

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
**DEJAVNIKI IN POSLEDICE PROSTOVOLJNEGA  
UMIKA PODJETIJ Z BORZE**

Ljubljana, oktober 2008

DARKO RUDOLF

## IZJAVA

Študent **DARKO RUDOLF** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. IGORJA LONČARKEGA**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

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

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

# KAZALO

UVOD .....	1
1 DEJAVNIKI IN POSLEDICE PROSTOVOLJNEGA UMIKA PODJETIJ Z BORZE .....	2
1.1 Opredelitev umikov .....	2
1.2 Kratka zgodovina umikov podjetij .....	3
1.2.1 ZDA.....	3
1.2.2 Velika Britanija .....	4
1.2.3 Celinska Evropa.....	5
1.3 Posledice umika podjetja .....	6
1.3.1 Vpliv na premoženje delničarjev.....	6
1.3.2 Preusmeritev spodbud, prosti denarni tokovi, davčni prihranki in transakcijski stroški	9
1.3.3 Razlastitev imetnikov obveznic - ekspropriacija .....	10
1.3.4 Hipoteza podcenjenosti .....	10
1.3.5 Konkurenca ponudnikov .....	11
1.4 Dejavniki in spodbude za umik podjetij .....	11
1.4.1 Administrativni stroški uvrstitve.....	12
1.4.2 Sarbanes-Oxley zakon.....	12
1.4.3 Davčni prihranki (ugodnosti) .....	13
1.4.4 Obramba pred prevzemom .....	13
1.4.5 Problem principal - agent.....	13
1.4.6 Vrednost delnice (asimetrija informacij).....	14
1.4.7 Razpoznavnost podjetja .....	15
1.4.8 Prosti denarni tokovi .....	15
1.4.9 Segmentacija trga.....	16
2 PRIMER UMIKA PODJETJA Z BORZE – NEW LOOK .....	16
2.1 Maloprodajni sektor v Veliki Britaniji med letom 1998 in 2004.....	16
2.2 Zgodovina modnega trgovca – New Look.....	17
2.3 Umik podjetja z borze v začetku leta 2004.....	18
2.4 Preoblikovan New Look.....	19
SKLEP.....	21

LITERATURA IN VIRI .....	23
--------------------------	----

## KAZALO SLIK IN TABEL

<i>Slika 1: Aktivnost umikov podjetij z borze v ZDA.....</i>	4
<i>Slika 2: Aktivnost umikov podjetij z borze v VB .....</i>	4
<i>Slika 3: Aktivnost umikov podjetij z borze v celinski Evropi.....</i>	5
<i>Tabela 1: Vsota povprečnih nenormalnih donosnosti v študijah dogodka »javno-v-nejavno« .....</i>	7
<i>Tabela 2: Izplačane premije nad tržno ceno za umik podjetja z borze .....</i>	8
<i>Tabela 3: Ključni finančni podatki (New Look) .....</i>	19
<i>Tabela 4: Podatki o finančnem vzvodu New Looka (leto 2004 in 2007) .....</i>	20
<i>Tabela 5: Deleži lastništva New Looka (leto 2004 in 2006) .....</i>	21

## UVOD

V diplomski nalogi bom skušal predstaviti pojem umika podjetja z borze in se poglobljeno seznaniti z okoliščinami in potekom umikov podjetij. Cilj diplomske naloge je ugotoviti in smiselno povezati razloge in vzroke za umik podjetij z borze. Opredeliti kdaj in zakaj pravzaprav pride do želje po umiku podjetja ter v kakšnih oblikah se te transakcije (javno-v-privatno) pojavljajo. Predstavil bo, umike podjetij z borze ter kdaj in zakaj se dogajajo. Prvi valovi umikov so se pojavili v ZDA, Veliki Britaniji ter celinski Evropi v drugi polovici 1990ih let. Osredotočil se bom na vzroke ter spodbude, ki sprožajo in spodbudijo umike podjetij z borze. Opisal bom tudi kratko zgodovino umikov in glavne razlike med umiki v ZDA, Veliki Britaniji in celinski Evropi. Delniške družbe naj bi imele nekatere prednosti pred privatnimi družbami. Družbe, ki so uvrščene na borzi imajo boljše možnosti izdaje novega kapitala na kapitalskih trgih, večjo transparentnost poslovanja, ločeni funkciji lastništva in upravljanja ter omogočajo ustanoviteljem (oz. lastnikom) in podjetnikom razpršitev premoženja. Tudi večja medijska izpostavljenost delniških družb ima lahko pozitivne učinke za javno podobo družbe ter njenega vodstva. Lahko pa pride tudi do negativnih posledic, kot so izplačevanje (pre)visokih nagrad managerjev in različni bonusi (luksuzni avtomobili, itd.) ter tudi nezakonito osebno okoriščenje (plačevanje zasebnih počitnic, itd.) na škodo delničarjev.

Odkup podjetja z zadolžitvijo je lahko ena od oblik, da se podjetje umakne z borze in zopet osredotoči na maksimiranje tržne vrednosti (v nekaterih primerih je vidno da managerji sprejemajo odločitve v svojo korist in ne v korist delničarjev). Odkupi podjetij oz. njihov razmah se je začel v ZDA in kasneje v Veliki Britaniji v 1980ih. Povodi in spodbude za te odkupe so bili davčne ugodnosti, izboljšanje učinkovitosti in vrednosti podjetja, zmanjševanje nepotrebnih stroškov in boljši pregled nad poslovanjem podjetja. Nenazadnje temelječ na mnogih primerih, ki sem jih zasledil, tudi odstranitev stroškov (fiksni) povezanih z uvrščenostjo na borzo. Poskušal bom zajeti nekatere trende za umik podjetij z borze in razčleniti obdobja, v katerih so si umiki sledili.

Diplomska naloga je razdeljena po poglavjih. Začel bom z umikom podjetij z borze, opredelitev teh in njihovo kratko zgodovino. Predstavil bom različne oblike umikov podjetij ter na kratko povzel razvoj umikov v ZDA, Veliki Britaniji in celinski Evropi. V nadaljevanju bom predstavil posledice umikov podjetij, nato pa se osredotočil na razloge in motive za umik podjetij z borze ter navedel najbolj pomembne dejavnike. Nazadnje sledi še sklep kjer bom smiselno povezal zaključne misli, ki sem jih pridobil med pisanjem diplomske naloge.

# 1 DEJAVNIKI IN POSLEDICE PROSTOVOLJNEGA UMIKA PODJETIJ Z BORZE

Umik podjetja z borze (angl. *delisting*) je izstop podjetja iz borze oz. javnega trgovanja in umik delnic zaradi različnih razlogov. Med pojem umika štejemo izbris zaradi neizpolnjevanja kriterijev borze, stečaja ali pa t.i. *going-private*, kar pomeni, da se podjetje prestrukturira v nejavno lastništvo. Pri prestrukturiranju v privatno lastništvo poznamo štiri najbolj pogoste oblike *Leveraged Buyout* (v nadaljevanju LBO), *Management Buyout* (v nadaljevanju MBO), *Management Buyin* (v nadaljevanju MBI) ter *Institutional Buyout* (v nadaljevanju IBO). V nadaljevanju bom z besedo umik označeval umik podjetij z borze in občasno uporabljal kratice kot so LBO, MBO, MBI ter IBO, ki so uveljavljene tudi v ne-angleški literaturi. To so glavne oblike umikov, kjer se odkupi podjetje in izplača delničarje. Zelo pogosta oblika pa je tudi »*odhod v temo*« (angl. *going dark*), kjer se podjetje umakne z borze, vendar se ne preneha trgovanje z delnicami (podjetje se **ne preoblikuje v nejavno lastništvo**) in poteka naprej preko okenc oz. s prosto prodajo (angl. *OTC – over the counter*). Glavna razlika z ostalimi umiki je, da je pri »*odhodu v temo*« veliko škode za zunanje delničarje, ki jim ostanejo potencialno nelikvidne delnice. Taka podjetja, ki se samo umaknejo z borze, vendar ostanejo delniške družbe, navadno ne poročajo o finančnem stanju podjetja in o ostalih pomembnih informacijah za delničarje.

## 1.1 Opredelitev umikov

O umiku govorimo takrat, ko je že uvrščeno podjetje prevzeto in posledično umaknjeno iz borze, drugače imenovano tudi »**nejavni-odhod**« (angl. *going-private*) ali »**javno-v-privatno**« (angl. *public-to-private*) transakcija. Evropsko Združenje za Privatni in Tvegani Kapital (angl. *EVCA*) opredeljuje »javno-v-privatno« transakcijo kot »transakcijo, ki vključuje ponudbo, za celoten lastniški delež uvrščene ciljne družbe, nove družbe - Nova – in sledečo ponovno registracijo družbe kot privatne. »Nova« ponavadi zajema člane managementa ciljne družbe in lastnike privatnega kapitala. Dodatno financiranje za transakcijo je večinoma priskrbljeno z ostalimi viri dolga. Večina teh transakcij so odkupi financirani z zadolžitvijo, od tod tudi ime odkup z zadolžitvijo. Managerski odkupi podjetij so najpogostejše oblike umikov podjetij. V takšnih primerih pogosto lasten management prevzame podjetje, ki so pogosto podprti s strani investitorjev privatnega kapitala.

V primerih, ko zunanji management kupi delniško družbo in jo preoblikuje v privatno, imenujemo to transakcijo MBI. Vendar pa dejstvo, da pri MBlih zunanji management nima enake ravni informacij kot notranji management (pri MBO), naredi MBI za popolnoma drugačno obliko nakupa. Pri MBlih zunanji management pogosto izbere podjetje, ki ne želi ali pa ne more uresničiti polnega potenciala vrednosti podjetja. Zato so MBI mnogokrat sovražni nakupi. Naslednja oblika umika podjetja, kjer je lastnik institucionalni vlagatelj ali pa podjetje s privatnim kapitalom, se nakup imenuje IBO (kar pomeni institucionalni odkup). Pri nekaterih

IBOih je management izbranega podjetja (in njegovo vodenje v prihodnosti) ključ do uspeha, pri drugih pa se management zamenja. Za najbolj značilen IBO, kjer management prevzetega podjetja ostane, je v navadi, da se uspešno vodstvo nagradi z lastniškim deležem v novo preoblikovanem podjetju (Renneboog in Simons, 2005). LBO pa je odkup v primeru, ko management odkupi podjetje s pomočjo finančnega vzvoda.

V navadi je tudi, da vlagatelji privatnega kapitala, ki so sodelovali v umiku podjetja, želijo po določenem času izstopiti iz lastništva. V takšnih primerih se izvede sekundarna začetna javna ponudba delnic - **SIPO** (*Secondary Initial Public Offering*) – in podjetje se ponovno uvrsti na borzo. Podjetja, ki ponovno pridobijo status delniški družbe se imenujejo tudi obratni LBOi (Renneboog & Simons, 2005).

## 1.2 Kratka zgodovina umikov podjetij

### 1.2.1 ZDA

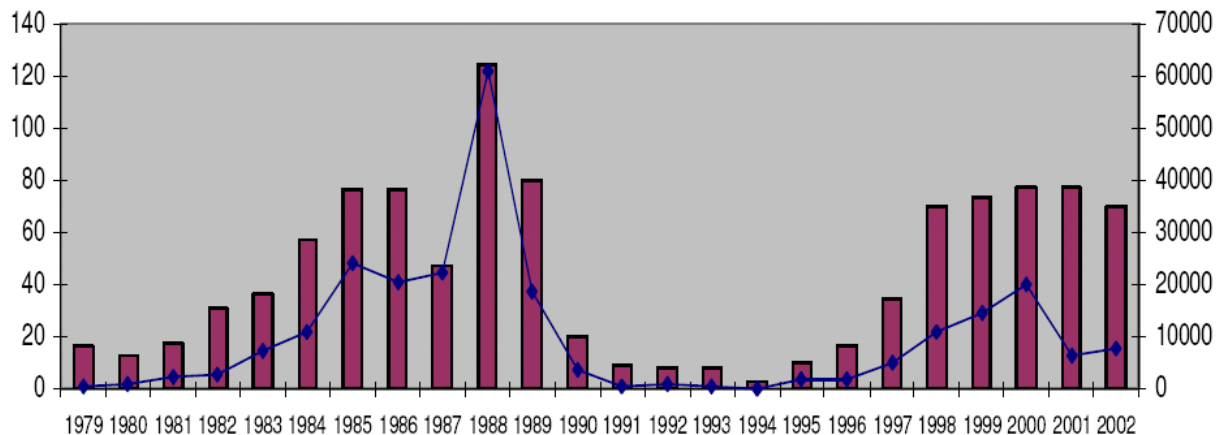
V 1980ih je v ZDA (Združene države Amerike) bilo mogoče zaslediti veliko število (sovražnih) prevzemov podjetij in prestrukturiranja v privatna podjetja. Mitchell in Mulherin (1996) trdita, da je bilo 57% podjetij, ki so kotirala na ameriških borzah, prevzetih ali pa prestrukturiranih med letoma 1982 in 1989. Val združitvev in prevzemov je tako tudi za sabo sprožil veliko LBOev in MBOev. Odkupi s pomočjo finančnih vzvodov naj bi tudi pomagali pri dekonglomeraciji velikih korporacijskih družb, ki so bile ustvarjene v 1960ih in 70ih. Velik val managarskih odkupov in odkupov s pomočjo finančnega vzvoda je bilo proti koncu 80ih zaznamovanih s stečaji in je sprožil velik upor javnosti in politike. Temu je sledila protiprevzemna zakonodaja in politični pritisk proti visokim finančni vzvodom, zlom kreditov in kriza na visoko donosnem trgu obveznic, kar je zaustavilo val umikov podjetij oz. preoblikovanja v privatna podjetja.

Šele po letu 1997 se je zopet začel večji val umikov podjetij v vrednosti 65 milijard dolarjev. Razlog za to pa so bili močni negativni učinki za mala podjetja, s katerih delnicami se je malo trgovalo in jim je grozila likvidacija z NASDAQa (angl. *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*). Za tem pa je sledilo še sprejetje Sarbanes-Oxley zakona, ki je še dodatno podražil stroške kotiranja na borzi (Renneboog in Simons, 2005). Nastala okoliščina je spodbudila mala podjetja, da se umaknejo z borze.

Na Sliki 1 (str. 4) je prikazana aktivnost umikov podjetij z borze med letoma 1979 in 2002. Na levi osi je določeno število umikov podjetij, na desni osi pa je navedena vrednost v milijonih USD. Stolpci označujejo število umikov, krivulja predstavlja funkcijo vrednosti umikov. Na sliki je opazen porast umikov v začetku 80ih z vrhuncem leta 1988, ko je bilo število umikov večje od 120, vrednost umikov pa je presegla 60 milijard USD. V ZDA je po osipumu umikov sledil nov val,

ki je prišel do izraza leta 1998, ko je bilo več kot 60 umikov. Vrednost teh pa je skupaj znašala nekaj več kot 30 milijard USD.

Slika 1: Aktivnost umikov podjetij z borze v ZDA

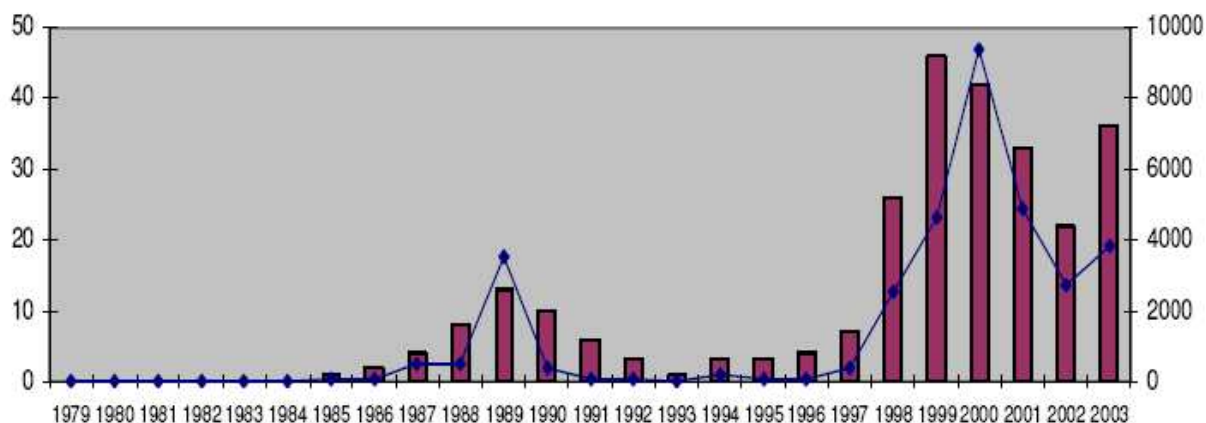


Vir: Remeboog in Simons, *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, 2005, str. 37.

### 1.2.2 Velika Britanija

V Veliki Britaniji se je začel val umikov podjetij leta 1989, kar je prineslo tudi mnogo polemike, saj je bila večina teh umikov sovražnih managerskih odkupov (MBI). To je pripomoglo prevzemnega zakona, ki je prinesel nova pravila in postopke pri umiku podjetij. To je dodobra zaustavilo umike do leta 1997, ko se je začel nov val. 211 umikov podjetij je bilo zabeleženo v obdobju med letoma 1997-2003 s skupno vrednostjo 30 milijard GBP.

Slika 2: Aktivnost umikov podjetij z borze v VB



Vir: Remeboog in Simons, *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, 2005, str. 38.

Na Sliki 2 je prikazana aktivnost umikov podjetij z borze v VB med letoma 1979 in 2003. Na levi osi je določeno število umikov podjetij, na desni osi pa je navedena vrednost v milijonih GBP. Stolpci označujejo število umikov, krivulja predstavlja funkcijo vrednosti umikov. Kot je



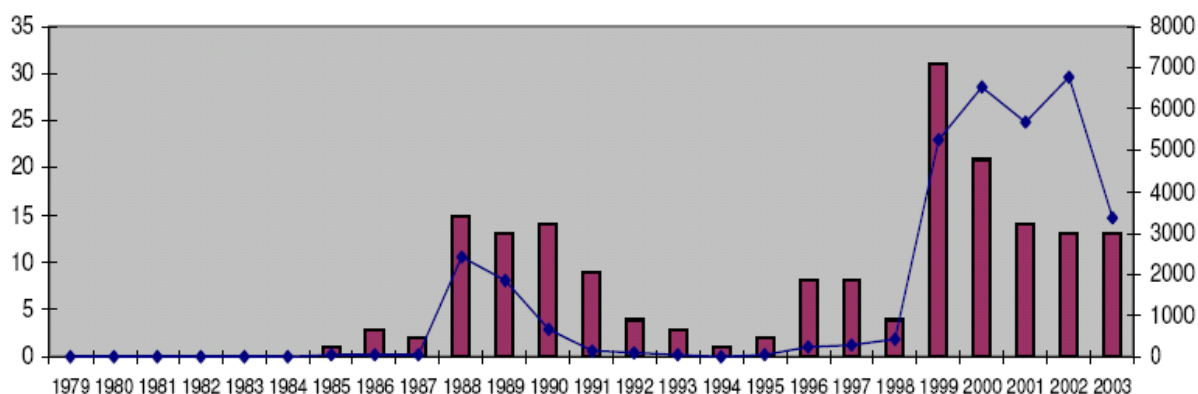
razvidno iz slike je prišlo do umikov podjetij v VB z zakasnitvijo v primerjavi z ZDA. Val umikov se je začel proti koncu 80ih z vrhuncem doseženim leta 1989, ki je obsegal nekaj več kot 10 umikov in znašal malo manj kot 4 milijarde GBP. Nato je aktivnost mirovala vse do leta 1998, ko se je začel nov val umikov, in dosegla vrhunec v znesku vrednosti umikov leta 2000, ki je znašal nekaj manj kot 10 milijard GBP (število umikov je bilo več kot 40).

Po 1997em se je ponovno začel val umikov, posebno malih podjetij. Dejstvo je, da je eden izmed glavnih razlogov bilo nezanimanje institucionalnih vlagateljev za mala podjetja. To je podjetjem oteževalo pridobivanje novih sredstev za širitev in prevzeme (z izdajo novih delnic). Leta 2000 je bil izveden največji umik z IBOem, podjetja MEPC Plc., ki je bil vreden 3,5 milijarde GBP. Po tej kupčiji se je trg umiril. Do danes pa je povprečno število 30 umikov na letni ravni (Renneboog in Simons, 2005).

### 1.2.3 Celinska Evropa

Umiki podjetij so se v celinski Evropi razvijali pozneje kot v ZDA in VB. Med letoma 1997 in 2003 so znašali odkupi podjetij s finančnimi vzvodi 28 milijard EUR. V primerjavi z ZDA in VB se je v Evropi začel val umikov v poznih 90ih in se razvijal v prvih letih 21. stoletja.

Slika 3: Aktivnost umikov podjetij z borze v celinski Evropi



Vir: Renneboog in Simons, *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, 2005, str. 39.

Na Sliki 3 je prikazana aktivnost med letoma 1979 in 2003. Na levi osi vidimo število umikov na desni pa je navedena vrednost milijonih EUR. Stolpci predstavljajo število umikov, krivulja predstavlja funkcijo vrednosti umikov.

Po poročilu Centra za Raziskovanje Managerskih Odkupov (CMBOR - angl. Center for Management Buyout Research, 2002) naj bi bilo le nekaj zasebnih investicijskih hiš pripravljenih podpreti tvegane odkupe. Kar kaže razliko med Veliko Britanijo in celinsko Evropo, kjer tudi davčna politika in zakonodaja ni tako naklonjena preoblikovanjem družb v zasebno lastništvo kot v Veliki Britaniji. Tudi kultura ima vpliv, italijanska in švicarska podjetja

naj bi bila zelo ponosna na uvrstitev podjetja na borzi, medtem ko se nemška podjetja ne obremenjujejo z uvrstitvijo (CMBOR, 2002).

### 1.3 Posledice umika podjetja

Spodbude za umik podjetja so koristi predvsem v povečanju vrednosti, kot se je izkazalo v primeru podjetja New Look iz VB. Podjetje je z umikom pridobilo pomembne strateške partnerje, ki so podpirali njihove velike investicije in širitev na mednarodni trg s pomočjo zagotavljanja svežega kapitala in sooblikovanja finančne strukture podjetja. Vsi ukrepi so kot bo vidno v nadaljevanju izjemno povečali vrednost podjetja. V drugih primerih so podjetja z umikom pridobila boljši nadzor in posledično preusmerila proste denarne tokove iz nepotrebnih investiranja v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo (angl. *NPV-net present value*) v izplačevanje dobička. To je predvsem očitno pri podjetjih, ki imajo visoko ustvarjanje denarja (npr. naftna industrija). Poskušal bom navesti prejemnike koristi pri umikih podjetij z borze.

#### 1.3.1 Vpliv na premoženje delničarjev

Nenormalne donosnosti so bili raziskovani z namenom, da bi se izmerilo informacijski učinek dogodka na tržno vrednost podjetja. Tabela predstavlja študijo dogodkov pri umikih podjetij. Načelno obdobje so bila 80a leta in skoraj vsi vzorci pokrivajo ZDA. Tipična nenormalna donosnost pri najavi MBOa ali LBOa naj bi znašala 20%, z večino odkupnih informacij vključenih v ceno delnice en dan pred do en dan po dogodku (Renneboog in Simons, 2005, str. 18).

V Tabeli 1 (str. 7) je razvidna večina študij in izračuni teh za **vsoto povprečne nenormalne donosnosti** (angl. **CAAR**, *Cumulative average abnormal return*), ki se obračuna z razliko v ceni delnice pred oznanitvijo umika in zadnje trgovalne cene. Različne študije uporabljajo različne dolžine obdobj.

Tabela 1: Vsota povprečnih nenormalnih donosnosti v študijah dogodka »javno-v-nejavno«

Študija	Obdobje/ Država vzorca	Oblika umika podjetja	Okno dogodka	Število opazovanih umikov	CAAR
DeAngelo, DeAngelo in Rice (1984)	1973-80	Vse	-1,0 dni	72	22,27%
	ZDA		-10,10 dni	72	28,05%
Torabzadeh in Betin (1987)	1982-85	Vse	-1,0 meseca	48	18,64%
	ZDA		-1,1 meseca	48	20,57%
Lehn in Paulsen (1989)	1980-87	Vse	-1,1 dni	244	16,30%
	ZDA		-10,10 dni	244	19,90%
Amihud (1989)	1983-86	MBO	-20,0 dni	15	19,60%
	ZDA				
Kaplan (1989)	1980-85	MBO	-40,60 dni	76	26,00%
	ZDA				
Marais, Schipper in Smith (1989)	1974-85	Vse	0,1 dni	80	13,00%
	ZDA		-69,1 dni	80	22,00%
Slovin, Sushka in Bendeck (1991)	1980-88	Vse	-1,0 dni	128	17,35%
	ZDA		-15,15 dni	128	24,86%
Lee (1992)	1973-89	MBO	-1,0 dni	114	14,90%
	ZDA		-69,0 dni	114	22,40%
Frankfurter in Gunay (1992)	1979-84	MBO	-50,50 dni	110	27,32%
	ZDA		-1,0 dni	110	17,24%
Travlos in Cornett (1993)	1975-83	Vse	-1,0 dni	56	16,20%
	ZDA		-10,10 dni	56	19,24%
Lee, Rosenstein, Rangan in Davidson (1992)	1983-89	MBO	-1,0 dni	50	17,84%
	ZDA		-5,0 dni	50	20,96%
Van de Gucht in Moore (1998)	1980-92	Vse	-1,1 dni	187	15,60%
	ZDA		-10,10 dni	187	20,20%
Goh, Gombola, Liu in Chou (2002)	1980-96	Vse	-20,1 dni	323	21,31%
	ZDA		0,1 dni	323	12,68%
Renneboog, Simons in Wright (2004)	1997-03	Vse	-1,0 dni	177	22,68%
	VB		-5,5 dni	177	25,53%
			-40,40 dni	177	29,28%
Andres, Betzer, Weir (2007)	1996-2002	Vse	0 dni	115	11,94%
	Evropa (z VB)		-30,30 dni	115	24,20%

Vir: Renneboog in Simons, *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, 2005, str. 46.

Alternativna metodologija za izračunanje vplivov na premoženje prikaže realne izplačane premije pri odkupih podjetij. Namesto primerjave realiziranih donosnosti z ocenjenimi donosnostmi branže, se s pomočjo te metodo meri premijo kot razliko med vrednostjo podjetja na koncu in na začetku transakcije. V primeru LBOjev in MBOjev je to razlika med zadnjo trgovalno ceno pred umikom podjetja in pred-oznanitveno ceno podjetja. To pomeni, da so premije merjene med

celotnim obdobjem umika podjetja. Kot prikazuje Tabela 2 so povprečne premije okoli 45% (Renneboog in Simons, 2005).

*Tabela 2: Izplačane premije nad tržno ceno za umik podjetja z borze*

<b>Študija</b>	<b>Obdobje/ Država vzorca</b>	<b>Oblika umika podjetja</b>	<b>Okno pričakovanja</b>	<b>Število opazovanih umikov</b>	<b>Povprečna ponujena premija</b>
DeAngelo, DeAngelo in Rice (1984)	1973-80 ZDA	Vse	40 dni	72	56,3%
Lowenstein (1985)	1979-84 ZDA	MBO	30 dni	28	56,0%
Lehn in Poulsen (1989)	1980-87 ZDA	Vse	20 dni	257	36,1%
Amihud (1989)	1983-86 ZDA	MBO	20 dni	15	42,9%
Kaplan (1989)	1980-85 ZDA	MBO	2 meseca	76	42,3%
Asquith in Wizman (1990)	1980-88 ZDA	Vse	1 dan	47	37,9%
Harlow in Howe (1993)	1980-89 ZDA	Vse	20 dni	121	44,9%
Travlos in Cornett (1993)	1975-83 ZDA	Vse	1 mesec	56	41,9%
Easterwood, Singer, Seth in Lang (1994)	1978-88 ZDA	MBO	20 dni	184	32,9%
Weir, Laing in Wright (2003)	1998-2000 VB	Vse	1 mesec	95	44,9%
Renneboog, Simons in Wright (2004)	1997-2003 VB	Vse	20 dni	177	41,00%

*Vir: Renneboog in Simons, Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBLs and IBOs, 2005, str. 47.*

V Tabeli 1 (str. 7) je razvidna večina študij med letom 1973 vse do 2003 v območju ZDA ali Velike Britanije od različnih avtorjev. Razlikujejo se glede na vrsto umikov (managerski odkupi ali vse vrste, ki jih proučujejo v študiji) in po dolžini obdobja merjenim pred oznanitvijo umika. Nato sledi število vzorca opazovanih umikov. Nazadnje pa odstotek ponujenih premij.

Pri teh dveh metodah pride do razlik (deviacija je skoraj 25 odstotna), ki si jih lahko razlagamo z dejstvom, da so pri študiji dogodkov upoštevani popravki za ocenjene donosnosti, pri študiji z povprečnimi izplačanimi donosnostmi pa ne.

DeAngelo et al. (1984) navajajo, da je ta razlika možna zaradi verjetnosti, da ponudba za odkup podjetja sploh ne uspe, kar je pri študiji dogodka vračunano ne pa tudi pri računanju premij. Dokazali so, da je možnost umika ponudbe resnična z oceno dvodnevne 8% nenormalne izgube (pomembna na 1% ravni). To neskladje posledično zmanjšuje možnosti za medsebojno primerjavo.

### **1.3.2 Preusmeritev spodbud, prosti denarni tokovi, davčni prihranki in transakcijski stroški**

DeAngelo, et al. (1984) poročajo, da je vsota povprečne nenormalne donosnosti (CAAR) v bližini časa naznanitve umika podjetja, odvisna od velikosti deleža, ki ga ima management v lasti pred umikom. V umikih kjer ima management pred oznanitvijo umika v lasti najmanj 50% delež, so donosnosti 20% večji kot pri umikih, kjer ima management manjši delež. Nenormalne donosnosti v času objave umika podjetja so odvisni tudi od kasnejših deležev managementa, po opravljeni transakciji. Tržna reakcija na MBO je večja, ko management postane edini lastnik v primerjavi z lastniškim deležem, kjer so vključeni tudi drugi lastniki. Vendar pa pri takih odkupih, kjer je edini lastnik management so izplačane premije manjše.

Lehn in Poulsen (1989) sta z analizami podjetij v različnih časovnih obdobjih beležila premije na niz razlagalnih spremenljivk, ki služijo za razlago prostih denarnih tokov, potencialne rasti, velikosti in možne davčne prihranke. Prišla sta do ugotovitev, da so premije odvisne od obsega prostih denarnih tokov. Pri deljenju vzorca osnovanega na managerskem lastništvu, se izkažejo prosti denarni tokovi nepomembni za višje kot medianske deleže. To je skladno s teorijo prostih denarnih tokov, ker so stroški agenta višji v podjetjih z manjšimi lastniškimi deleži managerjev. Davčni prihranki nimajo večjega pomena pri premijah. Kieschnick (1998) je ponovno raziskoval enak vzorec le, da je ponovno opredelil spremenljivke in prišel do nasprotnega zaključka. Njegove ugotovitve ovržejo teorijo prostih denarnih tokov in pritrjujejo pozitivnem vplivu potencialnih davčnih prihrankov in velikost podjetja na donosnost v LBOih.

Travlos in Cornett (1993) sta skupaj preverila hipoteze o obdavčenju, prenosih premoženja delničarjev in asimetričnih informacijah in stroške povezane s problemom agenta. Bila sta tudi prva, ki sta preverila hipotezo prihrankov transakcijskih stroškov z uporabo letnih stroškov uvrstitve podjetja na borzi glede na newyorški borzi – NYSE (angl. *New York Stock Exchange*) in AMEX, vendar prišla do zaključka, da ne drži. To velja seveda za obdobje, katerega sta preučevala. V novejši literaturi pa je obveljalo drugačno prepričanje, saj je po obdobju sprejetja Sarbanes-Oxley (2005) zakona, veliko podjetij, predvsem manjših, to navajalo kot glavni razlog

za umik. Avtorja pa sta enako kot DeAngelo et al. prišla do zaključka, da je reakcija cene delnice na oznanitev managerskega odkupa (MBO) veliko višja kot pri odkupih zunanjih strank (MBI in IBOi).

Količina notranjih likvidacij naložb se kaže kot izredno pozitivna postavka nenormalnih donosnosti. To pa potrjuje, da hipoteza usmeritev spodbud ne velja za pred transakcijska podjetja z velikim deležem managerskega lastništva (Frankfurter in Gunay, 1992). Slednje so potrdili tudi Halpern et al. (1999). Z analizo odkupnih premij so odkrili, da za podjetja, kjer imajo managerji že velik delež lastništva, združitve lastniške in kontrolne funkcije ni glavni motiv.

Z ozirom na davčne prihranke, Kaplan (1989) trdi, da so davčne ugodnosti pomemben vir premoženjskih donosnosti pri umikih podjetij. Njegov model je pokazal, da je 76% od celotnega davčnega šteta izplačano kot premija vlagateljem, ki izstopijo iz podjetja. To potrjuje njegovo tezo, da si vlagatelji, ki so prisotni pred umikom, prilastijo predvidljive davčne ugodnosti.

### **1.3.3 Razlastitev imetnikov obveznic - ekspropriacija**

Hipoteza prerazporeditve premoženja poteka na korelaciji razmerja dolga v času pred umikom in nenormalnimi donosnostmi. Warga in Welch (1993) sta s svojo študijo prišla do zaključka, da s povečanjem 1 USD tržne vrednosti kapitala podjetja se celotna vrednost dolga zmanjša za 5 centov (USD). Do podobnih ugotovitev sta prišla tudi Asquith in Wizman (1990), in to da prerazporeditev bogastva imetnikov obveznic delničarjem obstaja vendar je zanemarljiva. Njun izračun nenormalnih izgub za imetnike obveznic je nanese na 3,2 odstotno donosnost, ki so jo prejeli delničarji. Hipoteza torej drži, vendar ekspropriacija imetnikov obveznic ne more biti glavni vir premoženjskih donosnosti delničarjem.

### **1.3.4 Hipoteza podcenjenosti**

Premije, ki jih določijo zunanje stranke (MBI, IBO), so v povprečju 11% višje, kot premije obstoječega managementa z ozirom, da povprečna premija pri managerskih odkupih znaša 39%. Korelacija premij z različnimi merili insiderskega trgovanja je pomembna samo za MBO skupino umikov. Kar nakazuje na to, da kupovanje delnic s strani insiderjev sporoča dobre signale trgu in to daje veljavo hipotezi podcenjenosti (Harlow in Howe, 1993). S tem se strinjata tudi Kaestner in Liu (1996), nenormalno kupovanje delnic v obdobju pred oznanitvijo managerskega odkupa ne spodbujeno z prostimi denarnimi tokovi in preteklimi davčnimi obvezami, temveč z vednostjo o realni vrednosti podjetja, ki ni dostopna ostalim zunanjim strankam.

Goh, Gombola, Liu in Chou (2002) so raziskovali revizije analitikov za napovedi dobičkov v primeru umikov podjetij. Ugotovili so pomemben porast napovedi dobičkov za institucijske nakupe (IBO), vseeno pa je ta pojav mnog manj izrazit pri managerskih odkupih (MBO). Prišli so

tudi do ugotovitev, da ni pomembnih dejstev, ki bi podpirala hipotezo prostih denarnih tokov in potrdili izjemno pozitiven vpliv informacijske vrednosti revizij analitikov za napovedi dobičkov. Umik podjetja povzroči višje napovedi analitikov za dobičke tekmecev, zato avtorji pripisujejo objavam umika ugodne informacije glede na prihodnje dobičke.

### 1.3.5 Konkurenca ponudnikov

Pojav večih ponudnikov pri odkupih podjetij je povečalo premije izplačane delničarjem, ki so imeli v lasti delež podjetja še pred umikom. Izplačane premije pri managerskih odkupih, ki so imele 3 ali več ponudnikov, so bile v povprečju 19 odstotkov višje kot premije v primeru le enega ponudnika (Lowenstein, 1985). Tudi Amihud (1989) je potrdil te ugotovitve. Devet od petnajstih največjih odkupov s finančnim vzvodom (LBO) v obdobju od leta 1983 do 1986 je imelo konkurenčne ponudbe z zaključnimi izplačanimi premijami 52,2%, v primerih brez konkurenčne ponudbe pa so premije znašale 30,7%. Tudi Easterwood, Singer, Seth in Lang (1994) ugotavljajo, da so premije s konkurenčnimi ponudbami za približno 17 odstotkov višje. Izpostavijo tudi večje konflikte ponudb pri bolj neodvisnih upravnih odborih.

## 1.4 Dejavniki in spodbude za umik podjetij

Pri raziskovanju sem zasledil več dejavnikov, ki pospešijo in motivirajo umike podjetij. Torej, kdaj in zakaj se podjetje sploh odloči, da bo umaknilo svoje delnice iz borze ter se preoblikovalo v privatno podjetje. Prvi in po mojem mnenju najbolj izstopajoč dejavnik je **strošek uvrstitve** podjetja na borzi (*listing*). Nato so še različni razlogi kot prihranek z **davčnimi olajšavami** in ugodnostmi, **obramba pred sovražnim prevzemom**, **podcenjena vrednost uvrščenega podjetja** ter **zmanjšanje stroškov podjetja** (problem agenta, prosti denarni tokovi, zmanjšanje izplačevanja nagrad in povečanje nadzora) (Renneboog in Simons, 2005). V praktičnem primeru v nadaljevanju bomo tudi videli, da je spodbuda lahko velika investicija podjetja v rast in prenovno poslovanje, ki potrebuje močno podporo lastnikov.

V ZDA, kjer se zakonodaja nekoliko razlikuje, se podjetje lahko deregistrira z borze, če ima manj kot 300 evidentiranih delničarjev ali pa manj kot 500 evidentiranih delničarjev in manj kot 10 milijonov USD sredstev vsako leto v obdobju treh let (Leuz, Triantis in Wang, 2008). Veliko podjetij, ki ustreza tem merilom, imajo tisoče delničarjev s pravico do dobička in glasovanja, ki pa niso evidentirani in jim delnice drži neka finančna ustanova. Tako je za vsemi temi delnicami evidentirana le neka finančna ustanova in šteje kot en delničar. Mnogo investorjev je opozarjalo, da je to pravilo škodljivo za delničarje, saj podjetja enostavno lahko prikrivajo finančne podatke (Leuz et al., 2008). Julija 2008 je zaradi tega bila tudi poslana peticija na SEC (angl. Securities and Exchange Commission, ki je nadzorni organ za trgovanje z vrednostnimi papirji v ZDA, primerljiv s slovensko ATVP) v imenu predlogov institucionalnih delničarjev za spremembo

definicije evidentiranega delničarja z namenom, da se prepreči izrabljanje kapitalskih trgov s strani nemoralnih izdajateljev (Nelson, 2003).

#### **1.4.1 Administrativni stroški uvrstitve**

Stroški uvrstitve na borzi so največji problem malim delniškim družbam, ki nimajo toliko finančnih sredstev kot velike delniške družbe. Tako je tudi težko doseči raven, ko se malim družbam še splača ostati na borzi. Pogosto so delnice takšnih manjših delniških družb podcenjene in nelikvidne zaradi nezanimanja borze predvsem pa so take družbe nezanimive za velike vlagatelje. Ponekod naj bi stroški uvrstitve na borzo znašali tudi do 1 milijona funtov na leto (po besedah predsednika družbe Wainhomes v Veliki Britaniji) v povprečju pa ta številka znaša 400 tisoč funtov letno v Veliki Britaniji (Renneboog in Simons, 2005). Stroški uvrstitve obsegajo plačila borznim posrednikom, odvetnikom, bankirjem, stroške trgovanja, plačilo revizorjem, itd.

V izjavah za javnost, managerji navadno navajajo visoke stroške poročanja SECu kot glavni motiv za umik podjetja »v temo« (angl. *going dark*). Leuz et al. (2008) ugotavljajo, da se bodo manjša podjetja z relativno slabimi rezultati poslovanja in majhno rastjo, za katera so stroški poročanja bremenilni, bolj verjetno umaknila z borze.

#### **1.4.2 Sarbanes-Oxley zakon**

V veliko znanstvenih člankih sem tudi zasledil omembo Sarbanes-Oxley zakona in najboljše prakse, ki so ga sprejeli v ZDA. Ta zakon naj bi izredno podražil administrativne stroške uvrstitve na borzi (plačila revizorjem in bolj strogo poročanje o poslovanju), kar je spodbudilo veliko mednarodnih podjetij, da so se umaknili iz ZDA in se uvrstili na drugih borzah kot na primer v Londonu. Predvsem, naj bi imelo sprejetje tega zakona velik vpliv na manjša podjetja, da so se odločila za umik z borze. Pri tem je potrebno razlikovati, da so ta podjetja še vedno obdržala delnice s katerimi se je trgovalo na drobno oz. v prosti prodaji (OTC – *over the counter*) (Thomsen & Vinten, 2007).

Sprejem Sarbanes-Oxley zakona je uvedel veliko posrednih in neposrednih stroškov javnim delniškim družbam. Posredni stroški se večinoma navezujejo na povečano odgovornost managementa in nadzornikov v ustvarjanju in preverjanju javno dostopnih informacij. Neposredni stroški pa se navezujejo na veliko strožja merila za revizorje in vpliv na plačilo ter stroške, ki jih plača podjetje revizorjem, po sprejetju Sarbanes-Oxley zakona. Ena od sprememb je, da morajo revizorji preverjati, če so podjetja uporabila primeren notranji nadzor za zagotavljanje natančnih finančnih poročil in skladnost z uredbami.



Kot novost revizorji ne smejo nuditi kot dodatno storitev svetovanje svojim strankam ali kakšno drugo storitev. Revizorji so mnenja, da se jim bodo honorarji povišali za 25 do 35 odstotkov v obdobju po sprejetju Sarbanes-Oxley zakona. 59% investitorjev verjame, da jim bo Sarbanes-Oxley zakon pomagal zaščititi naložbe, kot dodatno pa se je 57% izreklo, da bi malo verjetno vložilo v neko podjetje, ki ni v skladu z Sarbanes-Oxley zakonom (Marosi in Massoud, 2004).

#### **1.4.3 Davčni prihranki (ugodnosti)**

Davčni ščit in olajšave lahko doprinesejo veliko finančnih sredstev podjetjem, ki se umaknejo z borze. Seveda je to tudi odvisno od davčne politike v državi in realna davčna stopnja po kateri je podjetje obdavčeno. Veliko sredstev pa se v takih primerih pridobi iz zmanjševanja davkov iz naslova plačevanja obresti novih posojil.

#### **1.4.4 Obramba pred prevzemom**

Za obrambo pred sovražnim prevzemom, lahko management, ki bi ga zamenjali, poveča svoje lastništvo v delniški družbi in jo umakne iz borze (Renneboog & Simons, 2005). Po mojem mnenju ima tako vodstvo veliko vložene osebne premoženja, in je zato tudi bolj motivirano (kar naj bi načeloma izboljšalo poslovanje podjetja), vendar to lahko škoduje ostalim lastnikom, saj želja vodstva po zmanjševanju tveganja poslovanja ne spodbuja donosnih investicij, ki so bolj tvegane.

#### **1.4.5 Problem principal - agent**

Stroški, ki nastanejo s problemom agenta so v delniških družbah dokaj pogosti. Najbolj učinkovit je verjetno povečan nadzor nad porabo sredstev managerjev. Renneboog in Simons (2005, str. 9) menita, da so pridobljena sredstva pri umiku podjetja večinoma rezultat ponovne združitve lastniške in upravljalne funkcije. Ponovna usmeritev stimulacije za management in določitev jasnih mej med zasebnim okoriščanjem in stroški poslovanja naj bi bilo vodilo za zmanjšanje stroškov povezanih s problemom agenta. Tukaj lahko tudi omenimo nadzor, ki se pri umiku poveča, saj je lastništvo po odkupu veliko bolj skoncentrirano in ima zato večjo motivacijo in več informacij za izboljšanje nadzora. Na splošno bolj koncentrirano lastništvo spodbuja pridobivanje finančnih sredstev z zmanjšanjem stroškov, ki nastanejo zaradi problema agenta.

Coffee (1999, 2002) in Stulz (1999) sta za problem agenta uvedla teorijo »zaveze« (angl. *bonding*), ki trdi, da je principal manjšinski delničar, agent oz. zastopnik pa management ali večinski delničar. Manjšinski delničar ne more nadzorovati vsa dejanja managementa in ne more nadzorovati in vedeti, če se management osebno okorišča na škodo (manjšinskih) delničarjev. Zato se management zaveže k boljšemu upravljalškemu režimu ali z obvezo proti osebnemu okoriščanju. Pomembno je, da management usklajuje svoje stimulacije z lastniki in povečanje

verjetnosti, da se oškodovanja odkrijejo (Witmer, 2005). To se stori z izboljšanim nadzorom preko boljšega razkrivanja in povečanje kazni za management, ko se jih zaloti. Zato se management lahko zaveže, da bo deloval v korist podjetja in se ne bo okoriščal na škodo delničarjev. V praksi pa se to ni izkazalo kot učinkovit prijem, saj je okoriščanje težko dokazati in tudi management praviloma ne prijavi svojega okoriščanja.

Kot nasprotovanje teoriji »zaveze«, Licht (2003) trdi, da se je institucijam v ZDA dajal prevelik pomen glede vloge »zaveze«. Regulativni režim v ZDA naj bi bil milejši za tuje izdajatelje. Kot dodatno pa je SECu (organ nadzora za trgovanje vrednostnimi papirji; podobno kot slovenski ATVP) težje uveljavljati pravila za tuje investitorje. Pokazatelj neučinkovitosti zakonske ureditve naj bi bile tudi zadnje afere v primerih Enron in Worldcom. Leta 2002 je bila izvedena študija z 146 ADR (angl. *American Depositary Receipt* – je vrednostni papir izdan s strani banke ZDA kot delnica tujega podjetja s katero se trguje na ameriškem trgu) o njihovih pogledih na poslovno upravljanje in Sarbanes Oxley zakon. Malo manj kot polovica anketiranih se je opredelila, da so standardi poslovnega upravljanja doma enaki ali pa še strožji kot v ZDA. Licht (2003) ja razvil »hipotezo izogibanja«, ki trdi da se podjetja izogibajo bolj reguliranim trgov in da regulatorji olajšajo merila za tuje vlagatelje.

#### **1.4.6 Vrednost delnice (asimetrija informacij)**

Zelo pomemben dejavnik je prav gotovo vrednost podjetja oz. ocenjena vrednost podjetja (vrednost delnice ne izraža nujno realne vrednosti delniške družbe). Bolj kot je delnica podcenjena, bolj je podjetje zanimivo za nakup in posledičen umik z borze. Pogosto ima ta dejavnik prednost pri MBOih, saj je kupec podjetja obstoječi management, ki pa imajo lahko notranje informacije. Še več, včasih management namerno poskuša znižati ceno delnice pred objavo prevzemne ponudbe, z raznovrstnimi ukrepi kot so računovodski in finančni vzvodi ter vplivajo na izplačevanje dividend. Lahko pa se zgodi, da to takšnih ugotovitev pridejo tudi investicijske banke ali skladi privatnega kapital in kupijo majhen delež podjetja (ponavadi do 5% delež), ki mu kasneje lahko sledi odkup in umik podjetja z borze (Renneboog in Simons, 2005).

Marosi in Massoud (2004) ugotavljata, da imajo osebe z notranjimi informaciji sredstva in spodbude da izkoristijo kakršnekoli koristi na podlagi asimetrije informacij, ki jih imajo v primerjavi z zunanjimi vlagatelji.

Witmer (2005) navaja »hipotezo oznanjanja«, ko management sklene umakniti podjetje z borze z namenom, da sporoči notranjo informacijo zunanjim neinformiranim vlagateljem. V tem primeru se z delnicami podjetja še vedno prosto trguje. Podobnost s teorijo »zaveze« velja, ko je notranja informacija enakovredna zasebnemu okoriščanju managementa. Razlika med tema tezama je, da pri »hipotezi oznanjanja« management želi sporočiti notranjo informacijo, pri teoriji »zaveze« pa se management poskuša okoristiti na škodo delničarjev. Podjetja v državah z slabšo zakonodajo

naj bi se umaknila z borze bolj verjetno in imela možnost večjih nenormalnih donosnosti z umikom podjetja.

»Hipoteza baze delničarjev« trdi, da se podjetja na podlagi asimetrije informacij odločijo za umik podjetja z nameno, da bi opozorili nase in tako povečali bazo delničarjev. V tem primeru so vsi delničarji, ki imajo v lasti delež podjetja, seznanjeni z notranjo informacijo. Nepopolna informacija pa se nanaša na peščico vlagateljev, ki ne vejo o tem določenem vrednostnem papirju in ga posledično ne vključijo v svoj portfelj (Witmer, 2005).

Merton (1987) dokazuje, da manjša kot je baza delničarjev večji je diskont cene delnice sorazmerno z popolnostjo informacije. Na podjetja pozitivno vpliva umik z borze (ko je istočasno možno trgovati z delnicami na večih borzah t.i. »**prečna uvrstitev na borzah**« (angl. *cross-listing*), ko se izpostavi na tujem trgu, s tem poveča število vlagateljev in zmanjša diskont svoje vrednosti oz. cene delnice. Tudi Foerster in Karolyi (1999) sta raziskovala spremembe do katerih pride po umiku podjetja z ene borze. Pri sledenju podjetjem na ameriških borzah, se je baza delničarjev v povprečju povečala za 29%.

Chemmanur in Fulghieri (2003) sta prišla do ugotovitve, da podjetja raje izberejo borzne trge z bolj izkušenimi tržnimi analitiki in investitorji.

#### **1.4.7 Razpoznavnost podjetja**

Baker, Nosfinger in Weaver (1998) so iskali spremembe v razpoznavnosti podjetja pri tujih podjetjih, ko so se umaknila z NYSE (borza v New Yorku, ZDA) in LSE (borza v Londonu, VB). Za merilo so uporabili pokritost medijev in sledenje analitikov podjetju. Ugotovitve so, da v povprečju 6 ali več analitikov sledi podjetju po umiku z NYSE in 3 ali več po umiku z LSE. Do podobnih ugotovitev so prišli tudi Lan, Lins in Miller (2002) s trditvijo, da se je analitično zanimanje in točnost napovedi v času umika povečalo. Prišli so tudi do pozitivne povezave med spremembo vrednosti podjetja v času umika in spremembo v sledenju analitikov in točnostjo napovedi.

#### **1.4.8 Prosti denarni tokovi**

Jensen (1986, str. 323) definira prosti denarni tok kot »denarni tok, ki je presežek potrebnim denarnim tokov za financiranje vseh projektov, ki imajo pozitivno čisto trenutno vrednost diskontirano za relevanten strošek kapitala«. Tukaj se lahko pojavi problem, ko managerji namesto, da bi izplačevali proste denarne tokove kot dividende, raje investirajo v negativne NPV projekte, kar je neposredno v škodo delničarjem (Renneboog in Simons, 2005). V strokovni literaturi se tak pojav omenja kot »**gradnja imperija**« (angl. »*Empire Building*«) V tem primeru

odkup podjetja z zadolžitvijo spodbudi managerje k izplačevanju dividend (kar posledično pomeni, da tudi sam manager dobi dividende).

#### **1.4.9 Segmentacija trga**

Teorija segmentiranosti trga je bila večinoma uporabljena v začetni literaturi in raziskovanju. Errunza in Losq (1985) sta dokazala, da neustrezni vrednostni papirji prinesejo premijo za visoko tveganje, ko je peščici investorjev prepovedano vlagati v takšne neustrezne vrednostne papirje. Vrednosti papirji, ki pa so ustrezni (nimajo omejitev za investitorje) so ocenjeni kakor da ne bi bilo segmentacije. Z umikom podjetja se cena teh vrednostnih papirjev zviša. Če predpostavljamo, da neustrezni vrednostni papirji nimajo popolnih substitutov (neustrezni vrednostni papirji so popolnoma korelirani z ustreznimi vrednostnimi papirji), omejeni investitorji povprašujejo pozitivno po takšnih ustreznih vrednostnih papirjih. Navkljub temu pa je zaradi tržnih ovir, povpraševanje manjše kot bi bilo v popolni integraciji. Ponudba vrednostnih papirjev ostane nespremenjena zato se cena zniža. Z boljšo integracijo trgov se korelacija med ustreznimi in nekaterimi neustreznimi vrednostnimi papirji načeloma viša. Višja korelacija posledično pomeni nižjo premijo za visoko tveganje.

## **2 PRIMER UMIKA PODJETJA Z BORZE – NEW LOOK**

Podjetje New Look (modni prodajalec na drobno v Veliki Britaniji) je bilo preoblikovano v zasebno lastništvo. Pri tem sta sodelovala finančna vlagatelja Apax Partners in Permira. Podjetje se je uvrstilo na borzo v Londonu leta 1998. Umik podjetja pa se je pokazal kot dobra poteza za prenavo poslovanja podjetja in izrabo novih priložnosti. Podjetje je načrtovalo veliko sprememb in širjenje podjetja na dolgi rok za kar bi potrebovali privolitev in potrpljenje vlagateljev, ki pričakujejo rezultate v kratkem roku (Achleitner, Nathusius, Herman in Lerner, 2008).

Management New Looka se je odločil, da poišče pomoč zunanjih vlagateljev zasebnega kapitala, ki bi postalo dolgoročni vlagatelj in zagotovilo potrebna sredstva za umik podjetja z borze in preoblikovanje v zasebno družbo. Apax Partners se je tako povezal z Permira, vsako podjetje pa je investiralo 100 milijonov GBP v skupnem podjetju, ki je odkupilo New Look. Oba zasebna vlagatelja sta pridobila 30,1 odstotni delež v podjetju, Tom Singh (ustanovitelj podjetja) je obdržal 23,3 %, preostali management 13,4%, ostalih 3,1 % je imelo podjetje s sedežem v Dubaiu – Landmark (Achleitner et al., 2008).

### **2.1 Maloprodajni sektor v Veliki Britaniji med letom 1998 in 2004**

V poznih 1990ih je bil trg modnih oblačil zanimiv zaradi dobrih marž in pozitivnih denarnih tokov. Vseeno pa je sektor mode zelo ciklični in razdrobljen zaradi želje strank po specializiranih (nišnih) dobrinah.

Ovire za vstop na trg so bile majhne, kar je spodbudilo veliko konkurence. Število malih podjetij je strmo padalo skupaj z tržnim deležem. Konec leta 2000 je Velika Britanija imela izjemno nizko inflacijo. To je posledično vplivalo tudi na cene in znižanje marž modnih trgovcev, ki so bile že pred tem nizke. Zaradi negotovosti se je veliko modnih podjetij združilo, ali pa so bila prevzeta. Kot odgovor na nastale okoliščine se je povečalo zanimanje za franšizne verige ter kataloška in internetna prodaja. Tudi znamke so dobivale vedno večji pomen.

Med letom 2000 in 2002 so se trendi prodajalcev na drobno srečevali s povečanim pritiskom upočasnjevanja globalne ekonomije, ki jo je poganjala recesija, ter teroristični napadi. Z namenom, da bi oživeli prodajo oblačil so trgovci po nekaj slabih sezonah začeli z stalnimi razprodajami še pred začetkom uradnih. Stalni upad prodaje in nato še povečanje obrestnih mer leta 2003, je povečalo negotovost trga. Posledično so bili trije veliki trgovci z oblačili Selfridges, Allders in Arcadia Group prevzeti.

## **2.2 Zgodovina modnega trgovca – New Look**

Leta 1969 je Tom Singh odprl svojo prvo trgovino z oblekami New Look v mestu Taunton (Velika Britanija). Trgovina je ponujala modna oblačila mlajšim in ženskam po nižjih cenah. Poudarek prodajne ponudbe je bil na oblekah, perilu. Po letu 1988 si je New Look ustvaril ime doma in odprl trgovine v Franciji. Leta 1994 je podjetje imelo že 200 trgovin. Zaradi vezanosti družinskega premoženja na eno podjetje situirano v zelo cikličnem in nepredvidljivem sektorju, se je Tom Singh odločil za preoblikovanje v delniško družbo, ki je bila uspešno opravljena s prvo javno izdajo leta 1996. Pri tem so sodelovali investitorji zasebnega kapitala, podjetji Prudential Venture Managers in BZW Private Equity.

Med letoma 1998 in 2001 je prišlo do upočasnitve trga, cena delnice je zato posledično padla na najnižjo raven 50 penijev (GBP) v marcu leta 2001. Po letu 2002 pa se je začel ponoven vzpon podjetja z dobički v višini 70%. Tudi v letu 2003 se je poslovanje izboljševalo in management je uvidel možnosti po večjih investicijah, novem distribucijskem centru, nove večje prodajalne in bolj agresivno širitev podjetja na mednarodni ravni.

Notranji management pa je po mnogih posvetovanjih s strokovnjaki na tem področju prišel do zaključka, da javni trg ne bo podprl takih investicij pri nihajočih LFL (*like for like* – ko trgovec izključi tiste projekte, ki niso donosni) prodajah. Analitiki so se odzvali na zadane načrte negativno zaradi visoke tveganosti načrta in kompleksnosti. Management pa je menil, da bi tako zamudili veliko priložnost za podjetje. Zato so še naprej razmišljali o alternativnih možnostih izpeljave zadanih načrtov.

Na Sliki 4 (str. 18) je razvidna krivulja cene delnice med letom 1998 in 2004. Od leta 1998 do 2001 je vrednost delnice zaznamoval stagnacija modnega sektorja. Po letu 2001 pa ponovni zagon in prenova poslovanja ter izboljšanje neučinkovite prodaje. Proti izteku leta 2004 se je začelo ponovno upočasnjevanje cene delnice, kar je tudi vplivalo na odločitev managementa za velike investicije.

Slika 4: Dnevni zaključni tečaj delnice New Look v primerjavi z indeksom FTSE (vse delnice)



Vir: Achleitner et al., *Impact of Private Equity on Corporate Governance, Employment and Leverage after a Public-to-Private Transaction: The Case of New Look*, 2008, str. 7.

## 2.3 Umik podjetja z borze v začetku leta 2004

Lastnik podjetja Tom Singh je v sodelovanju z Apax Partners, ki so bili specializirani v maloprodaji, videl priložnost umika podjetja z borze. Skupaj so se odločili za preoblikovanje podjetja v zasebno družbo (Achleitner et al., 2008).

Apax Partners je bila globalna organizacija z zasebnim kapitalom. Družba je bila specializirana za dolgoročna vlaganja. Po pregledu ponudbe so se odločili pri Apaxu vključiti še drugo investicijsko družbo, Permira. V managementu podjetja New Look so bili prepričani, da kot delniška družba ne bi dobili podpore in tako prišli z obema vlagateljema do sklenitve posla.

Cena delnice New Looka je poleti 2003 znašala 310,5 penijev (GBP). V začetku septembra je vodilni manager in ustanovitelj Tom Singh ponudil prevzemno pondubo po ceni 330 penijev za delnico s podporo Apax Partners in Permira. Skupna vrednost ponudbe je znašala 662 milijonov GBP. Oktobra leta 2003 pa so povišali ponudbo, na zadnjo ceno pa so pristali 13 februarja 2004, ki je znašala 348 penijev na delnico (v skupni vrednosti 669 milijonov GBP). Za dokončanje transakcije so 16. marca 2004 vsi obstoječi lastniki glasovali za sprejem ponudbe. Tako se je

New Look pridružil ostalim zasebnim trgovcem z oblačili kot so Debenhams, Selfridges in Hamleys.

## 2.4 Preoblikovan New Look

Ko se je podjetje preoblikovalo, je začelo izvajati svoje cilje prenovitve podjetja. Gradnja novega distribucijskega centra, reorganizacija logistike, izgradnja novih prodajaln v Veliki Britaniji in sprememba tipa prodajaln v velike trgovine so bili glavni cilji prenove podjetja. V novih večjih prodajalnah so povečali moške in otroške oddelke ter se osredotočili na modna oblačila za ženske. Nov cilj je bil tudi širjenje podjetja v države Evrope in na Bližnji Vzhod. Management trdi, da bi bilo to izredno težko storiti kot delniška družba brez negativnega vpliva na ceno delnice.

V Tabeli 3 so podani ključni finančni podatki za podjetje New Look med letom 1999 in 2007. Kratica CAGR (angl. *Compound annual growth rate*) pomeni obrestno-obrestna letna stopnja rasti.

Tabela 3: Ključni finančni podatki (New Look)

Ključni finančni podatki	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	CAGR 1998/99	CAGR 2003/04
									-	-
									2002/03	2006/07
<b>Prodaja (brez DDV)</b>	419	470	584	643	696	813	862	1.017	15,49%	13,5%
<b>% Rasti</b>		12,2%	24,3%	10,1%	8,2%	16,9%	6,0%	18,0%		
<b>EBITDA</b>	62	50	84	109	118	160	174	177	20,7%	14,6%
<b>% od Prodaje</b>	14,8%	10,6%	14,4%	17,0%	16,9%	19,6%	20,2%	17,4%		
<b>% Rasti</b>		(28,1%)	35,1%	17,9%	(0,4%)	16,2%	2,8%	(14,0%)		
<b>CAPEX</b>	31	28	20	39	42	59	70	98	8,0%	32,6%
<b>% Rasti</b>		(9,7%)	(28,6%)	95,0%	7,7%	40,5%	18,6%	40,0%		

**Legenda:** CAGR - obrestno-obrestna letna stopnja rasti. CAPEX – investicijski izdatki. EBITDA

*Vir: Achleiner et al., Impact of Private Equity on Corporate Governance, Employment and Leverage after a Public-to-Private Transaction: The Case of New Look, 2008, str. 8.*

Podjetje Apax Partners je poskrbelo za okrepitev managementa s svojimi strokovnjaki in povečalo nadzor nad podjetjem ter uvedbo kazalnikov za spremljanje poslovanja. Ena izmed osrednjih stvari prenove podjetja je bila sprememba strukture kapitala in dolga. Pri tem je bilo managementu New Looka predvsem v pomoč Apax Partners, ki je imelo veliko znanja in izkušenosti na področju financiranja. Pri refinanciranju je ostalo še nekaj dodatnih sredstev. Del tega je bilo izplačano januarja 2005 kot dobiček lastnikom v vrednosti 100 milijonov GBP.

Kasneje v juliju pa še dodatnih 240 milijonov GBP na osnovi rasti EBITDA in dobička ter dodatnih denarnih tokov.

New Look je dobil zaradi sodelovanja z Apax Partners možnost večjega finančnega vzvoda. Vsi vpleteni so izkoristili možnost »plačila v naravi« (v financah to pomeni, da se zviša glavnica namesto obresti) za prestrukturiranje dolga. Spremenila se je tudi sestava lastništva, management je povišal svoj delež na 15,7 odstotka. Nova pogajanja z posojiljemalci pa so pripomogla k še večji možnosti povečanja finančnega vzvoda, ki so ga investitorji zasebnega kapitala odsvetovali. Namen je bil, da se podjetje ne bi prezadolžilo, kar bi postavilo podjetje v bolj tvegane vode.

Tabela 4 prikazuje podatke o finančnem vzvodu podjetja New Look med letoma 2004 in 2007, ki z razmerjem vzvoda proti EBITDA kaže uspešnost podjetja in finančno zdravje (kakšen dobiček ima podjetje v primerjavi z dolgom). Kot je razvidno iz Tabele 4 sta se po umiku podjetja z borze, finančno zdravje in uspešnost povečala (razmejre vzvoda se je povečalo iz 3,7x na 6,3x).

Tabela 4: Podatki o finančnem vzvodu New Looka (leto 2004 in 2007)

V milijonih GBP	April 2004	Razmerje vzvoda (x EBITDA)	Marec 2007	Razmerje vzvoda (x EBITDA)
Starejši dolg	335	2,9x	579	3,3x
Druga pravica do zaplembe premoženja (lien)	-		80	
Skupni starejši dolg	335	2,9x	659	3,7x
Vmesni dolg	100		60	
Potrebna denarna sredstva za plačilo celotnega dolga	-	3,7x	719	4,1x
PiK dolg			401	
<b>Celoten najet dolg</b>	<b>435</b>	<b>3,7x</b>	<b>1,120</b>	<b>6,3x</b>

**Legenda:** EBITDA, angl. *Earnings before interest, taxes and deducted by amortization*, je kazalnik uspešnosti podjetja

*Vir: Achleitner et al., Impact of Private Equity on Corporate Governance, Employment and Leverage after a Public-to-Private Transaction: The Case of New Look, 2008, str. 9.*

Management, Apax Partners in Permira so se strinjali, da je poslovanje ostalo v domeni podjetja New Look ter da finančno prestrukturiranje ni imelo vpliva na investicije in rast podjetja. Apax Partners in Permira so s skupnim umikom podjetja New Look dobili povrnjeno dvakratno vrednost vloženih sredstev.



Kot končno fazo so si Apax Partners in Permira želeli izstopa iz investicije in tehtali možne poti izstopa, saj so dosegli zastavljene cilje. Trg je leta 2007 slabo sprejel javne ponudbe drugih podjetij iz iste branže, kar je vplivalo na skupno odločitev proti javni izdaji delnic. Podjetje New Look je še vedno v širitveni fazi z možnostmi rasti na Bližnjem Vzhodu. Zato so poskušali z odprodajo svojih deležev potencialnim interesentom. Vendar so se na trgu pojavili dvomi zaradi usiha potrošništva v Veliki Britaniji in prepriha na trgu posojil, tako so si v Apax Partners in Permira odločno zastavili, da ne izstopijo iz New Looka. Pustili pa so si odprte možnosti nove javne izdaje, ko bo trg bolj pripravljen (Achleitner et al., 2008).

V Tabeli 5 so podani deleži lastništva, kjer je razvidno, da je management povečal delež lastništva, investitorji zasebnega kapitala (Apax Partners in Permira) pa so ga zmanjšali po juniju 2006.

*Tabela 5: Deleži lastništva New Looka (leto 2004 in 2006)*

	<b>April 2004</b>	<b>Po juniju 2006</b>
Apax Partners	30,1%	27,8%
Permira	30,1%	27,8%
Tom Singh in družina	23,3%	22,5%
Landmark	3,1%	2,9%
Management	13,4%	15,7%
Poroki	-	3,3%
<b>Skupno</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Vir: Achleitner et al., Impact of Private Equity on Corporate Governance, Employment and Leverage after a Public-to-Private Transaction: The Case of New Look, 2008, str. 9.*

## **SKLEP**

V svoji poglobljeni študiji umika podjetij z borze sem prišel do pomembnih zaključkov. V ZDA je bil Sarbanes-Oxley zakon eden glavnih vzrokov za umik podjetij z borze. Posebej opazno je vplival na manjša podjetja, za katera so fiksni stroški poročanja relativno večji. Prišel sem do ugotovitev, da imajo podjetja z manjšimi možnostmi rasti, pozitivnimi denarnimi tokovi in večjim notranjim lastništvom večjo verjetnost, da se bodo umaknila z borze.

Menim, da je tudi veliko bolj verjetno za manjša podjetja, da se umaknejo z borze, saj je zanimanje za njih manjše s strani večjih vlagateljev. Še več, tudi stroški uvrstitve in z njimi povezani stroški za plačilo revizorjev in poročanje so za manjša podjetja relativno večji, kar je po pričanju veliko manjših podjetjih glavni razlog za njihovo odločitev, da se podjetje umakne z borze.

Podcenjenost delnice je eden izmed pomembnejših dejavnikov, saj se z višino cene delnice pogotovo povezuje zanimivost podjetja za nakup in umik podjetja z borze. To se je s pridom uporabljalo pri MBOih, ko je obstoječi management namerno zniževal vrednost delnice z različnimi računovodskimi in finančnimi vzvodi.

Praktični primer umika podjetja New Look z londonske borze, se je izkazal kot zelo dobra poteza z dolgoročnimi pozitivnimi posledicami. New Look in njegov management je z umikom pridobil nove lastnike (Apax Partners in Permira), vlagatelje zasebnega kapitala, ki so pomagali uresničiti velike načrte managementa (z dotokom svežega kapitala in s svojim znanjem in izkušnjami). Vodstvo New Looka od svojih delničarjev ne bi dobilo zelene luči za izvedbo tako obsežne investicije, kot je izgradnja novega distribucijskega centra in velika širitev v Evropi in na Bližnjem Vzhodu. Tako so z umikom pridobili tudi strokovnjake (Apax Partners) na področju financ, ki so jim izboljšali finančno strukturo podjetja. Management in vlagatelji so se strinjali, da so z umikom podjetja dosegli zastavljene cilje, zato so se investitorji odločili umakniti iz podjetja v bližnji prihodnosti, ko bo zanimanje za New Look na trgu večje.

Za zaključek bi podal misel, da umik podjetja z borze omogoča podjetjem neko alternativno rešitev za zmanjševanje stroškov, izboljšanje poslovanja, nadzora in poveča premoženje obstoječih ali novih lastnikov.

## LITERATURA IN VIRI

1. Achleitner, A.K., Nathusius, E., Herman, K. & Lerner, J. (2008). Impact of Private Equity on Corporate Governance, Employment and Leverage after a Public-to-Private Transaction: The Case of New Look. Technische Universität München, Harvard Business School.
2. Amihud, Y. (1989). Leveraged Management Buy-Outs. New York: Dow-Jones Irwin.
3. Andres, C., Betzer, A. & Weir, C. (2007). Shareholder wealth gains through better corporate governance – The case of European LBO-transactions. *Financial Markets and Portfolio Management* 21 (4), 403-424.
4. Asquith, P. & Wizmann, T.A. (1990). Event risk, covenants and bondholder returns in leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics* 27 (1), 195-213.
5. Baker, H., Nosfinger, J. & Weaver, D. (1999). International cross-listing and visibility. Najdeno 25. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=142287>
6. Boot, A.W.A., Gopalan, R. & Thakor, V.A. (2005). Market Liquidity, Managerial Autonomy and the Push for Privacy: Why Do Publicly Listed Firms Delist? Amsterdam Center for Law & Economics.
7. Chemmanur, T.J. & Fulghieri, P. (2003). Competition and competition among exchanges: a theory of cross-listing and endogenous listing standards.
8. Coffee, J. (1999). The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93, 641-708.
9. Coffee, J. (2002). Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *Columbia Law Review*, 102, 1757-1831.
10. CRSP Delisting Returns. (2001). Center for Research in Security Prices. The University of Chicago Graduate School of Business.
11. DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Rice, E.M. (1984). Going private: minority freezeouts and stockholder wealth. *Journal of Law and Economics* 27, 367-402.
12. Easterwood, J., Singer, R., Seth, A. & Lang, D. (1994). Controlling the Conflict of Interest in Management Buyouts. *Review of Economics and Statistics* 76 (3), 512-522.
13. Errunza, V. & Losq, E. (1985). International asset pricing under mild segmentation: Theory and test. *The Journal of Finance*, 40, 105-124.
14. Fanto, J.A. & Karmel, R.S. (1997). A report on the attitudes of foreign companies regarding a US listing. *NYSE Working paper 97-01, forthcoming Stanford Journal of Law, Business and Finance*.
15. Frankfurter, G.M. & Gunay, E. (1992). Management buy-outs: The sources and sharing of wealth between insiders and outside shareholders. *Quarterly Review of Economics and Finance* 32, 82-95.
16. Goh, J., Gombola, M., Liu, F.Y. & Chou, D.W. (2002). Going-private restructuring and earnings expectations: a test of the release of favorable information for target firms and industry rivals. *Working paper presented at 2001 meeting of Financial Management Association, Toronto, Canada*.
17. Halpern, P., Kieschnick, R. & Rotenberg, W. (1999). On the heterogeneity of leveraged going private transactions. *Review of Financial Studies* 12, 281-309.
18. Harlow, W.V. & Howe, J.S. (1993). Leveraged buyouts and insider nontrading. *Financial Management* 22, 109- 118.
19. Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-9.

20. Kaestner, R. & Liu, F.Y. (1996). Going private restructuring: the role of insider trading. *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 779-806.
21. Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Business Finance and Accounting* 24, 217-254.
22. Kieschnick, R.L., 1998, Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited, *Journal of Business Finance and Accounting* 25, 187-202.
23. Lang, M., Lins, K. & Miller, D. (2002). ADR's, analysts and accuracy: does cross-listing in the US improve a firm's information environment and increase market value? *NYSE working paper* 2002-05.
24. Lehn, K. & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *Journal of Finance* 44, 771-788.
25. Leuz, C., Triantis, A. & Wang, T. (2008). Why do firms go dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations. *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper 155/2007.
26. Licht, A. (2003). Cross-listing and corporate governance: bonding or avoiding? *Chicago Journal of International Law*, 141-163.
27. Lowenstein, L. (1985). Management buyouts. *Columbia Law Review* 85, 730-784.
28. Marosi, A. & Massoud, N. (2004). Why do firms go dark? University of Alberta. Najdeno 28. avgusta na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=680641>
29. Merton, R. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42, 483-510.
30. Mitchell, M. & Mulherin, H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 193-229.
31. Mittoo, U. (1992). Managerial perceptions of the net benefits of foreign listing; Canadian evidence. *Journal of International Financial Management and Accounting* 4, 40-62.
32. Nelson, S., (2003). Petition for Commission action to require Exchange Act registration of over-the-counter equity securities.
33. Centre For Management Buy-out Research. Public-to-private buy-outs in the UK and Continental Europe. (2002). *GB Quarterly Review*, 3. University of Nottingham.
34. Renneboog, L. & Simons, T. (2005). Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. *ECGI Working Paper* 94.
35. Shleifer, A. & Vishny, R. (1990). The takeover wave of the 1980s. *Science*, (745-749).
36. Stulz, R.M. (1999). Globalization of equity markets and the cost of capital. Dice Center Working Paper 99 (1).
37. Thomsen, S. & Vinten, F. (2007). Delistings in Europe and the Costs of Governance. Center for Corporate Governance. *Working paper*. Copenhagen Business School. Najdeno 30. avgusta na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=986603>
38. Travlos, N.G. & Cornett, M.M. (1993). Going private buyouts and determinants of shareholders' returns. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 8, 1-25.
39. Vinten, F. (2007). The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms. Copenhagen Business School. Centre for Economic and Business Research (CEBR). Najdeno 1. septembra 2008 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1114603](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114603)
40. Warga, A. & Welch, I. (1993). Bondholder losses in leveraged buyouts. *The Review of Financial Studies* 6, 959- 982.
41. Witmer, J. (2005). Why do firms cross-(de)list? An examination of the determinants and effects of cross-delisting. Bank of Canada. Najdeno 1. septembra 2008 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=885503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885503)