delnic</i>	30
4.4.2.1. <i>Izdaja fiksnega števila delnic</i>	31
4.4.2.2. <i>Izdaja delnic na podlagi fiksne vrednosti</i>	31
4.4.3. <i>Učinki združitve</i>	31
4.5. PRIMERJAVA ZDRUŽITVE PLAČANE Z GOTOVINO IN ZDRUŽITVE PLAČANE Z DELNICAMI.....	32
4.5.1. <i>Vprašanja za podjetje prevzemnika</i>	32
4.5.2. <i>Vprašanja za ciljno podjetje</i>	33
4.5.3. <i>Tveganje</i>	34

4.6. IZVEDBA ZDRUŽITVE.....	35
5. POZDRUŽITVENE AKTIVNOSTI.....	36
6. "ZAČIMBE" ZA USPEŠNE ZDRUŽITVE	38
6.1. INOVATIVNE STRATEGIJE.....	38
6.2. POSTAVITEV PRAVIH MANAGERJEV.....	38
6.3. VISOKE VZPODBUDE TOP MANAGERJEM.....	39
6.4. POVEZAVA NAGRADE MANAGERJEV S SPREMEMBO DENARNIH TOKOV	39
6.5. HITROST SPREMEMB	39
6.6. GOJENJE DINAMIČNIH ODNOSOV V PODJETJU.....	40
6.7. NAJEM NAJBOLJŠIH STROKOVNJAKOV ZA ZDRUŽITVE.....	40
7. SKLEP.....	41
8. LITERATURA.....	42
9. VIRI.....	43

1. UVOD

Živimo v času nenehnega združevanja in napredovanja. Različne organizacije združujejo ljudi v različne vrste timov, z namenom najdbe najboljše in najustrežnejše rešitve problemov. Združujejo se izobraževalne institucije, da lahko nudijo najsodobnejše in najbolj sveže znanje in usposabljanje za svoje odjemalce. Države postajajo članice politične združbe imenovane Evropska unija, ki jim prinaša varnost na vseh področjih. Obstajajo športna, kulturna, plesna, planinska, vrtnarska in ostala društva, ki združujejo zanesenjake in ljubitelje znotraj in izven državnih mej. Tudi religija je neke vrste globalna in internacionalna združba. Navsezadnje pa se združujejo ljudje tudi v različne hetero in homoseksualne zveze na čustveni ravni.

Torej, ker živimo v svetu združevanja, je logično, da smo priča tudi združevanju podjetij. Ko si podjetja izberejo takšno, torej zunanjo rast, imajo skupen cilj. Želijo namreč ustvariti dodano vrednost za podjetje zaradi različnih vzrokov in motivov. Gre pa pri združitvah podjetij še za en pomemben cilj, in sicer cilj preživetja. Tukaj velja tisto ribje pravilo, ki pravi, da velika riba žre majhne ribe. Globalizacija in svetovna konkurenca omogočata preživetje, ohranjanje samostojnosti in doseganje optimalnih rezultatov samo velikim ribam. Z združitvami lahko tudi majhna podjetja zrastejo v plenilce, ki si lahko sami izbirajo svoje žrtve.

Slovenija kot država postaja čedalje bolj aktivna igralka v igri poslovnih združevanj. Posebej še z našim vstopom v Evropsko unijo se bo število poslovnih združevanj povečalo. Strokovnjaki napovedujejo predvsem več tujih prevzemov in domačih združitvev podjetij. Seveda je za pričakovati, da vsa ta združevanja ne bodo uspešna. Številne raziskave, ki obravnavajo in analizirajo upravičenost in uspešnost prevzemov in združitvev, ugotavljajo, da je polovica le-teh neuspešnih, po nekaterih ocenah pa je takšnih kar dve tretjini. Med glavne vzroke neuspešnosti največkrat spadajo pomanjkljivo strateško načrtovanje procesov združitvev in prevzemov, neustrezna ocena vrednosti podjetij in preplačilo nakupne vrednosti, pomanjkljivo vodenje ter neskladnost kultur podjetij.

V diplomskem delu sem se osredotočila na strateško analizo za uspešne in donosne združitve podjetij. Gre za obsežnejšo strateško analizo, ki vsebuje tudi finančno analizo in vrednotenje. V preteklih neuspešnih združitvah podjetij je veliko napak izhajalo iz slabe in nezadostne priprave na združitve. Velikokrat podjetja preveč postavljajo v ospredje pravno in finančno analizo, medtem ko veliko pomembnih strateških vprašanj ostane neodgovorjenih. Prav tako preveč izolirano obravnavajo ciljna podjetja združitve in jih tako v ocenah ne integrirajo v svojo korporacijsko strategijo.

Namen diplomskega dela je prikazati kompleksnost problema združitve. Opozoriti želim na pomembnost natančne in smiselne analize obeh podjetij v procesu združevanja. Čim bolj strnjeno skušam prikazati in osvetliti glavna vprašanja pri združitvah podjetij in s tem

pomagati pri odločanju tako managerjem podjetja prevzemnika kot tudi managerjem ciljnega podjetja.

Cilji diplomskega dela so opredeliti in predstaviti združitev kot možno strategijo rasti podjetja ter prikazati vse faze združitve od planiranja, finančnega vrednotenja, pa vse do izvedbe združitve in pozdružitvenih aktivnosti.

Diplomsko delo sem razčlenila na sedem poglavij. Po uvodu v drugem poglavju predstavljam pojem združitve, opredeljujem vrste združitev, predstavljam strategijo združitve kot eno izmed možnih strategij rasti podjetja ter podajam še razloge, ki vodijo do združitev. V tretjem poglavju je predstavljeno planiranje združitve s teoretičnimi osnovami za analizo in strateško oceno podjetja prevzemnika in ciljnega podjetja. Tukaj je prikazana tudi faza iskanja in izbira ciljnega podjetja. Finančno vrednotenje in izvedbo združitve predstavljam v četrtem poglavju. Posebej sta predstavljeni združitev plačana z gotovino ter združitev plačana z delnicami. V nadaljevanju ti dve vrsti združitev med seboj tudi primerjam. V petem poglavju osvetljujem in prikazujem pozdružitvene aktivnosti. Šesto poglavje pa "zadiši po začimbah" za uspešne združitve, kjer predstavljam nasvete, ki so jih upoštevala nekatera podjetja pri svojih uspešnih združitvah. Sledi sklep diplomskega dela, kjer so podane najpomembnejše ugotovitve in zaključne misli.

2. POSLOVNE ZDRUŽITVE

2.1. OPREDELITEV ZDRUŽITEV

Do **združitve** pride, ko se dve ali več podjetij, ponavadi delniških družb, združi bodisi s pripojitvijo bodisi s spojitvijo. Združitev se opravi na osnovi sklenitve pogodbe na podlagi vnaprejšnje odločitve lastnikov podjetij, ki se združujejo.

Pripojitev se opravi s prenosom celotnega premoženja enega ali več podjetij (prevzeto podjetje) na drugo podjetje (prevzemno podjetje). Za pripojitve je značilno, da so pri pripojitvi vedno udeležena eno ali več prevzetih podjetij in eno prevzemno podjetje.

Spojitev se opravi z ustanovitvijo novega podjetja (prevzemno podjetje), na katerega se prenese celotno premoženje podjetij, ki se spajajo (prevzeta podjetja). Za spojitve je značilno, da so pri spojitvi vedno udeležena dve ali več prevzetih podjetij in eno novo podjetje (Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem, 2002, str. 784-786).

V uporabi izrazov združevanj prihaja do razlik, predvsem zaradi mešanja dveh kriterijev razločevanja, in sicer pravnega in ekonomskega. Tako pravniki praviloma govorijo o združitvah, kadar iz dveh ali več podjetij (po kakršnem koli postopku) nastane eno samo podjetje. Ekonomisti pa izraz združitev uporabljajo pri prijaznih primerih prevzemov, medtem ko izraz prevzem uporabljajo za neprijazne primere prevzemov (Weston, 1990, str. 43). Kadar management ciljnega podjetja ne nasprotuje prevzemnikovemu poskusu prevzema, govorimo o prijaznem prevzemu. Če pa management ciljnega podjetja nasprotuje in odklanja prevzem, govorimo o sovražnem prevzemu, ki velikokrat pripelje do vojne med podjetji, pri čemer se vsako podjetje oborožuje s svojimi taktikami.

2.2. VRSTE ZDRUŽITEV

Združitve lahko razdelimo na štiri vrste (Rock, 1987, str. 5-6): vodoravne, navpične, koncentrične in konglomeratne. V grobem velja, da vodoravne združitve omogočajo doseganje ekonomij obsega, navpične in koncentrične združitve omogočajo stroškovno učinkovitost, konglomeratne združitve pa omogočajo doseganje sinergij.

Vodoravna združitev pomeni združitev vsaj dveh podjetij iz iste panoge na isti stopnji produkcijske verige. Podjetji med sabo konkurirata v določenem tipu poslovne aktivnosti, do združitve pa največkrat pride zaradi izkoriščanja ekonomij obsega v proizvodnji in distribuciji. Cilj te vrste združitve je tudi zniževanje stroškov, možno povečanje tržnega deleža podjetja in povečanje tržne moči podjetja prevzemnika. Tak način združevanja večina držav regulira s protimonopolno in protitrustovsko zakonodajo, da ne pride do prevelike

koncentracije in monopolizacije, s tem pa do izločitve konkurence in neučinkovitega delovanja ekonomskega sistema (Rock, 1987, str. 5).

Ko se združita dve ali več podjetij v isti panogi ali v povezanih panogah na različnih stopnjah reprodukcijskega procesa pride do **navpične združitve**. Ciljno podjetje je pri tej vrsti združitve ponavadi dobavitelj ali kupec prevzemnega podjetja (Rock, 1987, str. 5-6). Če je ciljno podjetje dobavitelj govorimo o združitvi nazaj, ki omogoča boljšo diferenciacijo proizvodov in zaščito specifičnega znanja, ki ga je sicer treba prenesti na dobavitelje surovin, sestavin ali delov. V primeru, da je ciljno podjetje kupec, govorimo o združitvi naprej, katere namen je izboljšanje zmožnosti za diferenciacijo proizvodov, dostop do distribucijskih kanalov in tržnih informacij ter diferenciacija cen za končne porabnike (Porter, 1980, str. 315-318). Do navpičnih združitev pride po navadi v razmerah, ko trg ne deluje pravilno zaradi pomanjkanja virov, kritičnosti kvalitete polproizvodov, zaradi nadzora nad proizvodnimi specifikacijami vmesnih proizvodov in podobno. Cilji navpične združitve so predvsem v zmanjšanju transakcijskih in transportnih stroškov, stroškov komuniciranja, boljšem načrtovanju proizvodnje, zaščiti kvalitete proizvodov ali storitev z nadzorom nad dobavitelji in distributerji ter lažjem dostopu do polproizvodov. Podobno kot pri vodoravnih združitvah se tudi tu zmanjšajo proizvodni stroški.

Za **koncentrično združitev** velja, da je podjetje povezano s ciljnim podjetjem z osnovno tehnologijo, proizvodnimi procesi ali trgi. Ciljno podjetje predstavlja razširitev proizvodne linije, trga ali tehnologije. Takšna združitev predstavlja očiten premik iz osnovnega področja na sorodna področja delovanja. Koristi koncentrične združitve izhajajo iz izkoriščanja skupnih tehničnih, ekonomskih in tržnih potencialov, v znižanju stroškov in povečanju donosov z omejeno diverzifikacijo poslovanja (Rock, 1987, str. 6).

Konglomeratna združitev pomeni združitev dveh ali več podjetij iz nepovezanih panog, to je podjetij, ki med sabo nimajo nikakršnih tehnoloških in proizvodnih povezav in ne konkurirajo na istem ciljnem trgu. Razlogi za konglomeratne združitve so zmanjšanje poslovnih tveganj, ki izhajajo iz ene same prevladujoče dejavnosti, boljše možnosti reinvestiranja dobičkov v nove panoge in izkoriščanje učinkov skupnega poslovanja. Posledica združitve sta diverzifikacija in nepovezani denarni tokovi, s čimer se znižajo stroški povezani z nevarnostjo bankrota in posredno stroški kapitala, poveča pa se stabilnost donosov podjetja (Rock, 1987, str. 6).

2.3. ZDRUŽITEV KOT STRATEGIJA RASTI PODJETJA

Strategija rasti spada, poleg strategije stabilizacije in strategije krčenja, med korporacijske strategije. Ta strategija je naravnana na rast in razvoj podjetja in služi za uresničitev novih kombinacij poslovnih prvin, ki pomenijo predvsem uvajanje novih proizvodov, novih proizvodnih metod ali novih trgov (Pučko, 1996, str. 180).

Podjetje v času svojega obstoja raste na različne načine. Spodbude za rast lahko prihajajo iz dveh različnih 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 potrebno videti v neizkoriščenih resursih, s katerim podjetje razpolaga (Mencin, 2002, str. 5).

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, ki dejansko pomeni združitev obstoječih gospodarskih zmogljivosti. Zaradi povezovanja aktivnosti lahko nastanejo sinergije, ki pa predstavljajo povečano tržno vrednost podjetja zaradi učinkovitejšega izkoriščanja strateških sredstev kot posledico povečanja razlikovalnih lastnosti (Kay, 1993, str. 144). Razlikovalne lastnosti so nekatere značilnosti podjetja, ki jih druga nimajo. Mednje sodijo ugled, inovacije in organizacijska zgradba podjetja.

Združevanja se predvsem v visoko tehnološko razvitih panogah pojavljajo kot odgovor na zahteve trga po hitrem razvoju novih izdelkov in tehnologij. V omenjenih podjetjih je čas od zamisli do začetka trženja izdelka eden izmed bistvenih dejavnikov tržnega uspeha. Vodstva podjetij od zunanje rasti pričakujejo določene rezultate, ki naj bi povečali učinkovitost prenovljenega podjetja. Sudarsanam (1995, str. 13) omenja dva prevladujoča motiva. Prvi je neoklasična hipoteza, kjer so v ospredju interesi lastnikov podjetja, torej povečevanje premoženja. Drugi motiv pa je zasledovanje interesov vodstva, t.j. managerjev, v škodo lastnikov. Strategija rasti je za managerje privlačna tudi zato, ker lahko rastoča podjetja lažje prekrivajo morebitne napake in neučinkovitosti v poslovanju, poleg tega pa je velika podjetja težje priključiti kot majhna, zato je položaj managerjev v večjih podjetjih s tega vidika varnejši.

2.4. RAZLOGI ZA ZDRUŽITVE

Potrebno je vedeti, da združevanje ne pomeni "seštevanja", temveč "množenje": ustvarjena vrednost mora biti večja od vsote združenih delov. Drugače povedano, če hočemo imeti dobiček, moramo stvari združevati tako, da ustvarimo dodano vrednost. Čeprav večina managerjev slavi in poudarja pomembnost sinergij pri združitvah, je edini zares pomemben razlog povečan dobiček podjetja.

Obstaja veliko hipotez različnih avtorjev, ki pojasnjujejo različne razloge in motive za združitve podjetij. Te hipoteze so različno razčlenjene, vsebinsko gledano pa se ne razlikujejo. V nadaljevanju predstavljam nekatere izmed pomembnejših razlogov združitvev.

Finančni razlogi kažejo na to, da so lahko stroški opravljanja finančne funkcije po združitvi manjši. Prihranki se kažejo zlasti pri stroških denarnih transakcij, nalaganju presežnih likvidnih sredstev ali pridobitvi potrebnih finančnih sredstev. Posledice se kažejo v večji sposobnosti investiranja, razpršitvi finančnih tveganj, večji finančni moči, likvidnosti in stabilnosti podjetja ter zmanjšanju davčne osnove. Zmanjšanje davčne osnove lahko dosežemo na različne načine: z uveljavljanjem davčnih izgub, z uporabo neizkoriščenih kapacitet zadolževanja ali z uporabo presežnih denarnih tokov. Pri združitvah podjetij se lahko zmanjša tudi variabilnost denarnih tokov, če finančni tokovi podjetij niso v popolni korelaciji, s tem pa se zmanjša verjetnost stečaja podjetja (Mramor, 1994, str. 84).

Učinkovitejša in cenejša je tudi finančna služba, saj tudi pri delovanju le-te deluje ekonomija velikega obsega. Nižje stroške pa lahko dosežemo tudi pri izdaji lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev in transakcijah z njimi.

Do združitve lahko pride tudi zaradi večje vrednosti delnic podjetja po združitvi. Višja cena delnic ni posledica samo večje učinkovitosti, ampak je lahko posledica informacij, ki se širijo o nameravani združitvi (Žnidaršič – Kranjc, 1991, str. 40).

Tržni razlogi se nanašajo na vstop na nove trge, povečanje deleža na že osvojenih trgih, željo po kompatibilnosti proizvodov, možnost trženja več proizvodov, prevzemanje obstoječih distribucijskih kanalov in željo po monopolizaciji. Slednja je predmet mnogih tez in debat v ekonomiji in je delno rešena z dokaj tolerantno protimonopolno politiko. Med tržne razloge spadajo še diferenciacija proizvodov, ustvarjanje umetnih ovir za vstop drugih podjetij v panogo in diverzifikacija poslovanja. Diverzifikacija poslovanja namreč prinaša strateške sinergije. Diverzificirano podjetje ima širši program, kar lahko zagotovi konkurenčnost podjetja, hkrati pa omogoča prodor na tuje trge. Podjetje tudi lažje obdrži ali pridobi strokovne kadre po uspešni združitvi. To je še posebej pomembno v panogah, kjer je pomemben know-how, razvitost prodajne mreže in podobno (Lahovnik, 1998, str. 30).

Med **operativne razloge** lahko štejemo ekonomije obsega, ki obstajajo zaradi nedeljivosti nekaterih proizvodnih dejavnikov, katerih strošek na enoto proizvoda pada z naraščanjem proizvedene količine. Učinki operativnih sinergij pridejo do izraza tudi na področju razvojno raziskovalne dejavnosti, na kadrovskega področju, pri konsolidaciji določenih služb (informatika, računovodstvo, poslovodstvo itd.) in zaradi zmanjšanja poslovnega tveganja. Z enotnim poslovodstvom se na različnih stopnjah reprodukcijske verige izboljša koordinacija aktivnosti, kar pomeni znižanje stroškov pogajalskih procesov in stroškov komuniciranja. Med te razloge bi lahko še uvrstili zvišanje učinkovitosti managementa in reševanje problema agentov, saj so po Jensenovem mnenju v fazi rasti panoge cilji managerjev in delničarjev podjetja enaki, saj obstoječe priložnosti v panogi omogočajo maksimiranje vrednosti premoženja delničarjev s pomočjo maksimiranja prihodkov podjetja (Lahovnik, 1998, str. 29).

Pri številnih združevanjih so prisotni tudi osebni motivi managerjev. Združitev namreč lahko poveča ugled podjetja in s tem posredno tudi družbeni ugled managementa.

3. PLANIRANJE ZDRUŽITVE

3.1. PRIPRAVA PODJETJA NA ZDRUŽITEV

Proces združevanja je dolgotrajen in za podjetje izjemno pomemben proces, zato je potrebno vanj vložiti veliko truda in kvalitetnega dela, če želimo doseči uspešno združitev in s tem zagotoviti rast podjetja. Dobro je, če podjetje že takoj na začetku združitenega procesa smiselno sestavi in oblikuje skupino ljudi, ki bo zadolžena za združitevne aktivnosti. Ni potrebno, da so člani te skupine samo zaposleni v podjetju, temveč je zaželeno, da podjetje najame tudi zunanje strokovnjake in svetovalce. Najboljša kombinacija je mešan tim talentov iz in izven podjetja, ki lahko največ prispevajo k ustreznemu procesu združitve podjetja.

Še pred iskanjem in izbiro potencialnih ciljnih podjetij združitve je potrebno dobro analizirati obstoječe podjetje, oblikovati strateški načrt in razrešiti morebitne dvome o izbiri strategije zunanje rasti podjetja.

Osnovni elementi strateškega načrta so ocenjevanje sprememb v okolju in ocena lastne sposobnosti ter omejitev, ocena pričakovanj vpletenih v poslovanje podjetja, analiza podjetja, konkurentov, panoge, domačega in mednarodnega položaja, oblikovanje ciljev in politike za strategijo, oblikovanje kriterijev za merjenje uspešnosti, oblikovanje srednjeročnih načrtov, organiziranje, financiranje, informacijski tok in pregled preteklih procesov (Weston, 1990, str. 58).

Združitve podjetij in aktivnosti povezane z njimi bi morale vedno potekati v okviru dolgoročnih načrtov, ki jih imenujemo tudi strategija. Ne glede na dolgoročno usmeritev pa mora strategija skrbeti tudi za srednjeročne in kratkoročne odločitve in dejanja, saj podjetja danes poslujejo v precej dinamičnem okolju, polnem sprememb, kjer je edina statična spremenljivka prav sprememba.

Pri oblikovanju uspešnega razvoja strategije združitve je potrebno predvsem temeljito poznavanje lastnih prednosti in slabosti. Pri združitvah namreč iščemo podjetje, ki bi se dopolnjevalo z našim tako, da bi izkoristilo naše prednosti za boljšo učinkovitost ali pa s svojimi prednostmi izboljšalo naše šibke točke. Potrebno je definirati tudi poslovne priložnosti in nevarnosti podjetja. Prav tako je potrebno oblikovati cilje in ugotoviti morebitne planske vrzeli. Cilji podjetij se razlikujejo, izhajajo pa iz različnih motivov in razlogov za združitev, ki so prikazani v drugem poglavju.

Ko podjetje opredeli in pozna svoje prednosti in slabosti ter strateške cilje in alternative, mora oblikovati in razviti kriterije združitve. Ti kriteriji morajo biti realni, saj bi preveč togi kriteriji že vnaprej izločali možnost združitve, preveč splošni pa ne bi omogočali selekcije primernih združitvenih kandidatov.

3.2. STRATEŠKA SREDSTVA PODJETJA

Nekatere konkurenčne prednosti podjetij so osnovane na njihovi prevladi in položaju na trgu. Takšne prednosti imenujemo s širokim izrazom strateška sredstva. Lahko jih razdelimo v tri skupine. Prva so naravni monopoli, kjer so podjetja usidrana v trg, ki ni pripravljen sprejeti več kot enega podjetja. V drugi skupini predstavljajo strateška sredstva struktura stroškov in krivulja učenja. Licence in razne omejitve pa predstavljajo strateška sredstva tretje skupine (Kay, 1993, str. 113). Drugače povedano bi lahko rekli, da strateška sredstva prinašajo podjetjem, ki jih imajo, potrebne prednosti, ki jih konkurenti ne morejo doseči. Te prednosti so velikokrat ugled podjetja, inovacije, izjemna distribucija, kreativnost in sposobnost zaposlenih ali pa boljše znanje o prenosu informacij. Kakršnekoli že so, dejstvo je, da lahko podjetju prinesejo dodano vrednost in vstop na nove trge. Zato je potrebno ne le da jih podjetje pozna, temveč, da jih upošteva tudi v procesu združitve in jih tako še bolje izkoristi. Če so takšna strateška sredstva redka, težko posnemljiva in nimajo substitutov, lahko prinesejo dolgoročne koristi in prednosti podjetjem (Markides, 1997, str. 91–92).

Za ponazoritev naj podam primer združitve, kjer sta dve podjetji združili svoja različna strateška sredstva in tako povečali dodano vrednost. Consulta, majhno nemško podjetje, je imelo v lasti patent inovativnega maziva za stroje, ni pa bilo uspešno pri prodaji le-tega, zaradi pomanjkanja ugleda podjetja. Po pripojitvi Consulte h Castrolu, ji je bilo omogočeno uspešno prodajati inovativno mazilo pod Castrolovim imenom in ugledom (Kay, 1993, str. 145).

3.3. VPRAŠANJE KONKURENCE

Pri vprašanju konkurence moramo oceniti število podjetij v panogi, njihovo lokacijo, trende v tržnih deležih, težavnost vstopa novih podjetij v panogo, proizvodne zmogljivosti, mednarodno konkurenco itd. Bolj podrobna ocena konkurence vključuje tudi oceno tehnologije, uporabljene patente, stopnjo tehnoloških sprememb in sredstev, ki jih konkurenčna podjetja namenjajo za raziskave in razvoj ter tveganje zastaranja. Potrebno je preučiti tudi ukrepe konkurence, ki bi lahko vplivali na cenovno politiko ali pa na povpraševanje po proizvodih podjetja (Mencin, 2002, str. 25).

Pri tem vprašanju je potrebno povedati, da podjetja s težavo pridejo do podatkov o konkurenci, saj ciljna podjetja redko razkrivajo pomembne podatke in informacije, sploh tiste, ki se nanašajo na njihove konkurenčne prednosti in tehnologijo. Dobljene podatke pa je

potrebno kritično pregledati, kajti predvsem pri primerih sovražnih prevzemov in združitvev se lahko zgodi, da ciljno podjetje posreduje napačne in neresnične podatke z namenom zavajanja in prikazovanja nerealnega stanja v podjetju.

Oceniti moramo tudi industrijsko rast panoge na osnovi ocenjenih trendov prodaje in prihodkov, cikličnih in sezonskih komponent panoge in občutljivost na splošne ekonomske razmere. Značilnosti panoge analiziramo na osnovi analize proizvodov, narave trga in povpraševanja, odvisnosti panoge od enega kupca, razmerje med domačim in mednarodnim trgom, stabilnosti cen, obsega poseganja države v raven oblikovanja cen in podobno (Mencin, 2002, str. 25).

Ko ocenjujemo gospodarnost panoge, ugotavljamo razmerje med delovno silo in kapitalom, prožnost povpraševanja, gibanje cen in profitne stopnje, operativne marže, uvoz, stopnjo zakonske omejitve itd (Mencin, 2002, str. 25-26).

Natančna analiza konkurence in panoge ne more nikoli škoditi ali biti odveč. Če pa management ne obdela dobro tega vprašanja se lahko v prihodnosti pojavijo težave in problemi. Aroganca in ignoranca takšnih vprašanj pri tako zahtevnem projektu kot je združitev podjetij nista dovoljeni.

3.4. ISKANJE IN IZBIRA CILJNEGA PODJETJA

Seznam potencialno privlačnih panog in podjetij je ponavadi, tudi po izločitvi najbolj neprimernih kandidatov, še precej dolg. Da bi ta seznam skrčili, mora podjetje oziroma njegova skupina zadolžena za združitve identificirati panoge z najugodnejšimi trendi. V naslednjem koraku iskanja naj ostanejo med kandidati panoge, ki prinašajo in dopuščajo uresničevanje sinergij. Ko se tako seznam skrči, mora podjetje za nadaljnje iskanje primernih kandidatov upoštevati želeno velikost ciljnega podjetja (Rock, 1987, str. 10). Ni dobro če podjetje sestavi preveč ozek seznam kandidatov za združitev ali da opredeli samo enega možnega kandidata, saj se lahko zgodi, da tudi po dolgem iskanju na osnovi postavljenih kriterijev ne bo našla primerne partnerja za združitev ali pa najdeni partner ne bo želel razmišljati o združitvi (Žnidaršič-Kranjc, 1991, str. 74).

Po opredelitvi panoge, ki ustreza kriterijem, je potrebno izdelati grobo oceno podjetij v panogi, ki lahko postanejo združitevni kandidati. Kompleksno ocenjevanje vseh možnih kandidatov bi pomenilo prevelike stroške in bi zahtevalo tudi veliko časa. Groba ocena naj bi dala okvirno sliko o pretekli uspešnosti poslovanja omenjenih podjetij in prihodnjih možnostih razvoja.

Za učinkovito vrednotenje ciljnega podjetja je potrebno zbrati vsaj naslednje podatke (Klug, 1989, str. 37):

1. Splošne značilnosti podjetja, ki vključujejo:
 - velikost podjetja,
 - lokacijo,
 - vrsto proizvodov,
 - tehnologijo.
2. Proizvodi in trgi ciljnega podjetja, ki vključujejo:
 - naravo trga in povpraševanja,
 - oceno gibanja prodaje in marž obstoječih in novih proizvodov,
 - stroške prodaje in trženja v prihodnjem obdobju,
 - razmerje med fiksnimi in variabilnimi stroški,
 - trende gibanja cen in omejitve ter priložnosti v prihodnjem obdobju.
3. Distribucija, ki vključuje:
 - preverjanje načinov prodaje,
 - politiko marketinga,
 - področja prodaje.
4. Organizacija proizvodnega procesa, ki vključuje:
 - obstoječo in pričakovano strukturo stroškov podjetja,
 - ustreznost informacijskega sistema o stroških,
 - potrebe po ključnih kadrih, skupaj s stroški dela,
 - razvojno-raziskovalne dejavnosti,
 - organizacijsko strukturo podjetja,
 - identifikacija vodstva in njegovega ugleda,
 - kvaliteta in sposobnosti vodstva za upravljanje in vodenje podjetja v prihodnosti.
5. Finance, ki vključujejo:
 - potrebne denarne izdatke povezane z združitvijo, oceno vpliva združitve na obratni kapital podjetja,
 - gibanje stroškov pred in po združitvi,
 - potrebe po dodatnih investicijah,
 - sinergije, ki lahko znižajo stroške.
6. Panoga in konkurenca kandidata za združitev, ki vključujeta podatke o:
 - ukrepih konkurence, ki bi lahko vplivali na cenovno politiko ali pa na povpraševanje po proizvodih podjetja,
 - splošnih trendih v panogi, ki bi lahko vplivali na prihodke ali stroške podjetja.

Tudi na specifična vprašanja znotraj posameznih področij je potrebno poiskati odgovore. Potencialna združitev mora biti raziskana vsaj do te mere, da lahko ugotovimo, ali so lahko rezultati poslovanja v preteklih letih ustrezna osnova za vrednotenje podjetja. Na osnovi proučevanja ciljnega podjetja je dobro, če razvijemo več scenarijev združitve.

Davidson omenja potenciale specifičnih vprašanj na katere bi morali biti pozorni pri ocenjevanju tržne podstrukture (Davidson, 1985, str. 375):

1. Ali se ciljno podjetje nahaja v tržnem segmentu hitrih stopenj rasti?
2. Kakšna je moč blagovnih znamk?
3. Ali je ciljno podjetje pridobilo ali izgubilo tržni delež v zadnjih petih letih?
4. Ali so bili dejanski dosežki podjetja enaki načrtovanim?
5. Katera so strateška sredstva na ciljnem trgu in ali jih podjetje ima?
6. Kakšne so konkurenčne prednosti ciljnega podjetja pred konkurenti in koliko časa bodo le-te še pomenile prednost pred drugimi podjetji?
7. Kako inovacije ciljnega podjetja prispevajo k dobičku?
8. Kakšna je verjetnost vstopa glavnih konkurentov v ciljni tržni segment?
9. Kakšna je cenovna elastičnost glavnih proizvodov ciljnega podjetja?
10. Kakšna je odvisnost ciljnega podjetja od kritičnih materialov, katerih cene so nestabilne in nepredvidljive?
11. Kakšne so ocenjene bruto in neto marže za glavne proizvode ciljnega podjetja?

Bistveno je, da pri ocenjevanju ciljnega podjetja ne zanemarimo nobenega funkcijskega področja oziroma člena v verigi vrednosti. Pogosto je v ozadju velikega števila neuspešnih priključitev podjetij prav preveliko poudarjanje finančnih in pravnih vidikov združitve ob hkratnem zanemarjanju nekaterih drugih vsebinskih vidikov (Lahovnik, 1998, str. 47).

Kultura podjetja je eden izmed najobčutljivejših dejavnikov združitvenega procesa. Obsega vrednote in vzorce obnašanja, ki vplivajo na vse zaposlene. Prevečkrat podjetja, zaradi pomanjkanja časa ali drugih razlogov, spregledajo vprašanje kulture podjetja pri združitvi podjetij. Zato se v pozdružitvenem obdobju, ko naj bi podjetji zaradi sinergij in drugih pozitivnih učinkov dosegali boljše rezultate, izkaže, da prihaja do trka različnih kultur podjetij in da je bilo premalo pozornosti namenjene temu problemu. Zato mora podjetje pred združitvijo temeljito premisliti, ali sta kulturi dveh podjetij združljivi oziroma kako bo s čim manjšim tveganjem spojilo dve različni kulturi.

3.5. STRATEŠKA OCENA CILJNEGA PODJETJA

Za peko potice ne obstaja samo en univerzalen recept, ampak je najbrž celo v vsaki kuharski knjigi malo drugačen. V današnjem času bolj prehrambeno ozaveščenih posameznikov smo priča tudi poplavi teorij in raziskav o pravilni, zdravi in uravnoteženi prehrani, ki naj bi vsaka, po utemeljevanjih, pripomogla k zdravemu življenju in posledično tudi k doseganju dolge starosti posameznika. Tudi na tem področju torej ni enega samega recepta, ki bi bil uspešen in bi popolnoma deloval. Čeprav združitve podjetij nimajo kaj veliko skupnega s prehrano, jih lahko vseeno povežem z zgornjimi trditvami. Tudi pri združitvah ni enega samega postopka in modela, ki bi bil natančno in najboljše orodje pri izbiri in oceni ciljnega podjetja združitve. Priporočljivo je, da podjetje preuči različne načine celovitega ocenjevanja ciljnih podjetij in

kasneje s kombinacijo le-teh pridobi zelene podatke. Med najpogostejše načine ocenjevanja spadajo SWOT analiza, PESTEL analiza, portfeljska analiza, ocena življenjskega cikla proizvoda ter Porterjev model konkurenčnih sil.

3.5.1. SWOT analiza¹

SWOT analiza je ena izmed najpogosteje uporabljenih načinov strateške ocene podjetja. Sestavljena je iz dveh delov, in sicer iz pregleda notranjega okolja podjetja, ki vsebuje analizo prednosti in slabosti podjetja, ter iz pregleda zunanjega okolja podjetja z analizo priložnosti in nevarnosti za podjetje. SWOT analiza pokaže razlike med sedanjimi in tistimi sposobnostmi, ki so potrebne za doseganje strateških ciljev (Figueroa, 2003).

Prednosti podjetja so možnosti in viri, ki jih podjetje lahko izkoristi za razvijanje konkurenčnih prednosti. Primeri takih prednosti so patenti, uspešna in prepoznavna blagovna znamka, dober ugled podjetja med kupci, dobro razviti distribucijski kanali in podobno. Pomanjkanje takšnih prednosti so slabosti podjetja. Včasih se lahko kakšna prednost podjetja sprevrže tudi v slabost. Na primer, da ima podjetje ogromne produkcijske kapacitete, ki predstavljajo prednost podjetja pred njegovimi konkurenti. Če preveč intenzivno investiranje v produkcijske kapacitete podjetju onemogoča hitro reagiranje na spremembe, postane ta prednost slabost podjetja (Figueroa, 2003).

Priložnosti so kombinacija dogodkov in okoliščin, ki v določenem času prinesejo podjetju možnosti dobička in rasti. Ti dogodki in okoliščine so lahko posledica sprememb v okolju ali pa sprememb v podjetju, ki so povezane z okoljem. Primeri priložnosti so: nezadovoljene potrebe kupcev, nove tehnologije, spremembe v zakonodaji, neuspeh konkurentov itd. Spremembe v okolju pa lahko predstavljajo tudi nevarnosti za podjetje. Primeri takšnih nevarnosti so: spremembe v okusu in željah potrošnikov, pojav substitutov, nove pravne omejitve in zakoni ter podobno (Bickersteth, 2003).

SWOT analizo je dobro opraviti tako za ciljno podjetje kot tudi za podjetje prevzemnika. Opozoriti pa moram, da v primeru sovražnih prevzemov, ciljno podjetje ne bo pripravljeno sodelovati s podjetjem prevzemnikom, in bo tako dostop do resničnih informacij otežen.

3.5.2. PESTEL² analiza

PESTEL analizo uporabljamo pri ocenjevanju najširšega okolja podjetja. Pri tej analizi razdelimo okolje na šest podokolij in za vsako od njih poskušamo oceniti ključne razvoje, relevantne za podjetje. Najpomembnejše za podjetje je gospodarsko podokolje, zato kaže še posebej skrbno narediti ocene ključnih razvojev v tem podokolju (Pučko, 1996, str. 125).

¹ Slovenski sinonim za SWOT analizo je "celovita analiza prednosti in slabosti ter poslovnih priložnosti in nevarnosti podjetja", vendar je izraz SWOT v literaturi bolj uveljavljen.

² PESTEL je sestavljena iz angleških besed in pomeni politično (political), gospodarsko (economic), socialno-kulturno (sociocultural), tehnološko (technological), naravno (environmental) in pravno (legal) okolje.

Potrebno je preučiti strukturne spremembe, ciklične spremembe, stopnje rasti BDP, stopnje gospodarskega razvoja, rast kritičnih panog, rast prodaje na glavnih tujih trgih, raven in porazdelitev prihodkov, inflacijo, menjalna razmerja in podobno. Naslednje pomembnejše podokolje je tehnološko podokolje. Tukaj zbiramo podatke o raziskavah in razvoju, informacijski tehnologiji, sistemu komuniciranja, transportnem sistemu in infrastrukturi, produkcijski tehnologiji, razpoložljivosti tehnologije, pričakovanih novostih, časovnih mejnikih itd. Pri političnem podokolju nas zanima politična stabilnost, vladne vzpodbude in subvencije gospodarstvu, sindikati, protimonopolne in druge restriktivne politike, davki itd. Pravno podokolje zajema podatke o različnih zakonih, predpisih, zaščiti potrošnikov in podobno. Pri naravnem podokolju podjetje zbira podatke o ekoloških zahtevah, omejitvah in standardih, odnosu do okolja in narave, lokacijskih možnostih, problemih oskrbe z energijo itd. Socialno-kulturno podokolje zaznamujejo podatki o vrednotah, normah, prepričanjih, življenjskem slogu, starostni strukturi, etičnosti, stopnji izobrazbe, odprtosti družbe, spremembah v navadah, prevladujoči ideologiji in podobno (Pučko, 1996, str. 125).

Ta analiza je lahko izjemno obsežna, če želimo oceniti vse dejavnike znotraj vsakega podokolja, zato mora podjetje že na začetku smiselno izbrati dejavnike in tista podokolja, ki so za njih in združitev pomembna. Tako lahko podjetje prihrani veliko časa, stroškov in energije, ki jo lahko vloži v kvalitetnejše ocenjevanje pomembnejših združitvenih podatkov.

3.5.3. Portfeljska analiza

Medtem ko SWOT analiza zajema poslovanje podjetja kot celote, se portfeljska analiza uporablja za primerjalno analizo posameznih strateških poslovnih skupin izdelkov. Smiselnost uporabe omenjene analize je zgolj v tistih podjetjih, kjer imajo diverzificirani poslovni program. Poudarek pri portfeljski analizi je na oceni celovite strateške uravnoteženosti portfelja poslovnih dejavnosti gospodarske dejavnosti v smislu, kako naj alociramo resurse in od kod le-ti prihajajo (Pučko, 1996, str. 144).

Najenostavnejši model za oblikovanje korporacijske strategije podjetja je portfeljska matrika Boston Consulting Group (BCG). Njen namen je razvrstiti portfelj strateških poslovnih enot glede na relativni tržni delež³ strateške poslovne enote proizvodov in stopnjo rasti trga za to isto strateško poslovno enoto proizvodov. S tem dobimo v portfeljski matriki štiri polja, ki so jih avtorji poimenovali: molzne krave, zvezde, vprašaji in psi (glej sliko 1).

Za strateške poslovne enote, ki glede na obe merili, pristanejo v polju vprašajev je značilno, da njihov trg hitro raste in imajo zato velike potrebe po novih investicijskih sredstvih. Po drugi strani pa je njihov tržni delež nizek in imajo zato malo denarnih sredstev. Večina novih dejavnosti spada med vprašaje, ki zahtevajo veliko denarja za nove investicije. Glede na

³ »Relativni tržni delež je opredeljen kot razmerje med tržnim deležem izbrane strateške poslovne enote in tržnim deležem največjega konkurenta.« (Pučko, 1996, str. 151)

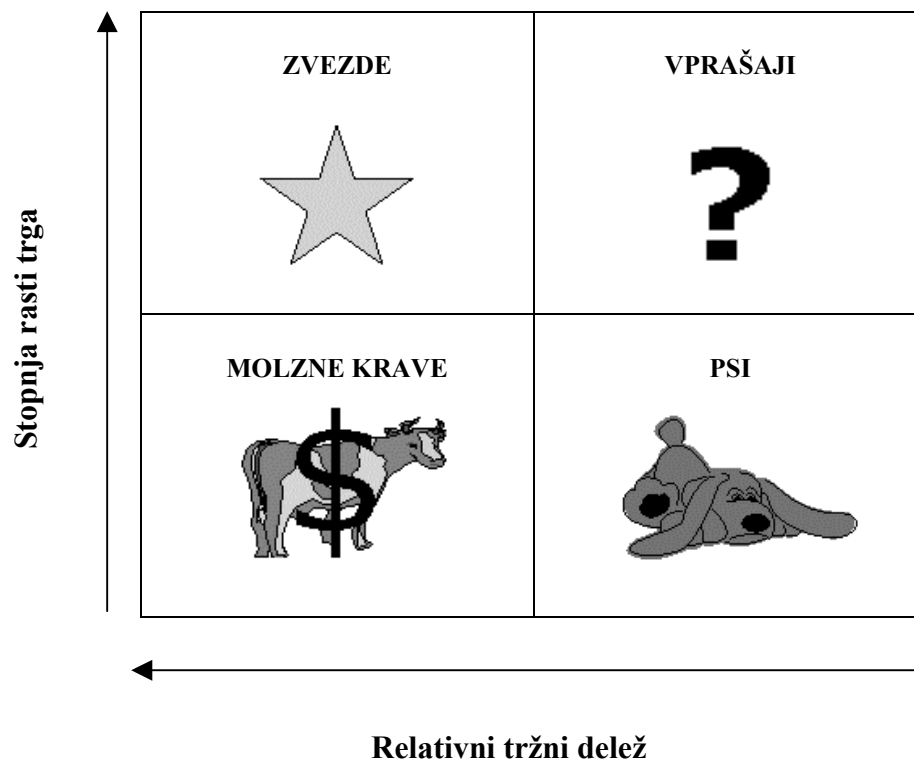
veliko tveganje si mora podjetje odgovoriti na vprašanje, koliko časa lahko financira takšno dejavnost in katero dejavnost bo financiralo oziroma se podjetje lahko tudi odloči za dezinvestiranje, torej njihovo likvidacijo (Pučko, 1996, str. 152).

Strateške poslovne enote molzne krave zagotavljajo velik denarni tok, visoko donosnost in majhne potrebe po investiranju, ker se je rast trga umirila in ni potrebe po financiranju razvoja oziroma novih kapacitet. Visok tržni delež omogoča ekonomije obsega in višjo profitno stopnjo. Strateške poslovne enote, ki spadajo v to polje so osnova, na kateri podjetje lahko počiva (Pučko, 1996, str. 151).

Psi imajo majhen tržni delež, zato prinašajo slabe dobičke, hkrati pa so na trgih, ki ne dajejo dovolj prostora za povečevanje tržnega deleža, ki bi omogočil zniževanje lastne cene. Od njih ni pričakovati finančnih presežkov, zato je normalno, da se hoče podjetje takšnih strateških poslovnih enot čimprej znebiti (Pučko, 1996, str. 151).

Strateške poslovne enote zvezde so si uspele priboriti velik tržni delež na hitro rastočem trgu. Podjetje mora še vedno vlagati veliko denarnih sredstev v financiranje njihove hitre rasti. Podjetje jih želi obdržati in pričakuje, da bodo sčasoma prešle v polje molznih krav (Pučko, 1996, str. 151).

Slika 1: Portfeljska matrika BCG



Vir: Truche, 2003.

Uspešnost poslovanja celovitega položaja diverzificiranega podjetja je odvisna od uravnoveženosti portfelja strateških poslovnih skupin. O uravnoveženosti govorimo takrat, ko je denar od molznih krav in tistih vprašajev in psov, ki so na poti likvidacije, zadosten, da s temi sredstvi podjetje pokrije zvezde v podjetju in tiste vprašaje, ki jih želimo razviti v zvezde. O neuravnoveženemu portfelju strateških poslovnih enot nekega podjetja pa govorimo takrat, ko ima podjetje večino poslovnih področij v polju psov in v polju vprašajev. Ker poslovna področja, ki so v polju psov generirajo malo denarnih sredstev, podjetje ne more dovolj investirati v vprašaje in zato podjetju grozi stečaj (Pučko, 1996, str. 152).

V literaturi najdemo veliko različic matrik portfeljske analize. Večina jih je zasnovanih z namenom, da pomagajo diverzificiranim podjetjem dosegati finančno uravnovežen portfelj njihovih poslovnih področij. Pri uporabi portfeljske analize v podjetju pa moramo biti kritični. Zavedati se moramo, da je večina odločitev subjektivnih. Tako lahko podjetje samo postavi strateško poslovno enoto v določeno polje v matriki, s čimer seveda obstaja možnost, da je pri tem storilo napako ali pa, da se je odločilo za to na podlagi nepravilnih ali prikritih podatkov. V tem primeru bi lahko bile posledice za podjetje usodne.

3.5.4. Življenjski cikel proizvoda

Poslovodstvo mora pri razvijanju korporacijske strategije upoštevati naslednje:

1. Osnovna dejavnost podjetja bo dosegla neko točko, ko ne bo več uspela smiselno absorbirati presežnih denarnih tokov, ki jih generira. Nadaljnje reinvestiranje bi povzročilo zgolj naraščanje stroškov, medtem ko bi dobički ostali nespremenjeni.
2. Podjetje lahko donosno investira presežne denarne tokove.

Prva trditev odraža hipotezo življenjskega cikla, druga pa idejo portfolio managementa poslovnih enot, ki ju je potrebno obravnavati povezano pri združitvah podjetij. Presežne denarne tokove, ki ne bi povečali dohodkov v obstoječi panogi, je mogoče porabiti za diverzifikacijo na nova poslovna področja s pomočjo priključitev podjetij, ki so tam že pozicionirana.

Portfeljska analiza in življenjski cikel proizvoda sta med sabo logično povezana. Življenjski cikel proizvoda vključuje štiri faze: uvajanje, rast, zrelost in upadanje. Proizvode, ki se nahajajo v fazi uvajanja bi lahko enačili z vprašaji pri portfeljski matriki, proizvode v fazi rasti z zvezdami, proizvodi v fazi zrelosti z molznimi kravami in proizvode v fazi upadanja s psi (Mencin, 2002, str. 28).

Koncept življenjskega cikla lahko služi kot okvir za ugotavljanje primernosti strategije združitve v različnih fazah. Porter navaja tri temeljne generične strategije (Porter, 1980, str. 35): strategija vodenja v stroškovni učinkovitosti, strategija diferenciacije proizvodov in

strategija razvijanja tržne niše. Zanimiva je povezava med stopnjo razvoja proizvoda in vrstami združitvev in prevzemov, ki jih kaže tabela 1.

Tabela 1: Povezava med stopnjo razvoja proizvoda in vrstami prevzemov

Stopnja razvoja proizvoda	Vrsta prevzema
uvajanje	Nova majhna podjetja so pogosto tarče velikih uveljavljenih podjetij, ki so v fazi ekspanzije- značilni so konglomeratni in povezani prevzemi, med manjšimi podjetji so možni horizontalni prevzemi, ki prevzemnikom omogočajo hitrejše doseganje večjega obsega poslovanja.
rast	Prevzemi so podobni omenjenim v prejšnji fazi, gonilna sila te faze so izrazitejši indikatorji potencialne rasti dobičkov posameznih podjetij.
zrelost	Horizontalni in povezani prevzemi se realizirajo z namenom približevanja konkurenci, ki je sposobna proizvajati z nižjimi stroški in prodajati po nižjih cenah ter z namenom doseganja ekonomij obsega v razvoju izdelkov, proizvodnji in trženju. Cilj priključitve so lahko velika ali mala podjetja. V tej fazi so pogoste tudi navpične združitve, predvsem z namenom zniževanja transportnih stroškov v produkcijski verigi.
upadanje	Horizontalni prevzemi se realizirajo z namenom preživetja podjetij, vertikalni pa z namenom povečanja učinkovitosti in stopenj donosnosti. V primerih, ko so dejavnosti podjetij povezane, prevzemi še vedno lahko omogočajo doseganje sinergij. Kadar gre za konglomeratne prevzeme, običajno tista podjetja, ki so sama v fazi zrelosti (sicer pa so v usihajoči panogi), kupujejo manjša podjetja iz panog, ki so v vzponu, prevzeme pa financirajo z lastnimi presežki denarnih tokov. Določena podjetja izmed tistih, ki so jih kupili v eni prejšnjih faz, sedaj prodajajo.

Vir: Weston, 1990, str. 102.

3.5.5. Porterjev model konkurenčnih sil

Porterjev model zajema ocenjevanje okolja in pomaga vodstvu pri iskanju dolgoročne privlačnosti trga za posamezne skupine izdelkov. Podjetji, ki se združujeta, morata skrbno analizirati, kateri izdelki imajo na trgu največ priložnosti za uspešno prodajo. Na privlačnost trga vpliva pet spremenljivk. Nevarnost vstopa novih konkurentov in nadomestkov za obstoječe proizvode sta odvisni od pričakovani obnašanja trga, zato ju uvrščamo v dinamični del. Pogajalska moč kupcev in dobaviteljev ter rivalstvo med konkurenti pa izražajo trenutno stanje v gospodarskem okolju (Porter, 1980, str. 5).

Nevarnost vstopa novih konkurentov je odvisna od prisotnosti vstopnih ovir. Mednje štejemo ekonomije obsega, diferenciacijo proizvodov, kapitalske zahteve, dostop do distribucijskih kanalov, zakonodajne ovire itd. Nevarnost nadomestnih proizvodov pomeni omejitve cen in dobičkov, ki veljajo v nekem tržnem segmentu. Nevarnost nadomestnih proizvodov je odvisna od razmerja med ceno in kakovostjo proizvodov, od stroškov spremembe proizvoda in od nagnjenosti kupca k substituciji. Pogajalska moč kupcev je odvisna od relativne koncentracije kupcev, obsega njihovih nakupov, stroškov zamenjave dobavitelja, stopnje

informiranosti kupca, sposobnosti integriranja nazaj, diferenciacije proizvodov in blagovne znamke. Pogajalska moč dobaviteljev je visoka, če je koncentracija dobaviteljev visoka, izdelek zelo specifičen in težko nadomestljiv, če ne obstajajo substituti, če ima dobavitelj možnost integracije naprej. Dobavitelji so zelo pomemben subjekt za podjetja, saj lahko v primeru visoke pogajalske moči dvignejo cene ali znižajo kvaliteto surovinam in proizvodom. Rivalstvo med obstoječimi konkurenti je odvisno od naslednjih dejavnikov: števila konkurentov, stopnje industrijske rasti, značilnosti izdelkov ali storitev, deleža fiksnih stroškov kapacitet, višine izhodnih ovir ter raznolikosti konkurentov. Čim višji so fiksni stroški za proizvodnjo določenega izdelka, tem manj konkurentov se pojavlja na trgu (Porter, 1980, str. 6).

4. FINANČNO VREDNOTENJE IN IZVEDBA ZDRUŽITVE

4.1. SAMOOCENITEV

Samooocnitev podjetja ni nujen korak pri združitvah podjetij, prinaša pa številne prednosti in ima poseben pomen. Obseg in natančnost vrednotenja podjetja se razlikuje glede na potrebe vsakega posameznega podjetja.

Pri samooocnitvi si naj podjetja zastavijo najprej dve temeljni vprašanji (Rappaport, 1979, str. 100):

1. Koliko je podjetje vredno?
2. Kako bi različni scenariji vplivali na njegovo vrednost?

Prvo vprašanje vsebuje zbiranje najverjetnejših ocen vrednosti podjetja, osnovanih na natančni ocenitvi ciljev, strategij in planov podjetja, s strani managerjev podjetja. Drugo vprašanje zahteva ocenitev vrednosti podjetja osnovano na vrsti verjetnih scenarijev, ki omogočajo managementu testiranje združenih učinkov hipotetičnih kombinacij različnih strategij in dejavnikov okolja.

Dobro je, če podjetje odgovori tudi na vprašanja: Kako bo vrednost podjetja z združitvijo narasla? Za koliko se bo povečala vrednost podjetja? Kakšna je maksimalna cena, ki jo je podjetje pripravljeno plačati za ciljno podjetje.?

Samooocnitev omogoča managementu osnovo za lažje, hitrejše in kvalitetnejše odzivanje in odgovarjanje na morebitne prevzemne ponudbe, kjer bi podjetje samo lahko postalo tarča prevzema. Lahko opozori na možnosti strateške opustitve proizvodnih programov. Podjetjem pa omogoča tudi osnovo za ocenitev primerjalnih prednosti združitve plačane z gotovino in združitve plačane z delnicami (Rappaport, 1979, str. 100).

4.2. METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

Metoda diskontiranega denarnega toka (metoda DFC) je najbolj razširjena metoda vrednotenja za potrebe prevzemov in združitvev. 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.

Da bi s pomočjo metode DFC osnovali maksimalno sprejemljivo ceno ciljnega podjetja, potrebujemo določene ocene. Oceniti je potrebno pričakovan dodatni denarni tok, ki ga bo povzročila združitev ter strošek kapitala, ki predstavlja minimalno sprejemljivo stopnjo donosa, ki jo zahteva trg za nove investicije v podjetju. V nadaljevanju je potrebno določiti tudi časovni horizont in preostalo vrednost združitve. V praksi podjetja ponavadi napovedujejo denarne tokove za obdobje, v katerem pričakovana stopnja donosa združitve presega minimalno še sprejemljivo stopnjo donosa združitve. Podjetja izbirajo ponavadi časovni horizont med petimi in desetimi leti.

Denarni tok lahko izračunamo (Rappaport, 1979, str. 101) :

$$\begin{aligned} & \text{dobiček iz poslovanja} * (1-T^4) \\ & + \text{amortizacija in drugi nedenarni odtoki} \\ & - \text{izdatki za naložbe} \\ & - \text{denar potreben za povečanje obratnega kapitala} \end{aligned}$$

Lahko pa zgornji zapis preoblikujemo in zapišemo denarni tok tudi takole:

$$CF_t = S_{t-1} (1+g_t) (p_t) (1-T_t) - (S_t - S_{t-1}) (f_t + w_t)^5$$

Če ocenimo, da je tveganje ciljnega podjetja enako tveganju podjetja prevzemnika, je primerna diskontna stopnja za diskontiranje denarnega toka ciljnega podjetja strošek kapitala podjetja prevzemnika. Takšno diskontno stopnjo uporabljamo samo v primerih, ko lahko z gotovostjo predvidevamo, da združitev ne bo vplivala na stopnjo tveganja podjetja prevzemnika. Strošek kapitala izračunamo kot tehtano povprečje stroškov dolga in lastniškega kapitala (Rappaport, 1979, str. 102). Primer izračuna stroška kapitala je podan v tabeli 2.

⁴ T = davčna stopnja

⁵ CF = denarni tok,

S = prodaja,

g = stopnja rasti prodaje,

p = delež dobička iz poslovanja v prodaji,

T = davčna stopnja,

f = celotne investicije v stalna sredstva, zmanjšane za amortizacijo, preračunane na denarno enoto povečanja prodaje,

w = dodatni potrebni obratni kapital na denarno enoto povečanja prodaje.

Tabela 2: Izračun stroška kapitala

	Ponder	Strošek kapitala	Tehtan strošek kapitala
Dolg	0.20	0.05	0.01
Lastniški kapital	0.80	0.15	0.12
Strošek kapitala	/	/	0.13

Vir: Rappaport, 1979, str.102.

4.3. ZDRUŽITEV PLAČANA Z GOTOVINO

V primeru združitve, plačane z gotovino, mora analiza vsebovati šest bistvenih korakov, in sicer: projekcijo denarnih tokov, določitev minimalne sprejemljive stopnje donosa, določitev maksimalne sprejemljive cene ciljnega podjetja, izračun stopnje donosa, analiza izvedljivosti združitve plačane z gotovino s strani podjetja prevzemnika in ocenitev učinkov združitve. Vseh šest korakov bom predstavila v nadaljevanju. Za lažjo ilustracijo in ponazoritev združitve bom v tem delu uporabljala praktičen primer združevanja dveh podjetij, in sicer podjetje Alcar, ki predstavlja podjetje prevzemnika, in podjetje Rano, ki predstavlja ciljno podjetje ali tarčo. V tabeli 3 so podani finančni podatki za podjetji Rano in Alcar pred združitvijo.

Tabela 3: Finančni podatki za podjetji pred združitvijo (v milijonih USD)

Podjetje	Alcar	Rano
Prihodki od prodaje	600,00	50,00
Celotni stroški	522,00	42,50
Dobiček iz poslovanja	78,00	7,50
Obresti na dolg	4,50	0,40
Celotni dobiček	73,50	7,10
Davek na prihodke	36,00	3,55
Čisti dobiček	37,50	3,55
Število delnic (v mio)	10,00	1,11
EPS	3,75	3,20
Dividende na delnico	1,30	0,64
Nekatere postavke iz bilance stanja		
Obratni kapital	180,00	7,50
Začasne investicije	25,00	1,00
Ostala sredstva	2,00	1,60
Osnovna sredstva	216,00	20,00
Amortizacija	(95,00)	(8,00)
	328,00	22,10
Dolg, ki se nanaša na obresti	56,00	5,10
Lastniški kapital	272,00	17,00
	328,00	22,10

Vir: Rappaport, 1979, str. 102.

4.3.1. Projekcija denarnih tokov

V prejšnjem poglavju sem predstavila, kako lahko izračunamo denarne tokove nekega podjetja za določeno časovno obdobje ali horizont. Če želimo izračunati denarne tokove, je potrebno narediti ocene za vseh pet spremenljivk (g, p, T, F in w). Pri teh ocenah pa je potrebno paziti. Tako davka na dobiček ne računamo na podlagi knjižne vrednosti računovodjevega izdatka za davek na dobiček, ampak za to spremenljivko vzamemo vrednost dejanske gotovinske obrestne mere. Za nekatera podjetja določitev projekcije za velikost kapitalskih investicijskih zahtev na denarno enoto povečanja prodaje predstavlja težko nalogo. Najbolje je, da za oceno te spremenljivke vzamemo vsoto vseh kapitalskih investicij, ji odštejemo amortizacijo za vseh 10 let in vse skupaj delimo s povečanjem prodaje od začetka do konca obdobja. Problemi se lahko pojavijo tudi pri ocenjevanju sprememb investicij dodatnega obratnega kapitala. Napoved vrednosti posameznih spremenljivk je povezana z večjo ali manjšo stopnjo negotovosti. Običajno velja, da čim daljši časovni horizont zajamemo v oceno, tem večja je stopnja negotovosti (Rappaport, 1979, str. 103).

Tako so v podjetju Rano spremenljivkam določili najbolj verjetne ocene v primeru poslovanja pod kontrolo podjetja Alcar. Ocene najbolj verjetnega scenarija za naslednjih deset let so podane v tabeli 4. Dobro je, če podjetje poleg najbolj verjetnega scenarija pripravi še na primer pesimističen in optimističen scenarij in tako pregleda še dodatne možnosti in učinke ter analizira še druge možne alternative.

Tabela 4: Najbolj verjetne ocene za Rano pod kontrolo podjetja Alcar

Leto	1 - 5	6 - 7	8 - 10
Stopnja rasti prodaje (g)	0,15	0,12	0,12
Delež dobička iz poslovanja v prodaji (p)	0,18	0,15	0,12
Davčna stopnja (T)	0,46	0,46	0,46
Dodatne investicije v stalna sredstva (f)	0,20	0,20	0,20
Dodatni potrebni obratni kapital na denarno enoto povečanja prodaje (w)	0,15	0,15	0,15

Vir: Rappaport, 1979, str. 103.

V nadaljevanju na podlagi podatkov iz tabel 3 in 4 za podjetje Rano projiciram denarne tokove za časovni horizont desetih let. Te projekcije so podane v tabeli 5.

Tabela 5: Projekcija denarnih tokov za Rano (v milijonih USD)

Leto	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Prihodki od prodaje	57,50	66,12	76,04	87,45	100,57	112,64	126,15	141,29	158,25	177,23
Celotni stroški	47,15	54,22	62,36	71,71	82,47	95,74	107,23	124,34	139,26	155,97
Dobiček iz poslovanja	10,35	11,90	13,69	15,74	18,10	16,90	18,92	16,95	18,99	21,27
Davki	4,76	5,48	6,30	7,24	8,33	7,77	8,70	7,80	8,74	9,78
Dobiček iz poslovanja po davkih	5,59	6,43	7,39	8,50	9,78	9,12	10,22	9,16	10,25	11,48
Amortizacija	1,60	1,85	2,13	2,46	2,84	3,28	3,74	4,25	4,83	5,49
Izdatki za naložbe	(3,10)	(3,57)	(4,12)	(4,74)	(5,47)	(5,69)	(6,44)	(7,28)	(8,22)	(9,29)
Povečanje obratnega kapitala	(1,13)	(1,29)	(1,49)	(1,71)	(1,97)	(1,81)	(2,03)	(2,27)	(2,54)	(2,85)
Denarni tok	2,96	3,41	3,92	4,51	5,18	4,90	5,49	3,86	4,32	4,48

Vir: Rappaport, 1979, str. 104.

4.3.2. Minimalna sprejemljiva stopnja donosa

V tem koraku mora podjetje izračunati ali pa vsaj oceniti strošek kapitala oziroma tehtano povprečje stroškov kapital tako za samo podjetje kot tudi za ciljno podjetje. Da bi lahko prišli do ocene tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC⁶), moramo analizirati in določiti strošek vsake od vrst kapitala. Te stroške potem pomnožimo z deleži (utežmi) posamezne vrste kapitala v celotnem kapitalu podjetja in dobimo WACC (Berk et al., 2002, str. 81).

V mojem primeru in tudi na splošno je lažje izračunati strošek dolga kot pa strošek lastniškega kapitala. Predpostavljam, da je v primeru podjetij Rano in Alcar, netvegana stopnja donosa 8,8%, tržna premija za tveganje pa 5,2%, koeficient β za podjetje Alcar 1,0 za podjetje Rano, ki velja za bolj tvegano, pa 1,25. V tabeli 6 je predstavljen izračun WACC-a za obe podjetji.

Tabela 6: Izračun WACC za podjetji Alcar in Rano

Podjetje	Alcar	Rano
Strošek dolga	9,5% (1-0,46) = 5,1%	10% (1-0,46) = 5,4%
Strošek lastniškega kapitala	8,8% + (1 * 5,2%) = 14%	8,8% + (1,25 * 5,2%) = 15,6%
WACC ⁷	(5,1 * 0,23) + (14 * 0,77) = 12%	(5,4 * 0,23) + (15,6 * 0,77) = 13%

Vir: Ashta, 2003.

Glede na to, da v mojem primeru napovedujem denarne tokove za podjetje Rano, bom za diskontno stopnjo uporabila Ranov WACC, ki znaša 13%.

⁶ WACC (Weighted Average Cost of Capital) = $w_d r_d (1-T) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s$ (Berk et al., 2002, str. 81), kjer so w_d , w_{ps} , w_s deleži (uteži) posamezne vrste kapitala v celotnem kapitalu podjetja, r_d strošek dolga, r_{ps} strošek prednostnih delnic in r_s strošek navadnega lastniškega kapitala.

⁷ Pri tem izračunu je potrebno povedati, da je $\frac{D}{E} = 0,3$ oziroma $D : E = 23 : 77$.

4.3.3. Maksimalna sprejemljiva cena ciljnega podjetja

Ta korak združuje koraka 1 in 2. Projekcije denarnih tokov je potrebno diskontirati z ustrezno diskontno stopnjo, v primeru podjetja Rano torej z WACC = 13%. Iz teh podatkov lahko tako kasneje izračunam maksimalno sprejemljivo ceno ciljnega podjetja v primeru najbolj verjetnega scenarija. V tabeli 7 je tak izračun podan za podjetje Rano.

Tabela 7: Izračun maksimalne sprejemljive cene za Rano, v primeru najbolj verjetnega scenarija in WACC = 13% (v milijonih USD)

Leto	Denarni tok	Sedanja vrednost	Kumulativna sedanja vrednost
1	2,96	2,62	2,62
2	3,41	2,67	5,29
3	3,92	2,72	8,01
4	4,51	2,76	10,77
5	5,13	2,81	13,59
6	4,90	2,35	15,94
7	5,49	2,33	18,27
8	3,86	1,45	19,72
9	4,32	1,44	21,16
10	3,84	1,43	22,59
Preostala	11,48	26,02 ⁸	48,61
Prodaja likvidnih vrednostnih papirjev			1,00
Odštejemo dolg			(5,10)
Maksimalna sprejemljiva cena (v mio USD)			44,51
Maksimalna sprejemljiva cena za delnico (v USD)			40,10 ⁹

Vir: Rappaport, 1979, str. 106.

4.3.4. Stopnja donosa

Tukaj gre za možne izračune različnih diskontnih stopenj, cen podjetja in cen na delnico podjetja v primerih pesimističnega, najbolj verjetnega in optimističnega scenarija. Gre za ponavljanje prvih treh korakov te analize. Primeri različnih diskontnih stopenj in cen podjetja Rano pri različnih scenarijih so podani v tabeli 8.

$$^8 \frac{11,48}{0,13} \cdot \frac{1}{(1+0,13)^{10}} = 26,02$$

⁹ Za 1,11 milijonov delnic (tabela 3) izračunamo ceno na delnico tako, da 44,51 milijonov USD delimo s številom delnic.

Tabela 8: Minimalna sprejemljiva cena podjetja v primeru različnih diskontnih stopenj in scenarijev

Diskontna stopnja	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15
Pesimističen scenarij					
Cena (milijoni USD)	48,84	42,91	38,02	33,93	30,47
Cena na delnico	44,00	38,66	34,25	30,57	27,45
Najbolj verjeten scenarij					
Cena (milijoni USD)	57,35	50,31	44,51	39,67	35,58
Cena na delnico	51,67	45,33	40,10	35,74	32,05
Optimističen scenarij					
Cena (milijoni USD)	68,37	59,97	53,05	47,28	42,41
Cena na delnico	61,59	54,03	47,80	42,59	38,21

Vir: Rappaport, 1979, str. 107.

4.3.5. Ali je združitev za podjetje finančno sploh možna?

Medtem ko podjetje računa ceno ciljnega podjetja pri različnih scenarijih, čedalje bolj v ospredje prihaja vprašanje možnosti nakupa ciljnega podjetja. Potrebno je namreč zagotoviti dovolj denarja za financiranje nakupa.

V primeru podjetja Alcar je situacija sledeča. V tretjem koraku analize sem izračunala, da je ciljno podjetje Rano vredno 44,51 milijona USD. Vprašanje pa je ali ima podjetje Alcar dovolj denarja, da ga kupi. Količino razpoložljive gotovine izračunamo tako, da od možne kapacitete dolga odštejemo dolg združenega podjetja. Od kapacitete dolga podjetja Alcar, ki znaša 81,6¹⁰ milijonov USD, moram odšteti sedanji dolg združenega podjetja v višini 61,1¹¹ milijona USD. Torej ima podjetje Alcar 20,5¹² milijona USD razpoložljive gotovine. S prodajo likvidnih vrednostnih papirjev dobi Alcar še dodatnih 26¹³ milijonov USD. Tako, da ima Alcar skupaj 46,5 milijonov USD razpoložljivega denarja. Tako, da lahko izvede nakup podjetja Rano takrat, ko je njegova cena manj kot 46,5 milijona USD (Ashta, 2003).

4.3.6. Učinki združitve

V tem zadnjem koraku analize nas zanimajo predvsem finančni učinki združitve. Gre za učinke na Alcarjev dobiček na delnico (v nadaljevanju EPS) in njegovo strukturo kapitala. Delničarje in ostalo finančno skupnost zanima gibanje EPS v primeru združitve in tudi v primeru, če do nje ne bi prišlo. Iz tabele 9 je lepo razvidno, da je EPS za podjetje Alcar, v primeru združitve večji kot bi bili, če do nje ne bi prišlo. Vendar je potrebno opozoriti, da lahko pride do nekaterih problemov pri uporabi EPS za standard ocenjevanja združitve. Zneske lahko dobimo z obema sprejemljivima metodama, tako LIFO kot FIFO. EPS tudi

¹⁰ 272 milijonov USD (tabela 3) * 0,3 = 81,6 milijonov USD

¹¹ 56 milijonov USD (tabela 3) + 5,1 milijonov USD (tabela 3) = 61,1 milijonov USD

¹² 81,6 milijonov USD - 61,1 milijonov USD = 20,5 milijonov USD

¹³ 25 milijonov USD (tabela 3) + 1 milijon USD (tabela 3) = 26 milijonov USD

ignorira vrednost denarja v času. Ne upošteva tudi tveganja toka EPS, to tveganje ni pogojeno samo z naravo investicijskega projekta podjetja, temveč mora biti podjetje pozorno tudi na razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom porabljenim za financiranje investicij.

Tako lahko v tabeli 9 vidim, da se pojavi prav ta problem financiranja pri podjetju Alcar v letu 5, ko je razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom 0,31 namesto zahtevanega 0,3. Prav tako lahko iz te iste tabele razberem tudi, da bi se podoben problem pojavil v podjetju Alcar tudi brez združitve, in sicer v letu 9. V vsakem primeru mora biti management pozoren na ta problem, ki sili v izdajo novih delnic podjetja ali pa v ponovno določitev politike strukture kapitala (Rappaport, 1979, str. 108).

Tabela 9: Projekcije Alcarjevih EPS in razmerij med dolgom in lastniškim kapitalom, v primeru združitve in brez združitve podjetij

Leto	EPS (USD)		Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom	
	Brez združitve	Združitev	Brez združitve	Združitev
0	3,75	4,10	0,21	0,26
1	4,53	4,89	0,19	0,27
2	5,09	5,51	0,17	0,28
3	5,71	6,20	0,19	0,29
4	6,38	6,99	0,21	0,30
5	7,14	7,87	0,24	0,31
6	7,62	8,29	0,26	0,31
7	8,49	9,27	0,27	0,32
8	9,46	10,14	0,29	0,33
9	10,55	11,33	0,31	0,34
10	11,76	12,66	0,32	0,35

Vir: Rappaport, 1979, str. 107.

4.4. ZDRUŽITEV PLAČANA Z DELNICAMI

Analiza združitve plačane z delnicami vsebuje pet korakov: projekcijo denarnih tokov ciljnega podjetja, izračun diskontne stopnje za ciljno podjetje, ocenitev vrednosti delnic podjetja prevzemnika, izračun maksimalnega števila delnic ter učinke združitve. Prva dva koraka sta popolnoma identična prvima dvema korakoma pri združitvah plačanih z gotovino, ki sem jih predstavila v poglavju 4.3., zato ju v tem poglavju ne bom ponavljala. Podrobneje pa bom predstavila ostale tri korake analize. Pri tej analizi si bom za bolj nazorno ponazoritev in razlago prav tako pomagala s podjetjema Alcar in Rano.

4.4.1. Ocenitev vrednosti delnic podjetja

V prvih dveh korakih analize združitve plačane z delnicami je potrebno oceniti denarni tok in diskontno stopnjo za podjetje prevzemnika. Te ocene so podane v tabelah 10 in 12. Postopek, s pomočjo katerega sem prišla do rezultatov, ki so prikazani v teh dveh tabelah, pa je predstavljen v poglavju 4.3..

Tabela 10: Najbolj verjetne ocene za podjetje Alcar brez združitve

Leto	1 - 5	6 - 7	8 - 10
Stopnja rasti prodaje (g)	0,125	0,120	0,120
Delež dobička iz poslovanja v prodaji (p)	0,130	0,125	0,125
Davčna stopnja (T)	0,460	0,460	0,460
Dodatne investicije v stalna sredstva (f)	0,250	0,250	0,250
Dodatni potrebni obratni kapital na denarno enoto povečanja	0,300	0,300	0,300

Vir: Rappaport, 1979, str. 108.

Iz tabele 12 je razvidno, da je vrednost Alcarjeve delnice ocenjena na 36,80 USD, medtem ko je trenutna vrednost Alcarjeve delnice na trgu samo 22,00 USD (Rappaport, 1979, str. 108). Ker Alcarjev management verjame, da so njihove delnice na trgu močno podcenjene, se bo upiral združitvi plačani z delnicami. Zakaj? Razlog je preprost, ker bi na primer v primeru, da bi Alcar moral plačati za Rano 35 milijonov USD, pri trenutni tržni ceni delnic, moral izmenjati 1,59¹⁴ milijonov delnic, namesto 0,95 milijonov delnic. Poleg tega, bi se spremembe pokazale tudi pri lastništvu združenega podjetja, saj bi bil lastniški delež podjetja Alcar 86,27%, podjetja Rano pa 13,73%, kar je lepo razvidno iz tabele 11.

Tabela 11: Število delnic in lastniški deleži podjetij Alcar in Rano v primeru podcenjenih delnic podjetja Alcar

	Alcar	Rano	Skupaj
Število delnic skupnega podjetja (v mio)	10	1,59	11,59
Lastniški delež skupnega podjetja	86,3%	13,7%	100%

Vir: A.Ashta, 2003.

¹⁴ $\frac{35mio}{22} = 1,59mio$

Tabela 12: Ocenjena sedanja vrednost lastniškega kapitala podjetja Alcar v primeru najbolj verjetnega scenarija, pri diskontni stopnji WACC = 12%¹⁵ (v milijonih USD)

Leto	Denarni tok	Sedanja vrednost	Kumulativna sedanja vrednost
1	6,13	5,48	5,48
2	6,90	5,50	10,98
3	7,76	5,53	16,51
4	8,74	5,55	22,06
5	9,83	5,58	27,63
6	10,38	5,26	32,89
7	11,63	5,26	38,15
8	13,02	5,26	43,41
9	14,58	5,26	48,67
10	16,33	5,26	53,93
Preostala	128,62	345,10 ¹⁶	399,03
+ Začasne investicije, ki niso povezane s trenutnimi			25,00
Minus dolg			(56,00)
Sedanja vrednost lastniškega kapitala Alcarja (v mio USD)			368,03
Sedanja vrednost delnice Alcarja (v USD)			36,80 ¹⁷

Vir: Rappaport, 1979, str. 108.

4.4.2. Maksimalno število delnic

V tem koraku je potrebno izračunati maksimalno sprejemljivo število delnic, ki jih je podjetje Alcar pripravljeno izmenjati pri združitvi s podjetjem Rano. Pri teh izračunih je potrebno upoštevati različne scenarije in diskontne stopnje. Ti izračuni so prikazani v tabeli 13. Tako bi na primer v primeru najbolj verjetnega scenarija, pri 13% diskontni stopnji, podjetje Alcar moralo izmenjati 1,21¹⁸ milijonov delnic.

Tabela 13: Maksimalno spremenljivo število delnic izmenjave pri različnih scenarijih in diskontnih stopnjah

Diskontna stopnja	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15
Pesimističen scenarij	1,327	1,166	1,033	0,922	0,828
Najbolj verjeten scenarij	1,558	1,367	1,210	1,078	0,967
Optimističen scenarij	1,858	1,630	1,442	1,285	1,152

Vir: Rappaport, 1979, str. 109.

¹⁵ Glej tabelo 6.

¹⁶ $\frac{128,62}{0,12} \cdot \frac{1}{(1,12)^{10}} = 345,10$

¹⁷ Za 10 milijonov delnic (tabela 3) izračunamo ceno na delnico tako, da 368,03 milijonov USD delimo s številom delnic.

¹⁸ $\frac{44,51mio}{36,80} = 1,21mio$ (tabela 7 in tabela 12)

Če se podjetje odloči za združitev plačano z delnicami, se mora odločiti še, kako bo izdalo delnice. Lahko izbira med dvema možnostma, in sicer se lahko odloči za izdajo fiksnega števila delnic ali pa za izdajo delnic na podlagi fiksne vrednosti. Obe možnosti sta v nadaljevanju tudi pojasnjeni.

4.4.2.1. Izdaja fiksnega števila delnic

V primeru takšnih ponudb, je število delnic, ki jih podjetje namerava izdati, določeno, medtem ko se vrednost posla lahko giblje v obdobju od objave ponudbe do podpisa pogodbe. Ko gre za izdajo fiksnega števila delnic, so delničarji ciljnega podjetja precej ranljivi in občutljivi na padce cen delnic podjetja prevzemnika, saj nosijo del tveganja spremembe cene od časa objave ponudbe (Rappaport, 1999, str. 151).

4.4.2.2. Izdaja delnic na podlagi fiksne vrednosti

V primeru takšnih ponudb, število delnic ni fiksno do podpisa pogodbe in je odvisno od končne cene. Posledica tega je, da je lastniško razmerje med podjetjema negotovo do podpisa pogodbe. Ko gre za izdajo delnic na podlagi fiksne vrednosti, podjetje prevzemnik nosi vso tveganje spremembe cene delnic med objavo ponudbe in podpisom pogodbe. Če se zgodi, da cene delnic padejo, mora podjetje prevzemnik izdati dodatne delnice, da lahko plača ciljnemu podjetju dogovorjeno fiksno vrednost. V tem primeru so torej delničarji ciljnega podjetja bolj zaščiteni (Rappaport, 1999, str. 152).

4.4.3. Učinki združitve

Pri učinkih združitve plačane z delnicami nas zanima predvsem vpliv na EPS in na razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom. V tabeli 14 so podane projekcije EPS in razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom za podjetje Alcar v primeru te vrste združitve. Pokažejo se spremembe pri obeh kazalcih v primerjavi z združitvijo plačano z gotovino. EPS je v vsakem letu projekcije manjši od EPS v primeru združitve plačane z gotovino. Reši pa se problem financiranja, ki se je prej pri združitvi plačani z gotovino prej ali slej pojavil, saj razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom za obdobje naše projekcije ni nikjer večje od 0,3.

Tabela 14: Projekcije Alcarjevih EPS in razmerij med dolgom in lastniškim kapitalom, v primeru združitve plačane z gotovino in delnicami

Leto	EPS (USD)		Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom	
	Gotovina	Delnice	Gotovina	Delnice
0	4,10	3,54	0,26	0,21
1	4,89	4,37	0,27	0,19
2	5,51	4,93	0,28	0,17
3	6,20	5,55	0,29	0,18
4	6,99	6,23	0,30	0,20
5	7,87	7,00	0,31	0,21
6	8,29	7,37	0,31	0,23
7	9,27	8,22	0,32	0,24
8	10,14	8,98	0,33	0,26
9	11,33	10,01	0,34	0,27
10	12,66	11,17	0,35	0,29

Vir: Rappaport, 1979, str. 109.

4.5. PRIMERJAVA ZDRUŽITVE PLAČANE Z GOTOVINO IN ZDRUŽITVE PLAČANE Z DELNICAMI

Način, kako podjetja plačujejo združitve, se je od leta 1988 do leta 1998 zelo spremenili. Leta 1988 je bilo skoraj 60% vseh večjih združitvenih poslov plačanih v celoti z gotovino, medtem ko je bilo deset let kasneje 50% vrednosti vseh velikih združitvenih poslov plačanih popolnoma z delnicami in le 17% popolnoma z gotovino. V primeru združitve plačane z gotovino ostanejo vloge obeh strank in lastništvo jasno. Ko pa gre za združitve plačane z delnicami, je velikokrat nejasno, kdo je kupec in kdo prodajalec. V nekaterih primerih se lahko zgodi, da delničarji ciljnega podjetja po združitvi postanejo lastniki večinskega deleža podjetja prevzemnika (Rappaport, 1999, str. 148).

4.5.1. Vprašanja za podjetje prevzemnika

Preden se podjetje prevzemnik odloči za metodo plačila združitve je pomembno, da si odgovori na tri pomembna ekonomska vprašanja. Najprej je treba vedeti ali so delnice podjetja prevzemnika podcenjene, precenjene ali odražajo dejansko stanje. Če podjetje prevzemnik meni, da trg podcenjuje njegove delnice, potem je bolje, da ne izda novih delnic za financiranje posla, ker bi s tem kaznoval sedanje delničarje. V tem primeru je za podjetje bolje, da se odloči in združitev plača z gotovino. Nasprotno je v primeru združitve plačane z delnicami, saj je možno iz tega sklepati, da so delnice podjetja prevzemnika ne trgu precenjene in je za pričakovati, da bodo delnice podjetja kmalu padle. Empirični podatki kažejo, da v primeru združitve, delnice podjetja prevzemnika skoraj vedno padejo. Obstaja

več razlogov za njihov padec. Najpogostejši so samo začasne sinergije, prednosti, ki jih hitro lahko kopira konkurenca, prav tako lahko konkurenca spelje tudi talentirane kadre in uspešen management podjetja, velikokrat je narobe in premalo natančno opravljena cenitev ciljnega podjetja itd (Rappaport, 1999, str. 152).

Kot drugo je potrebno oceniti kakšno je tveganje, da se pričakovane sinergije ne uresničijo. Zares prepričan prevzemnik plača združitev z gotovino in tako zaščiti svoje delničarje. Po drugi strani pa, če gre za znatno tveganje in bojazen pred neuspehom, prevzemnik združitev raje plača z delnicami (Rappaport, 1999, str. 154).

In kot zadnje se mora podjetje prevzemnik vprašati, kakšna je možnost, da vrednost delnic pade pred podpisom pogodbe. To vprašanje si podjetje postavi samo v primeru, ko združitev plača z delnicami. V primeru izdaje fiksnega števila delnic, podjetje ne daje signala zanesljivosti, zato je ta način priporočljiv samo takrat, ko je tveganje pred podpisom pogodbe relativno nizko. To je na primer možno pri združitvah podjetij iz iste ali tesno povezane panoge. Večji signal zanesljivosti sproža podjetje v primeru izdaje delnic na podlagi fiksne vrednosti. V tem primeru lahko pride tudi do povečanja vrednosti delnic, v primeru da trg verjame v prednosti in dobre lastnosti ponudbe (Rappaport, 1999, str. 155).

4.5.2. Vprašanja za ciljno podjetje

V primeru združitve plačane z gotovino se ciljno podjetje sooča z jasno ponudbo. Primerjati mora vrednost samostojnega podjetja s ponujeno ceno. Edino tveganje je, da ponujena cena ne bi bila dosti višja od vrednosti ciljnega podjetja ali pa da bi podjetje lažje in hitreje ustvarilo vrednost, če bi še naprej ostalo samostojno in se ne bi združilo.

Bolj verjetno je, da bo podjetje dobilo ponudbo za združitev plačano z delnicami ali pa nekakšno kombinacijo združitve plačane z gotovino in delnicami. V tem primeru mora ciljno podjetje ovrednotiti delnice združenega podjetja, ki so ponujene njihovim delničarjem. Če ciljno podjetje sprejme ponudbo in združitev plačano z delnicami, potem na nek način odobri in potrdi pošteno plačilo za njihove delnice ter tudi idejo, da je združeno podjetje privlačna investicija.

Seveda si mora ciljno podjetje zastaviti in odgovoriti še na nekatera druga vprašanja, kot so velikost in vrednost podjetja prevzemnika, kakšna tveganja se še pojavljajo pri združitvi, davčna vprašanja, vprašanja glede računovodstva in podobno (Rappaport, 1999, str. 156).

4.5.3. Tveganje

Kako je tveganje porazdeljeno med podjetje prevzemnika in ciljno podjetje, je odvisno od načina plačila za združitev. V primeru združitve plačane z gotovino podjetje prevzemnik prevzame nase vse tveganje, da se bo vrednost delnic znižala med objavo ponudbe in podpisom pogodbe. Prav tako prevzame tudi vso poslovno tveganje po združitvi. Nasprotno, podjetje prevzemnik, ki plača ciljnemu podjetju z izdajo fiksnega števila delnic omeji tveganje padca vrednosti delnic na pričakovano velikost lastniškega deleža v združenem podjetju. Podjetje prevzemnik, ki plača ciljnemu podjetju z izdajo delnic na podlagi fiksne vrednosti, prevzame nase vso tveganje pred podpisom pogodbe, medtem ko omeji pozdružitveno tveganje oziroma tveganje iz poslovanja novega podjetja na dejansko velikost lastniškega deleža v združenem podjetju. Ta porazdelitev tveganja je bolj ilustrativno podana v tabeli 15.

Tabela 15: Kako je porazdeljeno tveganje med podjetje prevzemnika in ciljno podjetje

	Tveganje pred podpisom pogodbe	Pozdružitveno tveganje
Združitev plačana z gotovino		
Podjetje prevzemnik	vse	vse
Ciljno podjetje	nič	nič
Združitev plačana z izdajo fiksnega števila delnic		
Podjetje prevzemnik	V višini pričakovane velikosti lastniškega deleža	V višini dejanske velikosti lastniškega deleža
Ciljno podjetje	V višini pričakovane velikosti lastniškega deleža	V višini dejanske velikosti lastniškega deleža
Združitev plačana z izdajo delnic na podlagi fiksne vrednosti		
Podjetje prevzemnik	vse	V višini dejanske velikosti lastniškega deleža
Ciljno podjetje	nič	V višini dejanske velikosti lastniškega deleža

Vir: Rappaport, 1999, str. 153.

Primer združitve plačane z delnicami pošlje trgu takoj dva močna signala. Prvi je, da so najbrž delnice podjetja prevzemnika precenjene, drugi pa, da managementu prevzemnega podjetja manjka zaupanja v uspešno združitev. Po pravilu naj bi potem podjetje, ki je prepričano v uspešno združitev in verjame, da so njihove delnice podcenjene, vedno plačalo združitev z denarjem. Vendar včasih podjetje nima dovolj denarnih sredstev oziroma kapacitet dolga, da bi lahko združitev plačalo z denarjem. V tem primeru je odločitev težja. Management podjetja prevzemnika mora v takšnem položaju oceniti ali dodatni stroški zaradi izdaje podcenjenih delnic še vedno opravičijo možno združitev.

Mladim podjetjem, ki imajo omejen dostop do drugih oblik financiranja, predstavlja izdajanje delnic naravni način plačila za združitev. Treba pa se je zavedati, da je takšen način tudi ranljiv in to ne samo za mlada podjetja, ampak tudi za večja izkušenejša podjetja, internetna in visoko tehnološko razvita podjetja. Slednja so še posebej občutljiva na padce in prevelika nihanja vrednosti njihovih delnic, ker morajo nuditi velika pričakovanja glede velikih vrednosti delnic, da lahko zaposlijo najboljše strokovnjake (Rappaport, 1999, str. 158).

4.6. IZVEDBA ZDRUŽITVE

Po končanem vrednotenju podjetij lahko stranke v procesu združevanja preidejo v naslednjo fazo. Ta faza so pogajanja, in če so le-ta uspešno zaključena, lahko tej fazi sledi še faza financiranja in faza neposredne združitve. Pogajanja običajno vodi posameznik z dobrimi pogajalskimi izkušnjami. Pogajalsko ekipo običajno sestavljajo tudi pravniki, davčni svetovalci, računovodje, investicijski bančniki ter ostali finančni strokovnjaki. Pred neposredno izvedbo združitve je potrebno opraviti še skrben pregled in revizijo poslovanja ciljnega podjetja ter tako morebiti še odkriti morebitna tveganja, ki se lahko pojavijo.

Analiziranje izvedbe združitve nam prikaže pravne, davčne, računovodske in finančne posledice različnih možnih pristopov k uresničitvi združitve. Na pravnem področju je potrebno preveriti določila zakonov, ki urejajo področje združitve in protimonopolno zakonodajo. Davčni svetovalci pa poskrbijo za kar največjo možno stopnjo davčnih olajšav, ki jih z določenimi prijemi lahko dosežemo.

Podjetje, ki želi razviti uspešno strategijo združitve, se mora v tej fazi osredotočiti na postavljene strateške cilje in izvesti strategijo združitve le v primeru, če le-ta obeta, da bo omogočila uresničevanje postavljenih ciljev (Lahovnik, 1998, str. 49).

Zavedati se je treba, da ima management ciljnega podjetja na voljo vrsto obrambnih mehanizmov, s katerimi se lahko zavaruje pred združitvijo. Takšni mehanizmi so na primer odprodaja najdonosnejših dejavnosti, strupene tabletko, povečanje zadolženosti ciljnega podjetja, odkupovanje lastnih delnic, sprememba statuta družbe in podobno. Cilj teh mehanizmov je predvsem zmanjšanje privlačnosti in ustreznosti ciljnega podjetja. Če v takšnih primerih pride do združitve, je možnost, da bi bila razvita strategija združitve uspešna, bistveno zmanjšana. Podjetje mora zato vložiti kar največji napor, da prepriča vse zainteresirane udeležence v ciljnem podjetju, o koristnosti združitve za vse udeležene strani, saj si na ta način bistveno poveča možnosti za doseg strateških ciljev (Lahovnik, 1998, str. 50).

5. POZDRUŽITVENE AKTIVNOSTI

Integracija ciljnega podjetja je zelo pomemben element strategije združitve. Da integracija ne bi negativno vplivala na uspešnost strategije združitve podjetij, morajo imeti vsi partnerji, ki sodelujejo v procesu, jasno definirane vloge in pričakovanja v novem podjetju. Vse sodelujoče stranke v procesu združitve podjetij morajo biti seznanjene s tistim delom plana priključitve, ki jih neposredno zadeva. Strategijo združitve morajo razumeti in jo tudi podpirati. Dobro je, če podjetji že v fazi pogajanj o združitvi čimbolj natančno opredelita vsa vprašanja integracije in odkrito izmenjata različne predloge in poglede ter najdeta ustrezne rešitve.

Z izdelavo načrta integracije, s katerim opredelimo ključna vprašanja glede poslovanja ciljnega podjetja po združitvi, lahko omejimo pojavljanje nekaterih kasnejših problemov pri uresničevanju strategije združitve.

Pri izdelavi načrta integracije je potrebno opraviti naslednje naloge (Rock, 1987, str. 11):

- Določiti managerje, ki bodo neposredno odgovorni za poslovanje ciljnega podjetja.
- Opredeliti programe, s katerimi bi motivirali ključne kadre ciljnega podjetja, da bi ostali v podjetju tudi združitvi.
- Identificirati področja, na katerih bi lahko prišlo do nasprotij med kadri podjetja prevzemnika in ciljnega podjetja.
- Opredeliti postopke za premostitev razlik v organizacijski kulturi med podjetjema.

Pozdružitvene aktivnosti so ključne pri ustvarjanju dodane vrednosti združitve dveh podjetij. Ustvarjanje dodane vrednosti je povezano s prenosom strateških sposobnosti med podjetji in lahko nastane na različne načine. Prvi način je združevanje operativnih virov in se kaže v skupni uporabi specifičnih prednosti podjetij (velike proizvodne zmogljivosti, uspešno prodajno osebje, skupna uporaba distribucijskih kanalov, uporaba priljubljenih blagovnih znamk in podobno). Drugi vir dodane vrednosti pomeni prenos funkcijskih spretnosti in znanja. Mednje sodijo oblikovanje in razvoj novih izdelkov, proizvodne tehnike, upravljanje s surovinami in polizdelki, kontrola kvalitete, marketing, prodajne tehnike itd. Združitev splošnih vodstvenih sposobnosti vključuje strateške usmeritve, močno vodstvo, vizijo, učinkovito razdeljevanje razpoložljivih virov, odnose s kupci in dobavitelji, stil vodenja in način motivacije zaposlenih. Medtem ko se prenos funkcijskih sposobnosti nanaša na posamezno funkcijo, se prenos vodstvenih sposobnosti nanaša na podjetje kot celoto. Do ustvarjanja dodane vrednosti lahko prihaja tudi zaradi velikosti, ki omogoča večjo tržno moč, dostop do virov financiranja, razpršitev tveganja in manjše stroške kapitala.

Pomembnost upoštevanja organizacijske kulture kot pomembnega dejavnika, ki prispeva k uspešni združitvi podjetij, sem omenila že v poglavju o planiranju združitve. Vendar pa se

podjetje neposredno sooči z vprašanjem in problemom organizacijske kulture šele po združitvi podjetij.

Mešanje dveh organizacijskih kultur označujemo s pojmom akulturacija. Po Thomsonu poznamo različne načine akulturacije, in sicer (Thomson, 1996, str. 27):

- Integracija, kjer ciljno podjetje ohrani svojo organizacijsko kulturo in deluje v simbiozi s podjetjem prevzemnikom.
- Asimilacija, kjer gre za prevlado kulturnih vzorcev dominantnega podjetja. Asimilacijo lahko razdelimo na dva učinka:
 - učinek talilnega lonca, kjer ciljno podjetje prostovoljno sprejme kulturo podjetja prevzemnika,
 - učinek pritiska, kjer je ciljno podjetje prisiljeno sprejeti kulturo podjetja prevzemnika.
- Pri zavračanju gre za načrtno ločitev obeh kultur. Posledice zavračanja so lahko:
 - umik in samodejna izločitev,
 - izločitev, kot posledica odločitve podjetja prevzemnika.
- Opustitev stare kulture in ne sprejemanje nove.

Potrebno je izbrati tisti način akulturacije, ki bo vodil do optimalnega izkoristka osrednjih sposobnosti obeh podjetij in omogočal ustrezno konkurenčno prednost združenega podjetja.

Pri večini združitve pride tudi do potreb po odpuščanju delavcev. Pri tem je potrebno zagotoviti pošten odnos do odvečnih zaposlenih, ki vključuje jasno argumentacijo, prerazporeditve, pomoč pri iskanju nove zaposlitve in primerno odpravnino. S tem podjetje tudi delavcem, ki ostanejo v podjetju, pokaže, da ima podjetje korekten odnos do vseh zaposlenih.

V negotovih razmerah imajo največ možnosti za odhod iz podjetja ravno najboljši, ključni kadri. Če ti zapustijo podjetje, je to za podjetje zelo slabo, poleg tega pa mora podjetje vložiti še dodaten napor v iskanje enakih strokovnjakov na isti ravni. Zato je vprašanje ostanka ključnih oseb v združenem podjetju potrebno identificirati že v fazi ocenjevanja ciljnega podjetja. Ustrezno komuniciranje in informiranje zaposlenih pred, med in po združitvi omogoča uspešnejšo izvedbo strategije združitve.

6. "ZAČIMBE" ZA USPEŠNE ZDRUŽITVE

Sam proces združitve je dolgotrajen, težaven in zahteva veliko skrbnega in natančnega dela. Kljub vsemu temu pa ne zagotavlja, da bo združitev na koncu tudi uspešna in bo prinesla zelene učinke. V tem poglavju predstavljam nekaj operativnih vodil, ki jih podjetje lahko uporablja v vseh fazah združitve, in zagotavljajo uspešnejšo izpeljavo strategije združitve.

6.1. INOVATIVNE STRATEGIJE

V javnosti največ pozornosti pritegnejo združitve velikih podjetij. Pri tem so analize vzrokov uspešnih združitev usmerjene predvsem v pogajalske sposobnosti pogajalcev in njihove taktike, v iznajdljive finančne strukture ter cene. Uspešne združitve drugih podjetij, ki so uspele s pomočjo bistvenih sprememb v operativnih praksah, pa ponavadi ostanejo v ozadju. Treba se je zavedati, da pri uspešnih združitvah ne gre za odkrivanje dragocenih draguljev, t.j. ciljnih podjetij, ampak za izboljšanje skupnih poslov in operacij.

Primer, ko glavni vir za ustvarjanje dodane vrednosti za združeno podjetje prihaja iz uspešnih strateških prijemov in ne iz ustrezne izbire panoge ali finančnih vzvodov, je združitev ameriških podjetij Desai Capital in Sunglass Hut. Kmalu po združitvi teh dveh podjetij so narasli prihodki za 37%, predvsem zaradi nove strategije. Spremenili so oblike in dizajn trgovin, prodajno osebje, ki prej ni bilo ustrezno izobraženo in je malo vedelo o sončnih očalih, so zamenjali z izkušenimi specialisti, uvedli so več novih linij proizvodov, spremenili pa so tudi politiko cen (Anslinger, Copeland, 1996, str. 59- 61).

6.2. POSTAVITEV PRAVIH MANAGERJEV

Pravi vodja in manager je za podjetje izjemno pomemben, saj naj bi po nekaterih raziskavah prispeval kar 65% k ustvarjanju vrednosti podjetja (Anslinger, Copeland, 1996, str. 61). V večini primerov združitve postane glavni manager podjetja manager, ki je to funkcijo opravljal že prej. Lahko pa se zgodi, da se podjetje zaradi različnih vzrokov odloči za zamenjavo vodje na vrhu podjetja. Takrat ima podjetje na razpolago dva vira iskanja potencialnih kandidatov. Večina uspešnih svetovnih podjetij se najprej osredotoči na iskanje kandidatov znotraj podjetja. Seveda mora biti takšen kandidat ustrezno izobražen in usposobljen, predvsem pa mora v vseh pogledih odstopati od vsakdanjega sivega povprečja. V skrajnem primeru se podjetje odloči za kandidata, ki prihaja izven podjetja. Takrat se podjetja odločijo za izrazitega posameznika iz katere izmed večjih korporacij, z dragocenimi izkušnjami. Tukaj je potrebno še poudariti, da v primeru nedoseganja finančnih in tudi drugih ciljev podjetja, se lastniki podjetja ne obotavljajo preveč glede zamenjave glavnega managerja podjetja. Raziskava Anslingerjeve in Copelanda je tudi pokazala, da je v primeru, če podjetje prevzamejo finančni skladi, več zamenjav managementa v združenih podjetjih, kot pa v primeru, če gre za korporacijske združitve. V 32% združitev so finančni skladi zamenjali

enega ali več članov vodilnih managerjev v obdobju treh let po združitvi, medtem ko so bile v primeru korporacijskih združitvev zamenjave izvedene le v 10% primerov (Anslinger, Copeland, 1996, str. 62).

6.3. VISOKE VZPODBUDE TOP MANAGERJEM

Najti in motivirati prave managerje je zelo težko in hkrati tudi pomembno za podjetje. Zato jim velikokrat ponudijo velike lastniške deleže (ponavadi od 10% do 20%), s katerimi lahko, če gre vse po planu, managerji v nekaj letih postanejo milijonarji. Takšne vzpodbude so še posebej primerne predvsem v primerih, ko gre zasnitev novih managerjev v podjetje, saj jih je nekako potrebno prepričati, da zapustijo sedanje udobne in manj tvegane položaje in službe. V nekaterih podjetjih so vodilni managerji celo obvezani kupiti zadostne deleže podjetja, predvsem z namenom dodatne motivacije in zmanjšanja verjetnosti njihovega neuspeha. Če si managerji ne morejo privoščiti takšnega nakupa, jim podjetje lahko ponudi določen popust ali pa posojilo.

Seveda pa lastniški deleži niso edina oblika vzpodbud vodilnim managerjem. Poleg raznih denarnih vzpodbud je pomembno tudi javno priznanje, podpora in možnost napredovanja v okviru velikih mednarodnih korporacij (Anslinger, Copeland, 1996, str. 64).

6.4. POVEZAVA NAGRADE MANAGERJEV S SPREMEMBO DENARNIH TOKOV

Podjetja lahko motivirajo vodilne managerje tudi z različnimi nagrajevanimi shemami, ki so vezane na spremembe denarnih tokov. Takšne spodbude imajo dva cilja. Prvi je, da gre za nekakšno priznanje za delo in trud managerja. Drugi pa je pomembnejši in predstavlja temelj komunikacije med managerjem in lastniki, kajti s tem bodo imeli managerji vedno v mislih denarni tok, tudi pri vsakodnevnih operativnih odločitvah (Anslinger, Copeland, 1996, str. 65).

6.5. HITROST SPREMEMB

Največ ukrepov za povečanje in ustvarjanje dodane vrednosti podjetja je napravljeno v prvih dveh letih po združitvah podjetij. Zato je potrebo nenehno zahtevati spremembe in inovacije in tako na nek način disciplinirati managerje in izostriti prioritete delničarjev. Ni nujno, da so to samo finančne spremembe, veliko več imajo managerji možnosti na operativnih področjih v podjetju. Tako lahko na primer spremenijo prodajne taktike, ponudijo nove spodbude prodajnim delavcem, uvedejo ustvarjalne kadrovske prakse in procese, spremenijo načine kontrole in podobno (Anslinger, Copeland, 1996, str. 66).

6.6. GOJENJE DINAMIČNIH ODNOSOV V PODJETJU

Uspešno združitevno podjetje mora gojiti ustrezne, profesionalne odnose med managerji, lastniki in delavci. V ta namen je bolje, da ima podjetje bolj sploščeno, decentralizirano organizacijsko strukturo, kjer je podjetje razdeljeno v profitne centre na čelu katerih je nek manager z visoko stopnjo avtoritete, kot pa da ima vsiljeno birokracijsko, centralizirano strukturo (Anslinger, Copeland, 1996, str. 67). Podobno je tudi z odločitvami. Strateške ter za podjetje pomembne odločitve ponavadi sprejme vodilni manager, medtem ko lahko managerji profitnih centrov sprejemajo operativne odločitve v okviru svojih pristojnosti, seveda če dosegajo finančno zastavljene cilje.

6.7. NAJEM NAJBOLJŠIH STROKOVNJAKOV ZA ZDRUŽITVE

Pri združitvah je najboljšo, da podjetje sestavi skupino ljudi, ki je zadolžena za ves proces združitve. Dobro je, če so člani takšne skupine čim bolj raznoliki in prihajajo iz in izven podjetja. Člani, ki prihajajo iz podjetja, naj imajo dobre analitične in operativne sposobnosti, predvsem pa morajo dobro poznati podjetje prevzemnika in njegovo delovanje. Obvezen član takšne skupine je tudi računovodja podjetja. Seveda pa takšna skupina brez zunanjih, neodvisnih strokovnjakov ne more uspešno opravljati svojega dela. Med takšne zunanje člane lahko uvrstimo strokovnjake iz investicijskih bank, pravnike in različne svetovalce. Večina takšnih članov ima že veliko izkušenj iz področja združitvev in prevzemov, imajo tudi dobro izobrazbo, saj je večina izmed njih šolana na priznanih izobraževalnih institucijah. Slaba stran teh članov je, da so zelo dragi, zato si jih mnoga manjša podjetja ne morejo privoščiti. Vendar glede na znanje, izkušnje in uspešno opravljeno delo njihova cena kmalu ne predstavlja ovire, za večja podjetja, pri njihovem najemu. Pri oblikovanju takšne skupine je potrebno opozoriti, da je potrebno upoštevati vse znana dognanja in izkušnje skupinskega in timskega dela.

7. SKLEP

Ena izmed mnogih kitajskih modrosti pravi: »Ne bojte se napredovati počasi, bojte se le tega, da bi se ustavili«. Ta citat še kako velja tudi za podjetja. Ko stopnja rasti podjetja stagnira ali celo začne upadati, je to lahko za podjetje pogubno, mogoče ne še takoj danes, na dolgi rok pa zanesljivo. Takšne situacije si ne želi nihče izmed vodilnih managerjev, še manj pa delničarji takšnega podjetja. Ko govorimo o združitvah, imamo v mislih predvsem rast podjetja in donosnejšo prihodnost.

Javnost pogosto vidi združitve podjetij kot nekakšno izkazovanje moči in pomembnosti na trgu. Resnica pa je velikokrat daleč od tega. Združitve podjetij so nuja v današnjem kapitalističnem in demokratičnem svetu. Globalno gospodarstvo hlepi po prevladi, znanju, inovacijah, nizkih cenah, čim manjših stroških, ki se jih seveda ne da dosegati brez izkoriščanja cenene delovne sile odraslih in otrok. Če hoče podjetje v takšnem svetu preživeti, mora rasti in se združevati z drugimi podjetji.

Proces združevanja pa še zdaleč ni enostaven. Podjetje, ki se odloči za takšno rast, čaka veliko dela in analiz. Podjetja še vse prevečkrat ne posvečajo dovolj pozornosti in časa združitvenemu procesu, posledica česar je velik odstotek neuspeh in propadlih združitvev. Podjetje prevzemnik mora najprej natančno analizirati samega sebe. Še pomembneje je, da identificira svoje ključne konkurenčne prednosti, področja, na katerih bo gradilo svoj uspeh. Le tako lahko potem v nadaljevanju išče ciljna podjetja, ki bi mu pomagala čim lažje prehoditi pot do cilja. Za podjetje je izjemno težko najti ciljno podjetje, ki bi bolj ali manj ustrezalo postavljenim kriterijem, vendar se na tako velikem globalnem trgu zagotovo najde kakšen potencialni kandidat. Najdba le-tega in združitvev z njim pa še ne predstavlja srečnega konca. Pozdružitvene aktivnosti in odločitve so ključnega pomena, saj določajo uspešnost in učinkovitost združenega podjetja.

Podjetja velikokrat valijo krivdo za neuspeh združitvev na neupoštevanje vloge organizacijske kulture v podjetju. Res je, da veliko združitvev propade zaradi ignorance in zanemarjanja pomembnosti organizacijske kulture. Drži pa tudi, da je organizacijska kultura pogosto grešni kozel, na katerega podjetja zvalijo krivdo za napake, ki jih povzročijo druga področja in deli v podjetju.

Danes je v svetu trend prevzemov in združitvev zelo popularen, zato je moč najti veliko literature povezane s to temo. Avtorji podajajo različne hipoteze, procese in zlata pravila združevanja. Podjetje mora samo presoditi in izbrati tisto pot, ki mu najbolj ustreza. Najbolje je, da se vede kot otrok in si postavi kar največ smiselnih in nesmiselnih vprašanj, saj še vedno velja, da vprašanja odpirajo marsikatera vrata, odgovori pa jih zapirajo.

8. LITERATURA

1. Anslinger L. Patricia, Copeland E. Thomas: Growth Through Acquisitions: A Fresh Look. Harvard Business Review, Boston, 1996, Januar- Februar, str. 55-77.
2. Berk Aleš et al: Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
3. Davidson M. Kenneth: Corporate America's billion-dollar takeovers. Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1985. 403 str.
4. Kay John: Foundations of Corporate Success: How business strategies add value. Oxford: Oxford University Press, 1993. 416 str.
5. Klug J. Robert: Valuing the Potential Acquisition. V knjigi The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions. New York: Wiley, 1989, str. 35-51.
6. Lahovnik Matej: Proučevanje strategije priključitve podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 89 str.
7. Markides C. Constantinos: To Diversify or Not to Diversify. Harvard Business Review, Boston, 1997, November- December, str. 79-97.
8. Mencin Mateja: Povezovanje podjetij s primerom združitve dveh podjetij iz pekarske dejavnosti. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. str. 105.
9. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
10. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov, SLO-ANG, ANG-SLO. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
11. Porter Michael: Competitive Strategy. New York: The Free Press, 1980. 369 str.
12. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 394 str.
13. Rappaport Alfred: Sock or Cash?: The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions. Harvard Business Review, Boston, 1999, November- December, str. 147-158.
14. Rappaport Alfred: Strategic analysis for more profitable acquisitions. Harvard Business Review, Boston, 1979, Julij- Avgust, str. 99-110.
15. Rock L. Milton: The Mergers and Acquisitions Handbook. New York: McGraw- Hill, 1987. 518 str.
16. Sudarsanam Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. London: Prentice-Hall International, 1995. 303 str.
17. Thomson J. Neil: Takeovers and Acculturation: Linkages from East German Privatisation to Workforce Integration. Journal for East European Management Studies, Chemnitz, 1996, 4, str. 68-96.
18. Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan: Mergers, Restructuring and Corporate Control. New Jersey: Prentice-Hall, 1990. 762 str.
19. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kako kupiti podjetje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 290 str.

9. VIRI

1. Ashta Arvind: Financial Strategy and Operations. ESC Dijon: Prosojnice predavanj, 2003.
2. Bickersteth Niall: Strategic Management. ESC Dijon: Prosojnice predavanj, 2003.
3. Figueroa Katya: Strategy Course. ESC Dijon: Prosojnice predavanj, 2003.
4. Truche Marcel: International Strategy. ESC Dijon: Prosojnice predavanj, 2003.
5. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) s komentarjem 2. knjiga: druga dopolnjena in spremenjena izdaja. Ljubljana: GV Založba, 2002. 306. do 597. člen.