

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**UČINKI MANAGERSKIH PREVZEMOV NA POSLOVANJE
PREVZETIH PODJETIJ: ANALIZA IZBRANIH PRIMEROV**

Ljubljana, 19.11.2013

SIMON GOLOB

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Simon Golob, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Učinki managerskih prevzemov na poslovanje prevzetih podjetij: analiza izbranih primerov, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Simonom Čadežem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 19.11.2013

Podpis avtorja:

KAZALO

UVOD	1
1 MENEDŽERSKI PREVZEM	2
1.1 Financiranje menedžerskih odkupov	5
1.2 Pozitivni učinki prevzemov	8
1.3 Negativni učinki prevzemov	10
1.4 Davčne implikacije.....	12
1.5 Značilnosti podjetja, primernega za menedžerski odkup	13
1.6 Faze menedžerskega odkupa	16
2 EMPIRIČNE UGOTOVITVE O MENEDŽERSKIH ODKUPIH	22
2.1 Menedžerski odkupi na mednarodnih trgih.....	22
2.2 Prevzemi v Sloveniji in njihove značilnosti	23
3 PREDSTAVITEV IZBRANIH PODJETIJ IN POTEK MENEDŽERSKEGA PREVZEMA	28
3.1 BTC d. d.....	29
3.1.1 Predstavitev podjetja BTC d. d.	29
3.1.2 Menedžerski odkup BTC.....	30
3.2 Pivovarna Laško d. d.....	32
3.2.1 Predstavitev podjetja Pivovarna Laško d. d.	32
3.2.2 Menedžerski odkup Pivovarne Laško	34
3.3 ACH d. d.....	35
3.3.1 Predstavitev podjetja ACH d. d.	35
3.3.2 Menedžerski odkup ACH	37
3.4 SCT d. d.....	38
3.4.1 Predstavitev podjetja SCT d. d.	38
3.4.2 Menedžerski odkup SCT	39
4 PRIMERJAVA USPEŠNOSTI PRED IN PO PREVZEMIH	41
4.1 Opis analiziranih kazalnikov	42
4.1.1 Stopnja dolžniškosti financiranja.....	42
4.1.2 Koeficient gospodarnosti poslovanja	42
4.1.3 Dobičkonosnost kapitala (roe)	42
4.1.4 Dobičkonosnost sredstev (roa)	43
4.1.5 Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo.....	44
4.2 Analiza kazalnikov poslovanja pred in po prevzemu.....	45
4.2.1 Analiza podatkov BTC.....	45

4.2.2 Analiza podatkov Pivovarne Laško	47
4.2.3 Analiza podatkov ACH	50
4.2.4 Analiza podatkov SCT	52
4.3 Analiza primernosti izbranih podjetij za menedžerski odkup	55
SKLEP	56
LITERATURA IN VIRI	59

KAZALO TABEL

Tabela 1: Tipična struktura menedžerskega odkupa.	8
Tabela 2: Število odkupov in povprečna vrednost v obdobju od leta 2002 do leta 2011 v ZDA.....	23
Tabela 3: Izbrani finančni podatki podjetja BTC d. d. za leta 2010, 2011 in 2012.....	30
Tabela 4: Izbrani finančni podatki podjetja Pivovarna Laško d. d. za leta 2010, 2011 in 2012.....	33
Tabela 5: Izbrani finančni podatki podjetja ACH d. d. za leta 2010, 2011 in 2012	36
Tabela 6: Izbrani finančni podatki podjetja SCT d. d. za leta 2008, 2009 in 2010	39
Tabela 7: Analiza kazalnikov za podjetje BTC d. d. za obdobje od 1997 do 2007.....	45
Tabela 8: Analiza kazalnikov za podjetje Pivovarna Laško d. d. za obdobje od 2003 do 2012	48
Tabela 9: Analiza kazalnikov za podjetje ACH d. d. za obdobje od 2000 do 2010.....	50
Tabela 10: Analiza kazalnikov za podjetje SCT d. d. za obdobje od 1999 do 2009	53
Tabela 11: Analiza primernosti posameznih podjetij za menedžerski odkup po posameznih značilnostih.....	56

KAZALO SLIK

Slika 1: Proces menedžerskega odkupa.....	16
Slika 2: Časovni raspored aktivnosti pri izvedbi menedžerskega odkupa	17

UVOD

V zadnjih letih so bili menedžerski odkupi ena izmed najpogostejših tem tako v javnem kot zasebnem življenju. V našem družbenem prostoru ima ta tematika negativen prizvok. Vendar nas ekonomska teorija uči, da so menedžerski prevzemi lahko koristni za podjetje in zaposlene. V tujini so menedžerski prevzemi povsem legitimen in uspešen način preoblikovanja lastništva in podjetja samega. Postavlja se vprašanje, zakaj se v Sloveniji večina na ta način prevzetih podjetij znajde v težavah ali celo propade.

Glavni motiv za izbor te teme je zanimanje o tem področju, ki osvetljuje delovanje slovenskega gospodarstva in opozarja na njegove probleme, ki se kažejo konkretno na menedžerskih prevzemih kot tudi širše. Površinski pregled literature nam pokaže, da so menedžerski prevzemi v večini primerov za podjetja dobra stvar, pozitivno vplivajo na rezultate podjetja in izboljšajo izrabo virov ter povečajo njegovo vrednost. Lahko tudi rešijo podjetje pred propadom. V Sloveniji velika večina prevzetih podjetij teh pozitivnih razlik ni občutila, prav nasprotno, podjetja so večinoma zašla v težave ali celo v stečaj. Tudi potek oziroma vrsta menedžerskih odkupov nista bila čisto klasična. Pri tem ne smemo krivde takoj prealiti samo na menedžerje (pri nas se je uveljavil izraz »tajkuni«), treba je kritično pregledati literaturo in raziskave ter upoštevati še druge dejavnike, na primer lastnosti gospodarskega okolja, makroekonomska gibanja, razloge, zakaj je do prevzemov prišlo, in podobno.

Namen magistrskega dela je pregledati problematiko menedžerskih prevzemov v Sloveniji, s poudarkom na izbranih štirih podjetjih, in ugotoviti, zakaj nekatera podjetja po menedžerskem prevzemu še naprej uspešno poslujejo, druga pa so manj uspešna ali pa so šla celo v stečaj. Glavni val prevzemov v Sloveniji je že mimo, tudi pri proučevanih podjetjih je od prevzema minilo že kar nekaj časa, tako da bi rezultati že morali biti vidni. Skozi celotno magistrsko delo me bo zanimalo, katere so glavne značilnosti uspešnih menedžerskih prevzemov, koliko so bile te značilnosti prisotne pri proučevanih štirih prevzemih in kako je potek prevzema vplival na samo podjetje.

Cilj magistrskega dela je preveriti naslednji hipotezi:

Hipoteza 1:

Menedžerski prevzem v proučevanih podjetjih pozitivno vpliva na poslovanje podjetja.

Hipoteza 2:

Pručevana podjetja so pred prevzemom imela značilnosti podjetij, primernih za prevzem.

Magistrsko delo bo temeljilo na poglobljenem teoretično-analitičnem pregledu strokovne literature (sekundarni podatki) in lastnem izračunu finančnih kazalnikov. Pri teoriji se bom opiral zlasti na tuje avtorje, medtem ko me bodo pri raziskavah in poteku menedžerskih

prevzemov zanimale predvsem ugotovitve domačih raziskovalcev. Ta del magistrskega dela bo analiziran z opisno metodo in metodo kompilacije, s katero bom združil dognanja mnogih avtorjev s tega področja. Za izračun kazalnikov bom uporabil javno dostopne podatke iz bilanc stanj in izkazov poslovnega izida. V sklepnem delu se bodo za zaključne ugotovitve prepletali izsledki obeh metod.

Najprej je potrebno pregledati relevantno teorijo. Nekaj bo splošne teorije menedžerskih prevzemov, da se bralec seznanil s problematiko in da razume, zakaj sploh gre, preostala teorija pa bo predstavljala izhodišče za moje nadaljnje delo. Tu bom zbral teoretične ugotovitve o značilnostih, na podlagi katerih lahko ugotovimo, ali je podjetje primerno za prevzem ali ne, pozitivnih in negativnih posledicah prevzemov, najpogostejših napakah, s katerimi so se menedžerji srečevali, in podobno. Pregledal bom, kakšno je stanje v tujini in statistične podatke o uspešnosti menedžerskih prevzemov, ki jih bom lahko uporabil za primerjavo s stanjem v Sloveniji. Naredil bom tudi pregled slovenskega gospodarskega okolja, da bi ugotovil morebitne posebnosti, ki jih je potrebno upoštevati pri interpretaciji ugotovitev. V tej sekciji se bo nahajal tudi del, ki bo ponujal poglede na menedžerske prevzeme s stališča psihologije in poskušal ugotoviti razloge za njihove odločitve.

Vse naštetu mi bo služilo kot izhodišče za osrednji del. Tu bom na kratko predstavil proučevana štiri podjetja (ACH, BTC, Pivovarno Laško, SCT) in predvsem opisal potek posameznih menedžerskih prevzemov. Ugotavljal bom, koliko so pri prevzemih v Sloveniji bili prisotni koraki, ki jih priporočajo preučevalci prevzemov, in koliko so slovenski menedžerji naredili napak, pred katerimi svari literatura. V tem sklopu bo tudi eden izmed pomembnejših – analiza kazalnikov pred in po prevzemu. Namen je z analizo kazalnikov pred in po prevzemu ugotoviti, kako je prevzem vplival na poslovanje podjetja. Zanimalo me bo, ali so ugotovitve analize kazalnikov skladne s pričakovanji na podlagi strokovne literature.

Na koncu bo sledil še sklep, kjer bom povezal vse ugotovitve, ki sem jih pridobil s pregledom teorije in lastno analizo kazalnikov, s hipotezami, postavljenimi na začetku dela.

1 MENEDŽERSKI PREVZEM

Prevzem z zadolžitvijo (angl. *Leveraged buyout*, v nadaljevanju LBO) je izraz, s katerim mislimo na finančno operacijo, prek katere prevzemna družba oz. kakšna družba, ki jo ad hoc ustanovijo pobudniki operacije (vmesna družba), odkupi delnice druge družbe (družbe tarče). Financiranje navedene operacije temelji na (pričakovani) sposobnosti družbe tarče, da ustvarja dobiček oziroma denarni tok. Predmet odkupa so lahko delnice družbe tarče ali – če je to mogoče – njeno premoženje. Po tej fazi nastopi združitev s pripojitvijo med vmesno družbo in družbo tarčo. Značilnost LBO je v tem, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, ustanovi vmesno družbo; vmesna družba, ki je v stodstotni lasti matične

družbe, pridobi kapital s strani banke ali druge finančne organizacije, ki bo posojilo dobila vrnjeno na podlagi denarnega toka družbe tarče. Pri vsem tem je najpomembnejše, da je pri vseh variantah LBO prav dolžnik subjekt, ki je bil kupljen, in ne – kot ponavadi – subjekt, ki kupuje, saj po združitvi cena nakupa bremeni prav premoženje družbe tarče. Druga zanimivost navedene operacije je, da kupec potrebuje malo kapitala za nakup družbe tarče, če upoštevamo, da od nje pričakuje dobiček, s katerim bo plačal zajamčeno financiranje. Na kratko: LBO je prijem oz. tehnika financiranja, ko kupec uporabi dolg za financiranje prevzema izbranega podjetja, pri čemer mislimo na prevzeme javnih delniških družb, izpeljane z namenom, da te postanejo zasebne (nejavne, zaprte). Največkrat LBO izvede manjša skupina vlagateljev ali en sam kupec, ki prevzame celoten kapital in ga umakne z organiziranega trga (Lahovnik, 2013).

Poznamo več vrst menedžerskih odkupov:

- notranji menedžerski odkup (angl. *management buy-out*),
- zunanji menedžerski odkup (angl. *management buy-in*),
- notranje-zunanji menedžerski odkup (angl. *management buy-in/buy-out*),
- menedžersko-delavski odkup (angl. *management-led employee buy-out*)
- in drugi.

Menedžerski odkup (angl. *Management buyout*, v nadaljevanju MBO) je oblika prevzema podjetja s strani menedžmenta z zadolžitvijo na podlagi zastave premoženja ciljnega podjetja in/ali zastave osebnega premoženja delničarjev. Menedžerski odkup je v bistvu torej ena izmed oblik LBO, ki se uporablja za prenos lastništva podjetja. Menedžerski odkupi se financirajo večinoma z različnimi inštrumenti zadolževanja (Lahovnik, 2013, str. 117). So različnih vrst, oblik in velikosti, glavna značilnost vseh pa je, da menedžerji pridobijo del podjetja za relativno skromen osebni vložek. Obstoječi lastniki prodajo menedžerjem in njihovim soinvestitorjem večino oziroma največkrat kar celotno svojo naložbo v podjetje (Deloitte & Touche, 2004, str. 3).

Kot podkategorija MBO se pogosto pojavlja tudi prevzem podružnice ali dela podjetja (angl. *divisional buyout*). Ta način omogoča povečanje uspešnosti delov podjetja, ki jim obstoječi menedžment ne zmore zagotavljati dovolj pozornosti (ker so prezaposleni s preostalimi deli podjetja ali pa ima podjetje neučinkovito organizacijsko strukturo), da bi optimalno izkoristili njihove zmogljivosti. Del menedžerjev, ki izvede tak odkup, se lahko popolnoma osredotoči na delovanje prevzetega podjetja in optimizira poslovanje, kar se kaže v višji vrednosti prevzetega podjetja (Wright & Robbie, 1996, str. 697; Deloitte & Touche, 2004, str. 4).

Redkejša kategorija MBO so še angl. *employee buyout*, o katerem govorimo, kadar je pobudnik za odkup skupina zaposlenih v družbi tarči prevzema; angl. *family buyout*, ko delnice družbe odkupi določena družina, ki namerava imeti nadzor in upravljati družbo;

angl. *corporate buyout*, ki je redka različica, kjer družbo tarčo odkupi že obstoječa družba in ne – kot je v navadi – *ad hoc* ustanovljena družba; angl. *institutional buyout*, kadar delnice odkupujejo državni organi ali/in institucije; angl. *fiscal buyout*, ki se od drugih razlikuje po posebnem namenu, zaradi katerega je ustanovljen, in sicer gre za finančno operacijo, katere namen je izmikanje plačila davkov (Varanelli, 2001, str. 357).

Če notranji menedžment nima dovolj znanja za nadaljnje vodenje oziroma prevzem podjetja, lahko podjetje kupi menedžment od zunaj. S tem dejanjem se zamenja obstoječi menedžment. Takšen nakup imenujemo angl. *management buy-in* (v nadaljevanju MBI). Iz povedanega sledi, da se MBI razlikuje od MBO zgolj po tem, od kod prihaja kupec, od zunaj oziroma od znotraj. Vendar pa menedžment, ki prihaja od zunaj, ponavadi nima dovolj informacij in znanja o kupljenem podjetju oziroma o panogi, v kateri deluje podjetje, zato je MBI veliko manj uspešen v primerjavi z MBO (Malus, 2004, str. 6).

Razvila se je tudi kombinacija zgoraj omenjenih, in sicer angl. *Management buyin-buyout*. Pri tem gre za kombinacijo MBO in MBI. Notranji menedžment se lahko odloči za menedžerski odkup in ugotovi, da sami nimajo dovolj potrebnih znanj. Zato pripeljejo specialista od zunaj, da se okrepijo na področjih, kjer je to potrebno. Druga možnost je, da podjetje odkupijo menedžerji od zunaj in se odločijo za sodelovanje s prejšnjim menedžmentom, ker ti bolje poznajo podjetje in panogo, vedo, kje so skrite rezerve, zaposleni jih poznajo in imajo potrebna znanja ter izkušnje.

Bistvo vseh teh operacij je v tem, da bo dolg družbe, ki nakupi družbo tarčo, plačan s pričakovanim dobičkom slednje. Posledično cena finančne operacije bremeni premoženje družbe tarče, saj novoustanovljena družba, preko katere je bil izveden odkup, v trenutku, ko pridobi finančna sredstva, nima tako rekoč nikakršnega premoženja. Z ekonomskega vidika postane dolžnik subjekt, ki je bil kupljen, in ne subjekt, ki kupuje (Varanelli, 2001, str. 357, 360).

Bolj kot klasične oblike MBO/MBI so se v Sloveniji uveljavili notranji odkupi podjetij, v katerih sodelujejo tako menedžment kot ostali zaposleni. Splošne značilnosti teh odkupov so (Petrič, 2002, str. 31):

- aktivna vloga družb pooblaščenk, ki lahko na zunaj nastopajo kot ključni akter odkupa, znotraj njih pa imajo največji posamezni delež in vpliv menedžerji;
- relativna netransparentnost trgovanja z delnicami družb, ki ne kotirajo na organiziranem trgu, kjer menedžment ob relativno nizkih cenah delnic izvaja postopno koncentracijo lastništva;
- kreativna uporaba skladov lastnih delnic za namene, ki niso bili predvideni za ta pravni institut;
- nejasnost načina vrednotenja lastnih delnic, ki jih podjetje odkupuje;
- netransparentno posredno zadolževanje podjetja za izvedbo menedžerskega odkupa.

Značilnost menedžerskih odkupov s pomočjo finančnega vzvoda je, da menedžerji, ki nameravajo kupiti ciljno družbo, pogosto ustanovijo vmesno družbo. Ta vmesna družba, ki jo praviloma povsem lastniško obvladujejo, pa pridobi dodatne finančne vire s posojilom s strani banke ali druge finančne organizacije, ki bo posojilo dobila vrnjeno na podlagi denarnega toka družbe tarče. S temi finančnimi viri potem odkupi delnice družbe tarče. Financiranje navedene operacije temelji na oceni pričakovane sposobnosti družbe tarče, da ustvarja ustrezen denarni tok. Predmet odkupa so delnice ciljnega podjetja. V kasnejši fazi lahko nastopi tudi združitev s pripojitvijo med vmesno družbo in družbo tarčo (Lahovnik, 2013, str. 118).

Prezemnik torej poskuša z nakupom ciljnega podjetja s pomočjo finančnega vzvoda (povečanje zadolžitve) izkoristiti sposobnost zadolžitve družbe tarče. Tako nastali dolg prevzemnika je poplačan po nakupu družbe tarče s prenosom prostega denarnega toka na financerja oziroma tudi z dezinvestiranjem poslovno nepotrebnih sredstev prevzete družbe (odprodaja posameznih osnovnih sredstev in finančnih naložb). Sposobnost zadolžitve družbe tarče lahko opredelimo kot notranje financiranje, saj je prosti denarni tok vir, s katerim lahko prevzemnik izplačuje dolg financerjev (Lahovnik, 2013, str. 118).

Subjekti menedžerskega odkupa podjetja so navadno naslednji (Lahovnik, 2013, str. 121):

1. Prodajalci delnic, ki so lastniki delnic ciljnega podjetja.
2. Ciljno podjetje, čigar delnice so tudi predmet menedžerskega odkupa.
3. Menedžment, ki želi izvesti odkup podjetja.
4. Novo podjetje (vmesna družba), ki ga ustanovijo menedžerji z namenom poskusa konsolidacije lastniške strukture ciljnega podjetja.
5. Banke oziroma druge finančne institucije (investicijski skladi), ki so pripravljene financirati menedžerski odkup.

1.1 Financiranje menedžerskih odkupov

Za določitev cene izvedbe menedžerskega odkupa je potrebno upoštevati naslednje stroške: nakupno ceno, transakcijske stroške, morebitne investicijske odhodke, financiranje dodatnega obratnega kapitala in bančni dolg. Podjetje mora biti samo sposobno zagotoviti ta sredstva z denarnim tokom, ki ga ustvarja. Iz tega sledi, da obstaja zgornja meja, ki jo še lahko plačamo za odkup podjetja. Ključno je torej, da smiselno ovrednotimo podjetje že v začetnih fazah odkupa in se s tem izognemo pastem pri odkupu, kot so previsoka odkupna cena ali dolg, ki ga ne moremo odplačati (Deloitte & Touche, 2004, str. 9).

Pri odločitvi o finančni sestavi nakupa ima menedžment na voljo dva osnovna instrumenta za financiranje odkupa. To sta lastniški kapital in dolg. Če razčlenimo omenjena instrumenta še naprej, lahko rečemo, da menedžment za odkup podjetja navadno uporabi naslednje finančne instrumente (Malus, 2004, str. 38):

- lastniški kapital menedžerske ekipe;
- lastniški kapital skladov, specializiranih za odkupe podjetij, oziroma skladov tveganega kapitala – navadne ali prednostne delnice;
- navadni dolg (angl. *senior debt*), zavarovan s sredstvi in denarnimi tokovi podjetja,
- podrejen dolg (angl. *subordinated debt*), podrejen navadnemu dolgu – vmesni (angl. *mezzanine*) dolg, obveznice z visoko donosnostjo (angl. *high-yield bonds*).

Ponudnike navadnega dolga oziroma glavne financerje, kamor uvrščamo banke oziroma finančne organizacije in ponudnike podrejenega dolga oziroma podrejene financerje, uvrščamo pod zunanje financiranje. Navadni dolg je zavarovan s sredstvi ali delnicami podjetja in je v primeru stečaja na prvem mestu za poplačilo, zato je za posojilojemalca to najcenejša oblika dolga. Posledično lahko zunanje financerje delimo na tiste, ki zahtevajo jamstvo za financiranje, in na tiste, ki tega jamstva ne zahtevajo. Če glavni financerji zahtevajo jamstvo, potem mora praviloma imeti premoženje ciljnega podjetja visoko stopnjo likvidnosti. Pogosto zahtevajo še dodatna jamstva, če premoženje ciljnega podjetja ne zadostuje, na primer poroštvo tretjih oseb ali kreditne zaveze, ki kreditojemalca obvezujejo, da vzdržuje določeno višino izbranih kazalnikov. Najpogostejše oblike takšnega financiranja so kredit, z vnaprej določeno zapadlostjo in amortizacijskim načrtom, revolving kredit in kredit, ki se v celoti vrne ob zapadlosti. Sestavlja ga lahko tudi kombinacija limita na transakcijskem računu za financiranje obratnega kapitala in bančnega kredita. Običajno bančno posojilo pri menedžerskem odkupu vključuje pet- do sedemletno dobo vračanja (European Central Bank, 2007, str. 11; Varanelli, 2001, str. 358; Petrič, 2002, str. 15).

Podrejeni posojilodajalci so tisti, ki brezpogojno verjamejo v sposobnost ciljnega podjetja, da ustvarja ustrezen neto denarni tok. Podrejenost po definiciji pomeni transakcijo, kjer se eden izmed posojilodajalcev strinja, da njegova posojila ne bodo odplačana pred odplačilom posojila tako imenovanih navadnih posojilodajalcev. Posojilodajalci takšne vrste dolga se najbolj zanašajo na stabilne prihodnje denarne tokove podjetja, saj je za poplačilo te vrste dolga potreben presežek nad denarnim tokom, ki je namenjen poplačilu navadnega dolga. V tem primeru gre torej za visoko tvegana posojila s strani banke ali drugih finančnih institucij, na podlagi katerih pridobijo sorazmeren delež delnic ciljnega podjetja ali pa druge premoženske pravice v razmerju s podjetjem. Ti instrumenti so zelo podobni navadnemu dolgu, obenem pa imajo lahko ti instrumenti tudi posamezne lastnosti lastniškega kapitala (Lahovnik, 2013, str. 121; Malus, 2004, str. 40). V nadaljevanju bomo pogledali najpogostejšo obliko podrejenega dolga, in sicer vmesni (angl. *mezzanine*) dolg.

Vmesni dolg ima lastnosti tako financiranja z dolgom kot tudi financiranja preko lastniškega kapitala. Posojilodajalci kot obliko zavarovanja navadno prejmejo možnost pretvoriti del dolga v lastniške deleže ali možnost nakupa delnic po določeni ceni skozi neko časovno obdobje (Gaughan, 2007, str. 313). Navadno je zavarovan s sredstvi, ki niso bila uporabljena za zavarovanje navadnega dolga. Gre torej za dolg, ki je glede

zavarovanja podrejen navadnemu dolgu, s tem pa je za posojilodajalca tudi bolj tvegan. Vmesni dolg je zaradi navedenih razlogov dražji od navadnega dolga, hkrati pa je cenejši od lastniškega kapitala. Angl. *mezzanine* financiranje je ponavadi strukturirano kot dolžniški instrument s fiksno ali spremenljivo obrestno mero in opcijo na delnice. Opcija omogoča posojilodajalcu delež rastoče vrednosti podjetja. Vmesni dolg posojilojemalcu omogoča večjo prožnost pri odplačevanju, saj je lahko odplačan v obrokih ali pa v enkratnem znesku, tako se glavnica odplača na koncu posojilnega obdobja, v vmesnem obdobju pa se odplačujejo zgolj obresti. Tako je podjetje v zgodnji fazi po odkupu razbremenjeno odplačevanja posojila, kar menedžmentu omogoči mirnejšo konsolidacijo poslovanja, saj pritisk na odplačevanje dolga ni tako močan. Prav tako menedžmentu omogoča večjo fleksibilnost pri samem načrtovanju odkupa; brez takšne vrste dolga bi bilo treba izdati dodatni lastniški kapital, kar bi pomenilo manjši nadzor menedžmenta nad podjetjem. Angl. *mezzanine* dolg je sicer lahko strukturiran kot kratkoročni dolg, vendar ima ponavadi dobo zapadlosti okoli šest do osem let (Malus, 2004, str. 40; Petrič, 2002, str. 15).

Financiranje z dolgom se razlikuje od nakupa sredstev preko lastniškega kapitala. Pri dolgu investitorji prejmejo obresti po določeni obrestni meri in seveda vračilo vloženi sredstev v dogovorjenem času. V primeru neplačila ali zamude lahko ti investitorji prevzamejo vodenje in prodajo določena sredstva za poplačilo dolga. Dolg je lahko zavarovan na več načinov, med njimi je možno zavarovanje s hipoteko, ki posojilodajalcu omogoča poplačilo iz zastavljenih sredstev podjetja. Z nakupom sredstev preko lastniškega kapitala je mišljen nakup delnic podjetja. Delničarji so lastniki podjetja in pričakujejo dividende. V primeru stečaja podjetja so delničarji na slabšem od posojilodajalcev, ker so poplačani za ostalimi subjekti. Zato je tveganje višje in zahtevajo višje dividende. Najpogostejša takšna oblika je sodelovanje s skladi tveganega kapitala (Deloitte & Touche, 2004, str. 11).

Menedžerski odkup je torej izveden s pomočjo virov, izposojenih z zastavo premoženja ciljnega podjetja, pogosto pa posojilodajalec zahteva tudi zastavo osebnega premoženja menedžmenta. Na ta način menedžment dodatno zaveže k skrbnemu poslovanju. Zato menedžerji z izvedbo odkupa prevzemajo visoko tveganje. Potencialna precenjenost delnic lahko na dolgi rok vodi do nezmožnosti odplačila prejetih posojil. Vsakršen namig, da obstaja možnost menedžerskega odkupa, pomeni naraščanje cene delnic med napovedjo za prevzem ter samo izvedbo (Lahovnik, 2013, str. 121).

Tabela 1: Tipična struktura menedžerskega odkupa.

Sredstva	Delež v transakciji	Zapadlost	Vir financiranja
Navadni dolg	50–60 odstotkov	5–7 let	- Banke - Zavarovalnice
Vmesni (<i>Mezzanine</i>) dolg	20–30 odstotkov	7–10 let	- Javni trg - Zavarovalnice - LBO/Mezzanine skladi
Kapital	20–30 odstotkov	4–6 let (izhodna strategija)	- Menedžment - LBO skladi - Podrejeni financerji - Investicijske banke

Vir: J. Olsen, *Note on leveraged buyouts*, 2003, str. 5.

Potrebno se je zavedati, da najoptimalnejša struktura menedžerskega odkupa ne obstaja, ker je vsak odkup zgodba zase. Struktura je odvisna od panoge, v kateri podjetje deluje, od značilnosti podjetja, pričakovanih sprememb v gospodarskem okolju, načina poslovanja, možnosti, ki jih ima podjetje pri pridobivanju sredstev, in podobno.

Pri uspešni izvedbi menedžerskega prevzema vsi lastniki kapitala realizirajo visoko donosnost investicije. To je posledica financiranja z dolgom; posojilodajalci prejmejo obresti in vračilo posojila v višini, dogovorjeni ob začetku sodelovanja, vsi preostali ustvarjeni poslovni učinki pa pripadajo lastnikom kapitala, to je prevzemnikom družbe tarče. Investitorji v odkupe z zadolžitvijo pričakujejo visoke donose, ki jih želijo realizirati v obdobju treh do petih let od prevzema (Olsen, 2003, str. 3).

1.2 Pozitivni učinki prevzemov

Menedžerski odkupi imajo tako pozitivne kot negativne učinke. Ekonomska teorija poudarja, da naj bi bili menedžerji v lastniški vlogi pripravljene vložiti več energije in naporov v inovativne projekte, ker so v podjetje poleg človeškega vložili tudi finančni kapital. Menedžerji z lastništvom namreč prevzamejo tudi podjetniško tveganje in so bolj motivirani, zato naj bi bili pripravljene vložiti dodatne napore v prestrukturiranje podjetja in v iskanje inovativnih rešitev (Lahovnik, 2013, str. 128). Povišan lastniški delež, skupaj z vloženim človeškim kapitalom, na menedžerje deluje kot močna spodbuda. Posledično bodo njihove odločitve usmerjene v povečevanje vrednosti podjetja, kar bo imelo pozitivne učinke tudi na preostale lastnike (Frankfurter & Kosedag, 1996, str. 205). Večina študij kaže, da odkupi omogočijo visoke premije delničarjem. To se nanaša tako na delničarje podjetja pred odkupom kot tudi na delničarje po odkupu (menedžerska ekipa, skladi in banke, ki so zagotovili finančna sredstva, in ostali). Ugotovili so tudi, da koristi, ki jih imajo menedžerji ob uspešnem odkupu, niso posledica oškodovanja preostalih delničarjev zaradi uporabe notranjih informacij. Seveda se menedžerji znajdejo v konfliktu interesov, ker hkrati nastopajo kot kupci in predstavniki prodajalcev. Vendar zagovorniki te teorije trdijo, da menedžerji, ki so bili zaposleni v podjetju, vendar niso del ekipe, ki je izpeljala

odkup, vendarle prodajo svoje deleže tej ekipi. Glede na to, da imajo enak dostop do notranjih informacij, bi vedeli, če bi bila cena prenizka, kar bi pomenilo, da bi bila prodaja deležev neracionalno dejanje, s katerim bi oškodovali sami sebe (Jensen, 1989b, str. 20). Zaščita delničarjev predstavlja tudi možnost nakupa oziroma ponudbe od deležnikov zunaj podjetja. Na primer, menedžment poda prevzemno ponudbo po prenizki ceni, na trgu se najde nekdo drug, ki ugotovi, da bi se mu nakup izplačal in ponudi primernejšo ceno. To je še eden izmed sistemskih obrambnih mehanizmov, ki skrbi, da interesi delničarjev niso oškodovani (Jensen, 1989a, str. 39). O negativnih vidikih asimetrije informacij in konfliktu interesov pišem v nadaljevanju. Pozitivni učinek odkupa je tudi povečanje učinkovitosti, ne da bi bila potrebna masovna odpuščanja ali zmanjšanje vlaganja v raziskave in razvoj. Res pa je, da imajo podjetja, ki so najprimernejša za odkupe z zadolžitvijo, tako ali tako nizko stopnjo vlaganja v raziskave in razvoj (Jensen, 1989b, str. 21).

Naslednji pozitivni učinek temelji na kontrolni funkciji dolga. Menedžerji so izpostavljeni nadzoru velikih zunanjih investitorjev. Tako naj bi bile neutemeljene kritike odkupa z zadolžitvijo oziroma menedžerskega odkupa podjetja, ki poudarjajo, da naj bi se menedžerji izogibali zunanjemu nadzoru. Prav tako ne more nastopiti problem agenta, saj se lastniška in menedžerska funkcija prepletata. Problem agentov namreč nastane med lastniki in menedžerji, ko poslovodstvo podjetja ne poseduje pomembnega deleža delnic podjetja. Raziskave prav tako kažejo, da se pri odkupu podjetij z zadolžitvijo pomembno zmanjšajo stroški agentov, ki se pojavljajo z ločitvijo funkcije poslovođenja podjetja od lastništva. Kljub vsemu je treba poudariti, da ima nekajodstotni lastniški delež menedžerjev pozitivne učinke, z večanjem lastniškega deleža pa se začnejo pozitivni učinki manjšati in na določeni točki postanejo negativni. Točka preloma je blizu točke kontrolnega lastništva, saj se v trenutku, ko menedžerji pridobijo dovolj velik delež lastništva, da sami obvladujejo proces korporativnega upravljanja, tudi bistveno zniža preglednost korporativnega upravljanja. Takrat obstaja nevarnost, da bodo menedžerji sprejemali odločitve, ki niso nujno v interesu ostalih delničarjev, ne da bi pri tem tvegali, da bodo za to tudi sankcionirani z razrešitvijo. Tretji vidik pa se nanaša na davčne prihranke zaradi uporabe davčnega štita pri višjem finančnem vzvodu, kar pa ima tudi nekatere pomembne negativne učinke, ki so navedeni v delu o negativnih učinkih menedžerskih prevzemov (Lahovnik, 2013, str. 128). Več o davčnih implikacijah govorim v temu namenjenemu poglavju.

Zaradi samega načina, na katerega potekajo menedžerski odkupi, je pričakovati, da bo podjetje tarča po prevzemu močno zadolženo. Da bi menedžment lahko poplačal dolgove, mora čim bolj optimizirati delovanje samega podjetja in se osredotočiti na glavne dejavnosti. Zracionalizirati je potrebno število zaposlenih, odprodati nepotrebna sredstva ali celo dele podjetja, ki niso potrebni za opravljanje osrednje dejavnosti, poiskati, kje so konkurenčne prednosti podjetja in jih čim boljše izkoristiti, čim koristneje uporabiti strokovna znanja zaposlenih in znanja, ki so jih pridobili o podjetju tekom let, izkoristiti vse davčne ugodnosti, do katerih je podjetje upravičeno, in podobno. Iz tega izhaja

naslednji pozitivni učinek menedžerskih odkupov, da podjetje zaradi okoliščin, v katerih se je znašlo, optimalno izkoristi vse svoje vire in sredstva ter prečisti svoj portfelj, kar vodi do dviga učinkovitosti in uspešnosti. Tako so ta podjetja boljše pripravljena na morebitne nepričakovane spremembe v makroekonomskem okolju, kot je recimo nedavna recesija.

Zahra (1995, str. 226) je v svoji raziskavi ugotovila, da so podjetja po prevzemu, v primerjavi z neprevzetimi, povečala aktivnosti v zvezi z razvijanjem novih proizvodov, dala večji poudarek na optimalno izrabo tehnološke opreme in sredstev, kvaliteta raziskovalno-razvojne funkcije se je izboljšala, kljub temu da se niso povišala sredstva, namenjena za raziskave in razvoj. Rezultat teh sprememb je bil viden kot pozitivna sprememba v uspešnosti prevzetih podjetij. Tudi rezultati drugih raziskav kažejo podobno: večina prevzetih podjetij se je razširila na nove trge in razširila bazo kupcev ter povečala število novih produktov. Abbie Smith je ugotovila, da so prevzetim podjetjem narasli prihodki, povečal se jim je neto denarni tok, dosegala so višjo maržo, prodajo na zaposlenega, izboljšalo se je stanje zalog in terjatev, poleg tega pa ni našla nobenih dokazov, ki bi kazali na zamude v poplačilu dobaviteljev (Jensen, 1989a, str. 40). Ob pojavu težav s prodajo ali odplačilom finančnih obveznosti podjetje lažje, pravočasno ter pod ugodnejšimi pogoji najde pomoč od obstoječih investorjev, kot pa če te možnosti ne bi imelo in bi se moralo samo znajti na trgu (Wilson, Wright, Siegel & Scholes, 2011, str. 193).

1.3 Negativni učinki prevzemov

Negativni učinki so povezani z asimetrijo informacij in s tem povezano zlorabo notranjih informacij, s konfliktom interesov, z zaščito upnikov in s poslabšanjem položaja določenih udeležencev v podjetju – interesnih skupin – ter povečanjem stroškov finančne stiske (Lahovnik, 2013, str. 129).

Problem asimetrije informacij se pojavi takrat, ko obe strani v menjavi ne razpolagata z enako informacijo, ki je potrebna za menjavo. Zaradi asimetrije informacij nastopi položaj, ko ena stranka ne more predvideti dejanj ali namenov druge stranke, saj za to nima dovolj ustreznih informacij. Z asimetrijo informacij nastopi tudi nevarnost zlorabe notranjih informacij, ki je pri menedžerskih odkupih zelo velika, ker menedžerji vedo o poslovanju podjetja več kot vsi ostali subjekti na trgu kapitala (Lahovnik, 2013, str. 129). Z asimetrijo informacij je povezana še ena negativna stran menedžerskih odkupov. Kot pravita Frankfurter in Kosedag (1996, str. 198), lahko menedžerji že pred odkupom vidijo načine za izboljšanje poslovanja, vendar s tem raje počakajo do konca odkupa, saj si tako omogočijo nižjo ceno in višjo rast po koncu prevzema.

Naslednji negativni učinek menedžerskih odkupov, ki je povezan s prvim, je konflikt interesov. Ta lahko nastane med lastniki podjetja kot principalami in menedžerji kot agenti, ker se menedžerji pojavijo v vlogi potencialnih novih lastnikov. Eden od osnovnih ciljev menedžerjev mora biti maksimiranje vrednosti premoženja delničarjev. V primeru

menedžerskega odkupa podjetja se menedžerji pojavijo v vlogi potencialnih kupcev, zato se po definiciji lahko pojavi konflikt med interesom obstoječih lastnikov in interesom potencialnih novih lastnikov – menedžerjev, ki se odraža v ponujeni ceni za delnico ciljne družbe. Zato lahko v literaturi najdemo priporočilo, da je smiselno pridobiti neodvisnega finančnega izvedenca, ki izvede cenitev in se izjasni glede poštene tržne vrednosti delnice. Tako se vsaj deloma prepreči konflikt interesov (Lahovnik, 2013, str. 131). Po drugi strani pa menedžerski odkupi odpravljajo problem konflikta interesov, ker menedžerji postanejo novi lastniki podjetja s poenoteno vizijo, kar se kaže v povečani učinkovitosti, produktivnosti zaposlenih in vrednosti podjetja (Jensen, 1989b, str. 2).

Pomembni negativni učinki menedžerskih odkupov lahko delujejo tudi na vse preostale udeležence podjetja. Povečanje finančnega vzvoda namreč praviloma poveča tveganost podjetja, s čimer se lahko poslabša položaj obstoječih upnikov. Nepredvideni dogodki, kot so spremembe v makroekonomskem okolju (recesija), tožbe in spremembe v zakonodaji, lahko pripeljejo do težav pri plačevanju obresti, izpolnjevanju zavez ali kršitev posojilnih pogojev. V najslabšem primeru je rezultat likvidacija, ki pomeni izgubo celotnega vložka za investitorje in delničarje ter druge subjekte, ki so sodelovali s podjetjem. Finančni vzvod predstavlja problem tudi zaradi samega vpliva na menedžerje. Osredotočeni morajo biti na izpolnjevanje zavez in ostalih zahtev posojilodajalcev, kar lahko, še posebej v težavnih okoliščinah, pomeni, da premalo pozornosti namenjajo osnovni dejavnosti podjetja, s katero ustvarjajo denarni tok. Posledično se lahko znajdejo v zgoraj omenjenih težavah (Olsen, 2003, str. 6).

Pri menedžerskih odkupih se breme dolga za odkup naprti na ciljno družbo. Dobiček, ki bi sicer lahko bil namenjen za nadaljnji razvoj družbe, skoraj v celoti pripada banki ali finančni organizaciji, ki je ponudila finančna sredstva za odkup delnic. To preprečuje ali vsaj otežuje razvoj ciljne družbe. Preprečitev ali omejevanje razvoja družbe pa pomeni zmanjševanje vrednosti njenih vrednostnih papirjev na organiziranih trgih, torej kršitev pravno priznanih pričakovanj delničarjev. To velja tako za male delničarje, ki vidijo v nakupu vrednostnih papirjev naložbo za prihodnost, kot tudi za tiste delničarje, ki nameravajo uveljavljati tako imenovana upravljavška upravičenja družbe. Še več, pri menedžerskih odkupih se spremenijo proporcionalna lastniška upravičenja in s tem sorazmerno število glasov posameznih delničarjev, s čimer se porušijo razmerja v upravljavski strukturi. Zneski za menedžerske odkupe so namreč zelo visoki ne le zato, ker so ciljne družbe tržno zanimive, temveč tudi ker menedžerski odkup pogosto pomeni dobesedni prevzem ciljne družbe s pridobitvijo pomembnih ali celo kontrolnih deležev ciljen družbe (Varanelli, 2007, str. 7).

Menedžerski odkup je sporen tudi s pravnega vidika. Glavno vprašanje je dopustnost odkupa ob upoštevanju načela prepovedi pridobivanja lastnih delnic. Kombinacija določb 247. in 248. člena Zakona o gospodarskih družbah (Ur. l. RS, št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008,

23/2009 Odl.US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl.US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013 Odl.US: U-I-311/11-16, 82/2013, v nadaljevanju ZGD-1) namreč gospodarski družbi prepoveduje pridobivanje lastnih delnic, razen v izjemnih primerih, ki jih izrecno določa zakon. Prepoved pridobivanja lastnih delnic preprečuje, da bi družba izgubila realno premoženje. Če bi namreč kapitalska družba lahko neomejeno pridobila lastne delnice s plačilom kupnine ali z dajanjem zavarovanja v korist delničarjev, bi to pomenilo realno zmanjšanje premoženja družbe in tako zmanjšanje jamstva za njene upnike. Tako družba dejansko zmanjšuje osnovni kapital na posreden in prikrit način v škodo upnikov in to mimo vseh postopkov in pogojev, ki jih določa zakon za varstvo upnikovih pravic (Varanelli, 2007, str. 7).

Zelo pomemben negativen učinek oziroma posledica menedžerskih odkupov je lahko tudi stečaj. Statistični podatki kažejo, da je neuspešnih prevzemov malo; avtorji ocenjujejo, da jih je med približno štiri (Platt & Platt, 2000, str. 1) in šest odstotkov (Wilson et al., 2011, str. 9). Kljub temu in zlasti glede na dogajanje pri nas je ta vidik potrebno upoštevati pri preučevanju. Dejavniki, ki vplivajo na to, da prevzem ne uspe, so navedeni v nadaljevanju.

1.4 Davčne implikacije

Davčno načrtovanje je pomemben dejavnik pri načrtovanju menedžerskega odkupa. Nakup kapitala oziroma sredstev se lahko izpelje tudi tako, da se nakup financira iz davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu. Zato je zelo pomembno, da se projekt skrbno prouči tudi z davčnega vidika. V postopku davčnega načrtovanja se z uporabo zakonitih metod in sredstev ustrezno optimizira davčna obveznost posameznikov in gospodarskih družb. Pomembna vprašanja davčnega načrtovanja so (Šešok, 2007, str. 133):

1. možnost plačila delnic iz davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu;
2. možnost uveljavljanja davčne olajšave oziroma zmanjšanja dohodninske osnove iz plačanih obresti;
3. možnost poračunavanja davčne izgube ob morebitnem spodletelem menedžerskem odkupu.

Najprej se morajo potencialni prevzemniki (udeleženci menedžerskega odkupa) odločiti o načinu izpeljave: ali preko pridobitve kapitala ali preko pridobitve sredstev. Večina menedžerskih odkupov je usmerjena v pridobitev kapitala (torej delnic ali deležev družbe tarče), vendar pa je pridobitev sredstev v nekaterih primerih privlačnejša. Pri slednjem se morebitne negativne davčne implikacije ne prenašajo, na primer mogoče davčne obveznosti, ki bi jih davčni organ ob davčnem pregledu ugotovil na družbi tarči. Pridobitev sredstev je podlaga za uveljavljanje olajšave za raziskave in razvoj, vendar le, če

prevzemniki pridobijo sredstva prek gospodarske družbe in izpolnjujejo pogoje, ki jih veljavna zakonodaja predvideva za raziskovalno oziroma razvojno dejavnost. Uveljavljanje naložbene olajšave je namreč vezano na pridobitev sredstev, ki so namenjena raziskavam in razvoju. Določen kompromis med pridobitvijo kapitala in sredstev je mogoče doseči prek oddelitve dela družbe z ustanovitvijo nove (angl. *spin off*). Tako se v prvem koraku na novoustanovljeno družbo prenese del premoženja prenosne družbe (družba tarča), nato se v drugem koraku delnice oziroma deleži novoustanovljene družbe prodajo prevzemnikom. Ker gre za univerzalno pravno nasledstvo, se na novoustanovljeno družbo prenese tudi sorazmerni del davčne izgube, pri čemer davčne olajšave ostanejo nedotaknjene. V skladu s tem je najbolje prevzemati druge družbe po pravilu opravi oddelitev in kupi oddeljeno družbo, kajti na ta način se izognemo morebitnim skritim negativnim posledicam (Šešok, 2007, str. 132). To tveganje lahko zmanjšamo tudi tako, da pred nakupom opravimo skrbni pregled podjetja.

Menedžerski odkup lahko izpeljejo neposredno fizične osebe (prevzemniki) ali pa ustanovijo vmesno družbo, ki jo za potrebe prevzema družbe tarče ustanovijo prevzemniki. Gre za tako imenovano vmesno družbo, ki pridobi delnice družbe tarče. Z davčnega vidika je primernejši prevzem prek vmesne družbe, ker veljavna davčna zakonodaja omogoča večje davčne ugodnosti pravni osebi. Pod določenimi pogoji je namreč mogoče uveljaviti plačane obresti (iz financiranja prevzema) kot davčno priznani odhodek. Hkrati je tudi prodaja naložbe (družbe) precej ugodnejša, če se izpelje prek pravne osebe (Šešok, 2007, str. 132).

Pri menedžerskih odkupih je pomembno vprašanje obdavčitev kapitalskih dobičkov. Udeleženci se lahko pozneje odločijo, da bodo svoje delnice oziroma deleže prodali. Tako ustvarjeni kapitalski dobiček je lahko podvržen obdavčitvi z dohodnino (Šešok, 2007, str. 133). Potrebno je preučiti vse možnosti in se odločiti za najugodnejšo.

1.5 Značilnosti podjetja, primernega za menedžerski odkup

Menedžerski prevzem ima lahko za podjetje tako pozitivne kot tudi negativen posledice. Najprej pa mora do samega prevzema sploh priti.

Na splošno lahko okoliščine, v katerih se znajde podjetje in ki spodbudijo menedžerski odkup, razdelimo v nekaj skupin (Vahčič, 2007, str. 116):

- Dezinvestiranje velikih podjetij: velika podjetja, holdingi in konglomerati nenehno prilagajajo svojo organizacijo tržnim zahtevam. Zato želi matično podjetje določene aktivnosti, divizije ali podružnice opustiti, prodati oziroma jim ne omogoča dovolj kreativnosti in virov za nemoten razvoj. Priložnost se pojavi tudi pri prevzemih večjih podjetij, kjer prevzemnik z nakupom tarče pridobi tudi njene podružnice in odvisne družbe, ki jih ne želi oziroma ne potrebuje. V takšnem primeru je zelo verjetno, da bo

novi lastnik želel tako pridobljena podjetja prodati. Takšnih transakcij je v povprečju 40 odstotkov vseh evropskih MBO.

- Odkupi družinskih podjetij: podjetniki med umikanjem iz vsakdanjega življenja podjetja pogosto ugotovijo, da v družini nimajo primerne naslednika. Takrat se navadno odločijo za prodajo podjetja. Zaradi čustvenih razlogov so pogosto pripravljene podjetje prodati pod ugodnimi pogoji članom svoje najožje delovne skupine. Takšne transakcije pomenijo približno 30 odstotkov vseh evropskih MBO.
- Odkupi družb, ki kotirajo na borzi: takšne transakcije so navadno zelo odmevne zaradi velikosti in tudi zaradi konfliktov interesov, ki jih ima pri tovrstnih MBO vodstvo podjetja. Kljub odmevnosti tovrstnih nakupov pa ti navadno ne presežejo deset odstotkov vseh transakcij MBO.
- Druge okoliščine za MBO: sekundarni odkupi in odkupi iz stečaja skupaj pomenijo približno 20 odstotkov vseh menedžerskih odkupov v Evropi. Pri sekundarnih odkupih gre za odkup deleža podjetja od finančnega vlagatelja, ki je v prvotnem MBO zagotovil zunanje nedolžniške vire financiranja.

Kot poudarja Kleinman (Lahovnik, 2013, str. 127; Olsen, 2003, str. 4), so za izvedbo MBO primerna podjetja, ki imajo naslednje značilnosti:

- stabilni denarni tokovi, ki se lahko uporabijo za servisiranje dolga,
- nizka stopnja zadolžitve pred izvedbo rekapitalizacije oziroma MBO, ki omogoča dodatno zadolževanje,
- močna pozicija podjetja na trgu,
- majhna nevarnost zastarevanja osnovnih sredstev,
- dejavnost podjetja ne sme biti povezana z visokimi stroški raziskav in razvoja glede na skupne prihodke podjetja,
- potencial za zmanjšanje stroškov,
- ustrezno likvidno premoženje podjetja, ki ga je mogoče porabiti za hipotekarno jamstvo,
- likvidno premoženje, ki ga je mogoče prodati za poplačilo dela dolga,
- izkušena in v praksi preverjena menedžerska ekipa Kleinman izpostavlja zlasti pomen tega dejavnika, ker visok finančni vzvod ne dovoljuje velikih napak pri poslovanju podjetja,
- možnost realizacije izhodne strategije.

Investitorji običajno iščejo uravnoteženo ekipo menedžerjev, ki bo dobro medsebojno sodelovala in pokrivala vsa področja poslovanja. Vodenje je pomembno, toda za uspešno izvedbo odkupa so potrebni skupni naporu ustrezne ekipe menedžerjev. Takšno ekipo naj bi sestavljali:

1. Generalni direktor – vodja, ki združuje ekipo in ima izkušnje in ambicije za uspešno izpeljavo posla;
2. Finančni direktor – računovodja ali finančnik, ki razume dejavnost in je sposoben ohranjati poslovanje znotraj kriterijev, ki jih zahtevajo finančne kontrole in investitorji;
3. Prodajni direktor – izkušen prodajnik, ki se osredotoča na kupce in razume trg, konkurenco in produkte ter pomen dobička;
4. Direktor proizvodnje ali poslovni direktor – tehnično podkovana oseba, ki pozna procese, tehnologije in stroške v povezavi s poslovanjem (Deloitte & Touche, 2003, str. 6).

Za kratko- in dolgoročni razvoj ter obstoj podjetja je pomembno, da je sposoben: ustvarjati dovolj denarnega toka in dobička, ki daje podporo podjetju, medtem ko se razvija, zadostne donose delničarjem in možnost poplačila vseh stroškov, povezanih z odkupom (vračilo dolga, obresti in podobno), pridobiti potrebne vire financiranja, zagotavljati finančne, pravne, marketinške in ostale podporne storitve, potrebne za poslovanje, postaviti in implementirati novo, lastno strategijo. Če je bilo podjetje del skupine, je priporočljivo, da ni preveč odvisno od poslovanja znotraj skupine (Deloitte & Touche, 2003, str. 7).

Na odločitev menedžmenta o odkupu lahko dodatno vplivajo (Srakar, 2003, str. 5):

- podcenjenost delnic,
- nizka zadolženost podjetij (npr. izvedba menedžerskega odkupa oziroma plačilo kupnine z zadolžitvijo podjetja),
- podjetje z visokim denarnim tokom, vezanim v likvidne naložbe (npr. izvedba menedžerskega odkupa oziroma financiranje odkupnine s prodajo naložb),
- koncentracija lastništva v rokah menedžerjev,
- pričakovanje donosnega poslovanja podjetja po prevzemu, v smislu sposobnosti podjetja za odplačevanje posojil.

Menedžerji morda želijo preoblikovati odprto delniško družbo v zaprto. Dolinar (2009, str. 5) za ta prehod navaja naslednje motive:

- stroški, ki jih predstavlja kotacija na borzi,
- sestanki z borznimi analitiki – vodstvo podjetja mora razpravljati o poslovno občutljivih informacijah,
- objavljanje vseh relevantnih informacij in podatkov v zvezi s poslovanjem podjetja (odziv se po navadi kaže v gibanju cene delnice),
- osredotočanje na četrletne rezultate – taka miselnost ni v skladu z dolgoročnim razvojem podjetja,
- izboljšanje menedžerskih spodbud pri doseganju boljših rezultatov.

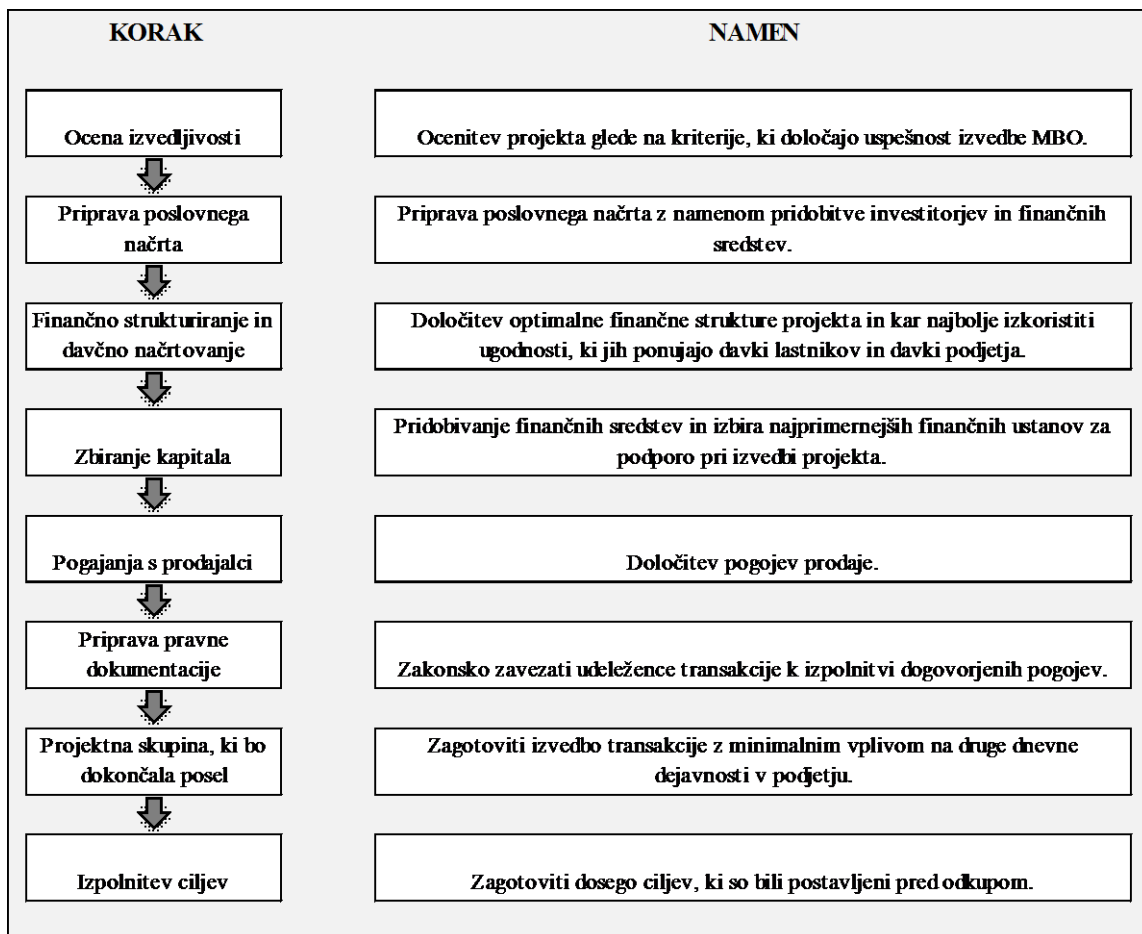
V študijah pogosto zasledimo, da je eden izmed motivov za odkup prepričanje menedžerjev, da lahko s tem povečajo tržno vrednost podjetja. Menedžerji menijo, da je podjetje podcenjeno in posledično pričakujejo rast oziroma dvig vrednosti. Prav menedžerji so tisti, ki dajejo informacije na trg in lahko s tem vplivajo na percepcijo javnosti in vlagateljev ter posledično na vrednost podjetja. Kritika se nanaša predvsem na menedžerjevo dožemanje in pričakovanje bodoče vrednosti. Ker so vpeti v podjetje, je velika možnost, da je njihovo pričakovanje glede vrednosti podjetja večje, kot pa ga dejansko dojemajo drugi subjekti.

Še eden izmed motivov, ki lahko vodijo v odkup, je prepričanje menedžerjev, da so deli podjetja posamezno vredni več kot njihova celota. Nepotrebne dele prodajo in s tem pridobijo sredstva za poplačilo obveznosti, sami pa se osredotočijo na glavno dejavnost.

1.6 Faze menedžerskega odkupa

Teško bi rekli, da obstaja tipična oblika menedžerskega odkupa, vsi pa gredo skozi faze, navedene v spodnji sliki.

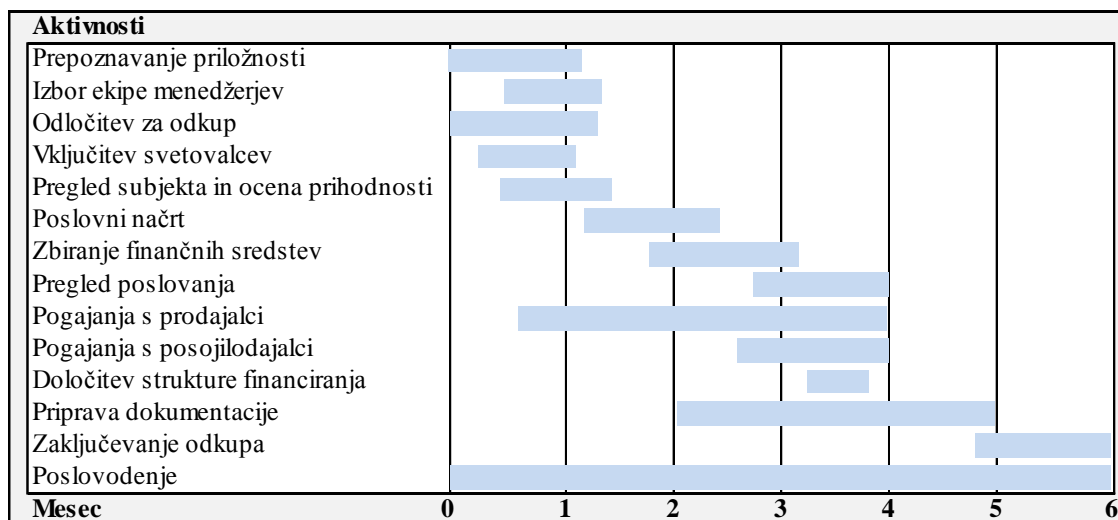
Slika 1: Proces menedžerskega odkupa



Vir: Deloitte & Touche, *A practical guide to MBOs*, 2003, str. 14.

Nekatere od teh faz morajo biti zaključene, preden se lahko začne naslednja, nekatere pa se lahko odvijajo skozi celoten proces menedžerskega odkupa. Okviren časovni raspored aktivnosti je prikazan na Sliki 2.

Slika 2: Časovni raspored aktivnosti pri izvedbi menedžerskega odkupa



Vir: Deloitte & Touche, *A practical guide to MBOs*, 2003, str. 15.

Če menedžerji presodijo, da podjetje izpolnjuje zgornje kriterije oziroma kako drugače kaže primernost za nakup, se je potrebno odločiti za tehniko prevzema oz. način, preko katerega bodo menedžerski odkup izpeljali. Menedžerski prevzem ima naslednje tipične faze odkupa podjetja (Lahovnik, 2013, str. 123):

- V prvi fazi menedžerji praviloma pridobijo določen manjšinski del podjetja. V ta namen pogosto zastavijo svoje premoženje.
- Zunanji investitorji, ki sofinancirajo menedžerski odkup podjetja, zagotovijo dodatne finančne vire, ki so finančna osnova za prevzem podjetja. Potrebne vire zagotovijo na podlagi predhodne zastavitve delnic ali premoženja ciljnega podjetja. Financerji pogosto zahtevajo od menedžerjev dodatna poročila oziroma osebna jamstva. Lahko gre tudi za sindicirano posojilo s strani različnih bank. Na ta način odkupijo vse preostale delnice, ki kotirajo na trgu kapitala.
- Po uspešno izvedenem odkupu praviloma sledi umik delnic z organiziranega trga kapitala, saj je lastniška struktura skoncentrirana in ni razloga, da bi podjetje še kotiralo na borzi.
- V četrti fazi pogosto sledi dezinvestiranje osnovnih sredstev in/ali finančnih naložb prevzetega podjetja, ko novi lastniki odprodajo del premoženja ciljnega podjetja. Včasih sledi celo odprodaja posameznih poslovnih enot, s čimer odplačajo del najetega posojila. V tej fazi poskuša menedžment zagotoviti dodatne denarne tokove tudi s spremenjeno strategijo poslovanja, ki temelji na racionalizaciji stroškov oziroma na zniževanju operativnih stroškov poslovanja.

- Po nekaj letih lahko sledi še ena faza, ko se lastniško in finančno konsolidirano ter strateško prestrukturirano podjetje ponovno uvrsti na organizirani trg kapitala. Motiv za to je največkrat želja po zagotovitvi večje likvidnosti delnic menedžerjem oziroma obstoječim delničarjem in pa potreba po dodatnem kapitalu. V tem primeru govorimo o povratnem LBO, pri čemer pride do t.i. sekundarne javne ponudbe delnic (angl. *Secondary Initial Public Offering*, v nadaljevanju SIPO).

Faza, na katero se največkrat pozabi, je priprava izstopne strategije. Če želijo investitorji iztržiti čim več, morajo svojo naložbo prodati po najvišji možni ceni in si tako zagotoviti dobiček. Učinkovita izstopna strategija je zato najpomembnejši element za potencialne vlagatelje, ker ravno s to fazo dosežejo največji izkupiček. Izbira faze je odvisna od mnogih dejavnikov, od lastnosti podjetja in vlagatelja do zunanjih dejavnikov, kot so razmere na trgu in makroekonomske razmere. Najpogostejše izstopne strategije so (European Central Bank, 2007, str. 10):

- izvedba javne ponudbe delnic (angl. *initial public offering* ali IPO);
- prodaja drugemu poslovnemu subjektu;
- sekundarna prodaja (na primer prodaja drugemu skladu zasebnega kapitala);
- rekapitalizacija.

Koražlja (2007, str. 119) navaja 6 tehnik za menedžerskih odkup:

1. Najpreglednejša je objava prevzemne ponudbe s pošteno odkupno ceno za delnice. Takšni primeri so bili v Sloveniji redki, ker so cene delnic v času večine MBO v Sloveniji bile visoke, kar bi povzročalo težave pri financiranju.
2. Težave s financiranjem so izziv za zasebne naložbene sklade, ki se z veseljem pridružijo menedžerski ekipi pri sofinanciranju odkupa, imajo pa visoka pričakovanja glede uspešnosti poslovanja družb.
3. Pred uresničitvijo menedžerskega nakupa so pri nas priljubljena parkirišča. Družbe, ki so upravam prijateljske, kupujejo deleže namesto menedžmenta. Ko je kapital družbe bolj skoncentriran, uprave te deleže navadno odkupijo. To je ceneje kot objava prevzemne ponudbe in plačilo premije.
4. Menedžerji pogosto financirajo nakup večjih deležev z zastavo teh delnic za posojilo. To po mnenju poznavalcev izčrpava družbo, ker ta sredstva za razvoj uporablja za poplačilo posojil uprave.
5. Menedžerji lahko družbo poceni kupijo v stečaju. Nekaj takšnih nakupov se je zgodilo že ob začetku privatizacije. Kot v svoji analizi tranzicije piše Alenka Žnidaršič Kranjc, je v začetku devetdesetih let val stečajev prerasel obseg, ki se v svetu pojavlja v obdobjih največjih težav. Menedžerji so s stečaji oblikovali takšna podjetja, ki so bila lastninsko in upravljalško obvladljiva.
6. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij iz leta 1992 je predvidel ustanovitev družbe pooblaščenke, v kateri se organizirajo notranji lastniki. Prevzemna zakonodaja,

ki je bila sprejeta 1997, je te družbe izvzela pri oddajanju prevzemne ponudbe, tudi če so bile lastnice več kot 25 odstotkov družbe (novela zakona o prevzemih leta 2006 je to spremenila).

Kot vidimo, je stanje v Sloveniji zaradi majhnosti in zgodovinskega razvoja drugačno kot v državah, kjer je bilo izvedenih največ MBO-jev (ZDA, Velika Britanija ipd.). Poleg tega sta ta dva trga velika in kapitalsko razvita. To je potrebno upoštevati pri proučevanju samega poteka menedžerskih prevzemov in sklepov, do katerih pridemo.

Po uspešni izvedbi odkupa se za menedžerja ali skupino menedžerjev, ki je podjetje prevzela, resno delo šele začne. Ta korak kritično vpliva na uspešnost podjetja po prevzemu. Treba je izvesti prestrukturiranje, vzpostaviti finančni menedžment in kontroling, ki bo skrbel, da bodo dolgovi poplačani in da bo podjetje sledilo zastavljeni poti, potrebno je ohraniti dober odnos z dobavitelji in kupci ter jim pokazati, da podjetje ostaja zanesljivo, in seveda še mnogo drugih dejavnosti.

Najpogostejše težave, s katerimi se srečujejo ekipe, ki so sredi ali že pri koncu menedžerskega prevzema, bi lahko strnili v naslednje točke:

1. Slabo opredeljena ali neopredeljena pravila izstopa sedanjih ali vstopa novih udeležencev prevzema.
2. Prikrit začetek boja za prevzem družbe prevzemnice – spreminjajoča se notranja razmerja.
3. Podcenjevanje različnih lastniških interesov udeležencev prevzema (kratkoročni, dolgoročni, finančni, strateški, podjetniški ...). Ob začetku menedžerskega prevzema so interesi navadno enotni, gre za željo po doseganju zastavljenega cilja. Ko pa je cilj dosežen, se začnejo motivi in interesi spreminjati ter razhajati. Enako velja za razmerja med udeleženci. Nekateri od njih se upokojijo prej, drugi pozneje, spet tretji se odločijo profesionalno kariero nadaljevati zunaj prevzetega podjetja.
4. Premalo pozitivnih organizacijskih sprememb v prevzeti družbi po opravljenem prevzemu. Slabe prakse iz preteklosti se v režiji nadaljujejo, pričakovanja ostajajo, potrebe po finančnih sredstvih pa rastejo. Z zaskrbljenostjo je mogoče ugotoviti, da je (zlasti v Sloveniji) le v redkih primerih podjetij, ki jih je prevzel menedžment, opaziti pozitivne spremembe v organizaciji in poslovanju.
5. Vse navedeno vodi h krajšemu ali daljšemu žrtvovanju razvoja zaradi pridobivanja lastniške prevlade. Če se ob tem ne krši načelo enakopravnosti vseh delničarjev in so zaščitene pravice malih delničarjev, zadeva pravno ni sporna. Seveda pa bo imela svoje negativne makroekonomske učinke v posameznih okoljih, ki se bodo zato razvijala precej počasneje, kot bi se lahko (Peklar, 2007, str. 130).

Nevarnost težav lahko zmanjšamo že s tem, da vemo, kaj posamezni udeleženci pričakujejo od menedžerskega odkupa. Menedžerska ekipa si želi pridobiti neodvisnost in

avtonomijo pri odločanju, izogniti se želi konfliktu interesov med lastniki in menedžerji, pričakuje visoke finančne koristi in nove izzive. Preostali investitorji, ki so zagotovili finančna sredstva, pričakujejo predvsem povečanje vrednosti svoje naložbe, najprej preko dobičkov in rasti vrednosti podjetja na trgu, kasneje preko zaslužkov pri prodaji podjetja (Deloitte & Touche, 2004, str. 3).

V članku o MBO-jih v Evropi se avtorica Urbanija (2007, str. 145) sprašuje, zakaj nekateri menedžerski odkupi propadejo in kaj se je mogoče naučiti od tistih, ki so ga uspešno izpeljali. Ugotovila je, da strokovnjaki vsem tistim, ki razmišljajo o MBO, priporočajo, naj najprej sami sebi priznajo, zakaj hočejo odkupiti podjetje. Če je razlog v tem, ker se bojijo za svoje delovno mesto, to vsekakor ni zadostna motivacija. Potrebno je imeti željo po nakupu in razvoju podjetja ter imeti vse potrebne lastnosti za njegovo uspešno vodenje. Potrebno je tudi ugotoviti, zakaj je podjetje naprodaj. Nadaljnji dejavnik, o katerem je vredno razmisliti, je, kako bo odhod prejšnjega lastnika vplival na poslovanje in da ne bo ustanovil konkurenčnega podjetja. Oceniti je treba, ali bodo poslovni partnerji ostali zvesti podjetju tudi po zamenjavi lastništva. Pomembno je razmisliti tudi o ceni, kajti večina MBO propade, ker je bila odkupna cena previsoka. Nadaljnje svarilne besede strokovnjaki izrekajo tudi glede pretiranih napovedi o poslovnih uspehih in preveč optimističnih poslovnih načrtih. Izdelati je treba načrt, o katerem je menedžment lahko prepričan, da ga bo izpeljal, ne pa da le upa, da ga bo lahko izpeljal. Enako pomembno je zagotoviti pravega partnerja, ki bo zagotovil sredstva za odkup. Če se menedžment odloči za ponudnike tveganega kapitala, je treba vedeti, da bodo ti po določenem času hoteli iz posla izstopiti in svojo naložbo pretopiti v dobiček. Nujno potrebno je dobiti dobrega finančnega podpornika, ki ima enako poslovno filozofijo kot menedžment in si z njim deli poglede na posel. Predvsem pa je potrebno oceniti, kakšna je prihodnost podjetja in v kolikšni meri izpolnjuje zgoraj omenjene značilnosti primernosti za prevzem.

Prav tako De Caires ugotavlja, da uspešen odkup zahteva (Srakar, 2003, str. 12):

- sposobno, močno motivirano menedžersko ekipo, ki je prepričana, da je odkup možen, da je na razpolago dovolj finančnih sredstev in da se bo prodajalec hotel pogajati,
- da ima podjetje razvojne perspektive in je tudi donosno ali bo donosno v prihodnosti,
- da je podjetje sposobno poslovati neodvisno od svojih bivših lastnikov, sposobno servisirati dolgove in zagotavljati zadosten kapital za nemoteno poslovanje.

Nash (2005, str. 87) ugotavlja, da so dejavniki, ki največkrat vplivajo, da odkup ni izpeljan uspešno, naslednji:

- nenadne spremembe na trgih (poslabšanje gospodarskih razmer, motnje v oskrbovalni verigi, spremembe v dojemanju kupcev, prenehanje sodelovanja s pomembnim poslovnim partnerjem in podobno);

- težave z zaposlenimi (strah pred odpustitvijo, novi zaposleni – zlasti menedžerji – morajo spoznati podjetje in se prilagoditi novim razmeram ...);
- skrite težave podjetja oziroma težave, ki so jih spregledali (to je problematično pri odkupih, kjer pride menedžment od zunaj; pri notranjih odkupih iz očitnih razlogov do tega ne prihaja);
- slaba menedžerska ekipa.

Zelo zanimiv pogled na obravnavano tematiko, ki v ospredje postavlja menedžerja, ponuja teorija vedenjske ekonomije, ki proučuje obnašanje subjektov na trgih. Kahneman in Tversky sta pri proučevanju vedenja ljudi ugotovila, da se posamezniki v številnih okoliščinah ne vedejo optimalno ali racionalno. Posamezniki so samo delno racionalni, saj moramo pri njihovem delovanju upoštevati tudi njihovo čustveno oziroma iracionalno plat. Odločitve menedžerja so posledica vseh zavestnih in nezavednih procesov v možganih, analiziranja vseh dostopnih informacij. Ob tovrstnih odločitvah pri posamezniku vedno delujejo emocionalni in kognitivni dejavniki, kot so prevelika samozavest, sla po zaslužku in oblasti. Človeški um najpogosteje dela tri napake, in sicer: iluzijo razumevanja, saj vsak posameznik misli, da razume svet okoli sebe (vendar je ta mnogo bolj kompleksen in naključen); retroaktiven obrat, zaradi katerega posameznik vedno ocenjuje stvari šele potem, ko se zgodijo, kot bi jih gledal v vzratnem ogledalu (zgodovina se zdi jasnejša in bolj urejena v zgodovinskih knjigah, kot je v empirični realnosti); visoko ocenjevanje vrednosti dejanskih informacij in podcenjevanje avtoritativnih in učenih ljudi, posebej ko gre za kategoriziranje (Žvipej, 2011, str. 193).

Žvipej (2011, str. 198) je v analizi racionalnosti menedžerskih odkupov v Sloveniji primerjal izjave treh menedžerjev pred in po prevzemu. »Oseba A je v obdobju pred prevzemom trdila, da podjetje nima težav s solventnostjo in da jih nikoli ni imelo. Povedala je, da se z menedžerskim odkupom ne ukvarja, vseeno pa verjame, da bo družba prevzeta, pri čemer ne želi napovedati, od koga. Danes Oseba A s prizvokom cinizma trdi, da je to, da je imelo podjetje 200 milijonov evrov izgube zaradi nakupa deleža drugega podjetja, njena odgovornost, saj pač ni predvidela svetovne finančne krize. Enormno zadolževanje vidi z današnje perspektive kot očitek, ki ne upošteva spremenjenih okoliščin in razmer, predvsem globalnega upada vrednosti delnic in velike krize. Zdaj Oseba A pravi, da so banke po dampinških cenah ponujale nezavarovane kredite. Oseba B je v obdobju pred prevzemom trdila, da ne načrtuje vračanja kreditov za potrebe financiranja prevzema, saj za to ni potrebe. Danes Oseba B pravi, da je bil prevzem pravzaprav posledica razmer v okolju. Bilo je precej opozoril, vendar so vsi pričakovali normalno rast, celo Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR). Oseba B meni, da je bilo takratno stanje posledica črednega nagona, evforije, saj so ljudje kupovali delnice, ki so bile zelo drage, in je bilo skoraj nemogoče, da bi še rasle, pri čemer so najemali posojila. Priznava, da so podcenili tveganje in da niso predvideli, da se bo trg zrušil. Danes vsi dobro vedo, kaj bi morali narediti pred tremi leti, takrat pa so vsi prosili za sodelovanje pri prevzemu podjetja. Oseba B še ocenjuje, da so bili ključni

moment ugodni pogoji v okolju, kot so podpora prevzemom, pozitivna pričakovanja glede rasti cen delnic kot poslovnih priložnosti in presežek denarnih sredstev bank. Oseba C je v obdobju pred prevzemom trdila, da do menedžerskega odkupa v podjetju ne bo prišlo. Prepričana je celo, da so delnice v splošnem podcenjene, in trdi, da je žalostno, da slovenski vlagatelji niso imeli možnosti intenzivneje sodelovati v tej fazi lastninjenja bank po diskontni ceni.«

Iz teh izjav so lepo razvidne zgoraj omenjene najpogostejše napake, ki jih dela človeški um, še posebej retroaktiven obrat in prevelika samozavest. Navedene ugotovitve je seveda potrebno jemati z nekaj rezerve. Analiza je bila opravljena le na vzorcu treh menedžerjev, poleg tega je šlo za analizo sekundarnih podatkov, kar pomeni, da avtor ni bil v stiku z intervjuvanci oziroma ni sam vodil intervjujev. Pomanjkljivost je tudi, da se pri interpretaciji avtor ne more izogniti vplivu subjektivnosti. Vendar pa kljub naštetim pomanjkljivostim navedene ugotovitve dajejo zanimiv vpogled v razmišljanje menedžerjev s stališča psihologije, ki jih ostale teorije ne ponujajo. Poleg tega je študija narejena za območje Slovenije in je ena izmed redkih študij na to temo pri nas.

2 EMPIRIČNE UGOTOVITVE O MENEDŽERSKIH ODKUPIH

2.1 Menedžerski odkupi na mednarodnih trgih

Jensen je že leta 1989 govoril o prednostih prevzetih, odcepljenih podjetij (angl. *spinoff*), odkupov z zadolžitvijo in nasploh podjetij v zasebni lasti v primerjavi s podjetji v javnem lastništvu, ki ponavadi tudi kotirajo na borzah. Ravno v tem času se je v ZDA dogajal val preoblikovanja podjetij v omenjene oblike, na Japonskem, ki je bila takrat glavna tekmica ZDA, pa je razvoj šel ravno v obratno smer. Dejal je, da bo ravno ta razlika omogočila ZDA ekonomsko prednost pred Japonsko (Jensen, 1989b, str. 2). Danes vidimo, da je Japonska res v ekonomsko slabšem položaju kot ZDA.

Če povzamem ugotovitve Lahovnika (2013, str. 119), sta število in vrednost odkupov podjetij s pomočjo finančnega vzvoda začela močno naraščati v začetku 80. let predvsem v ZDA in Angliji ter dosegla vrhunec v istem desetletju. Pred tem obdobjem so bili taki odkupi redkejši. Porast sovpada s četrtim valom združitvev in prevzemov v anglosaksonskem svetu, za katerega je značilno veliko število sovražnih prevzemov. Povprečna velikost transakcije je bila tako leta 1981 39,42 milijonov USD, medtem ko je v letu 1987 povprečna vrednost transakcije v 259 izvedenih LBO znašala 137,45 milijonov USD. Odkupi podjetij s pomočjo finančnega vzvoda so se v 80. letih uveljavili kot način prevzema tarče, pri čemer je bil lahko prevzemnik zunanji investitor (zunanja institucija), zunanji menedžerji ali obstoječi menedžment. Podjetja so se v 80. letih s prestrukturiranjem poslovanja odzvala na spremembe v poslovnem okolju, ki so jih povzročili naraščajoča globalna konkurenca, deregulacija trgov in razpoložljivost dolžniških virov financiranja. Prestrukturiranje poslovanja je bil tudi odgovor na vse

hitrejše tehnološke spremembe. Razvoj finančnih instrumentov in trga kapitala je bistven element povečevanja odkupov podjetij s finančnim vzvodom in v tem okviru seveda tudi menedžerskih odkupov podjetij.

Število odkupov podjetij s pomočjo finančnega vzvoda se je ponovno povečalo konec 90. let. Število transakcij je bilo v letu 2000 približno dvakrat večje kot konec 80. let, povprečna vrednost transakcije pa za polovico manjša. V času visoke gospodarske konjunktore v letih pred zadnjo gospodarsko krizo se je število menedžerskih odkupov močno povečalo, v ZDA je na primer doseglo vrhunec leta 2007. Razloge je treba iskati predvsem v visoki razpoložljivosti finančnih virov in različnih instrumentov za financiranje menedžerskih odkupov in v pričakovanjih menedžmenta ter finančnih institucij, da bo tovrstne odkupe mogoče financirati na podlagi pričakovanega denarnega toka tarče. Na vrhu gospodarskega cikla so bila seveda pričakovanja glede prihodnjega denarnega toka prevzetih družb zelo optimistična. Kljub temu da je število menedžerskih odkupov po pojavu gospodarske krize močno upadlo (leta 2009 je bilo takih prevzemov približno trikrat manj kot ob vrhuncu, povprečna vrednost prevzemov pa je bila v enakem obdobju kar petindvajsetkrat manjša), je bil v sledečih letih ponovno opazen pozitiven trend rasti (Lahovnik, 2013, str. 120; Flynn, 2012, str. 37).

Tabela 2: Število odkupov in povprečna vrednost v obdobju od leta 2002 do leta 2011 v ZDA

Leto	Število poslov	Povprečna vrednost (v milijardah USD)
2002	187	23,4
2003	199	52,4
2004	369	87,2
2005	521	144,9
2006	757	257,9
2007	822	531,4
2008	582	117,2
2009	291	20,8
2010	523	73,8
2011	545	98,5

Vir: Flynn, 2011 by the numbers, 2012, str. 37.

2.2 Prevzemi v Sloveniji in njihove značilnosti

V zvezi z menedžerskimi odkupi v Sloveniji je treba izpostaviti, da so bili večinoma izvedeni z zelo visokim finančnim vzvodom in da so mnogi temeljili na nerealni predpostavki o konstantni visoki rasti denarnega toka prevzetega podjetja, s katerim so menedžerji želeli financirati prevzem. Slovensko gospodarstvo je tudi zaradi tega svetovno gospodarsko krizo pričakalo z bistveno višjim finančnim vzvodom, kot ga je denimo imelo

še leta 2004. Po podatkih UMARja se je v obdobju od 2004 do 2007 vrednost kreditov nefinančnim institucijam podvojila. Po eni strani je bila to posledica procesa nominalne konvergence oziroma padajočih obrestnih mer zaradi uvedbe evra, po drugi strani pa je v tem istem obdobju potekal relativno nepregleden intenziven proces lastniške konsolidacije, ki je temeljil na denarnem toku prevzetih podjetij. V celi vrsti srednjih in velikih podjetij so uprave velik del prostih denarnih tokov namesto za razvojne projekte namenile konsolidaciji lastniške strukture. Slednje je imelo dve bistveni slabosti, s katerima se je soočalo slovensko gospodarstvo. Prvič, podjetja so se izčrpavala zaradi servisiranja teh kreditov, drugič, v letih konjunktura niso bili izvedeni nujni procesi strateškega prestrukturiranja, ki bi omogočili lažje soočanje s svetovno gospodarsko krizo. Zato je z novelo Zakona o prevzemih (Ur. l. RS, št. 79/2006, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008, 35/2011, 55/2011 Skl.US: U-I-103/11-9, 105/2011 Odl.US: U-I-103/11-16, 10/2012, 22/2012 Odl.US: U-I-123/11-14, 38/2012, 56/2013, 63/2013-ZS-K, v nadaljevanju ZPre-1A) od leta 2008 dalje v zakonu o prevzemih izrecno zapisana določba, da mora prevzemnik Agenciji za trg vrednostnih papirjev dokazati, da za plačilo vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prevzemna ponudba, ni kakor koli, posredno ali neposredno, dal ali se zavezal dati v zastavo ali zavarovanje vrednostnih papirjev ali druge oblike premoženja ciljne družbe, ki niso v lasti prevzemnika (Lahovnik, 2013, str. 136).

Številni pravniki, ekonomisti in politiki govorijo o neetičnosti menedžerskega odkupa. Glavni razlog vidijo v tem, da je menedžerski odkup delnic izpeljan praktično brez lastnih sredstev menedžerjev in brez tveganja zanje, hkrati pa pomeni veliko bogatenje, praviloma v škodo drugih delničarjev in delavcev. Ta argument ima v Sloveniji zanimive in še neraziskane psihološke vidike. V sistemu, kjer je nekoč prevladovala družbena lastnina in kjer je bilo ljudstvo imetnik teh podjetij, je treba gledati na te pojave z drugačnim pogledom. Obstaja namreč skoraj čustvena navezanost državljanov na ta podjetja, ki so bila nekoč v njihovi lasti. Kljub pomembnosti in politični teži etičnega vidika pa je treba pri obravnavanju problematike menedžerskih odkupov ta vidik izključiti (Varanelli, 2007, str. 6).

Pri analiziranju mednarodnih raziskav o lastništvu menedžmenta je treba vedeti, da večino raziskav opravijo v ZDA, kjer je lastništvo družb, ki kotirajo na borzah, zelo razpršeno, sistem nagrajevanja menedžmenta pa vključuje tudi močno nagrajevanje z delnicami ali delniškimi opcijami. Podobno je v Veliki Britaniji, drugače pa je v celinski Evropi (zlasti Nemčiji), kjer je lastniška sestava koncentrirana v rokah premožnih družin in nefinančnih podjetij. Delniške opcije ali delniški načrti so v celinski Evropi le izjemoma pomemben del sistema nagrajevanja vodilnih. Vsem tem okoljem pa sta skupni dolga zgodovina in prevladujoča vloga lastnika, na katerem temelji sodobni kapitalizem. Slovensko okolje se razlikuje v številnih elementih (Peklar, 2007, str. 129):

1. Izhodiščni položaj menedžmenta v Sloveniji je precej močnejši. Najprej zaradi njegove zgodovinske vloge med tranzicijo, zdaj pa zaradi dejstva, da še vedno nima za svojega sogovornika lastnika v klasičnem pomenu te besede. S tem mislimo lastnika, ki natančno pozna vsebino in vrednost svoje naložbe, načine vrednotenja in prodaje. Menedžerska ekipa do podrobnosti pozna neizkoriščene poslovne priložnosti, neoptimirane finančne vire, podcenjene izredne prihodke, precenjene izredne odhodke in s pretirano skrbnostjo in konservativnim pristopom vrednotene bilančne postavke (nepremičnine, blagovne znamke, know how, patenti in drugo).
2. Menedžerski prevzemi so po vplivu in obsegu v Sloveniji precej večji, saj gre, razen v redkih primerih, za prevzem večinskega paketa.
3. Menedžerski prevzemi še vedno sodijo v kategorijo oblikovanja dokončne lastniške sestave v okviru procesa lastninskega preoblikovanja. Sodiijo torej v primarno kapitalsko akumulacijo, ki nima vedno trdnega podjetniškega temelja.
4. Cilj prevzemov je vsaj srednjeročno, če ne dolgoročno lastniško obvladovanje podjetja. Pogosto je opaziti nepopolno definirane delničarske interese in pretirano deležniški pristop, ki se kaže v slabo izdelanem ali celo neizdelanem načrtu sprememb v organizaciji in poslovanju, ki naj po prevzemu omogoči njegovo financiranje.
5. Prevzemi so izpeljani z zapletenimi in največkrat nepreglednimi pripravljalnimi aktivnostmi koncentriranja paketov delnic, ki poteka prek bank, borznoposredniških hiš ali tako imenovanega prevzemnika prijaznih podjetij. Niso redki primeri vključevanja pomembnih dobaviteljev oziroma kupcev, kar ni optimalno za nadaljnje upravljanje družbe.
6. Največji vsebinski očitek slovenskemu procesu privatizacije gre najmanj obravnavanemu, po svojem obsegu pa daleč največjemu valu menedžerskih prevzemov, ko so menedžerji (in lastniki) družb za upravljanje po tekočem traku prevzemali pooblašene naložbene družbe oziroma iz njih preoblikovane holdinge. Ne zakonodajalec ne regulator se nista ustrezno odzvala. Celo več, zaslediti je bilo več povezav med pisci zakonov in člani organov regulatorja, ki so zunaj delovnega časa nastopali kot plačani svetovalci prevzemnikov.
7. Prevzemi so v finančnem pomenu izpeljani z močno finančno obremenitvijo prevzetega podjetja in zelo majhnimi lastnimi vložki udeležencev. Pot do menedžerskega lastništva tako skoraj vedno pelje skozi krajše ali daljše oslABLJENO poslovanje podjetja, kar je v odnosu do drugih delničarjev in deležnikov družbe sporno.
8. Udeleženci prevzema največkrat predstavljajo večjo skupino vodilnih, neredko pa tudi člane srednjega menedžmenta oziroma večje število zaposlenih.
9. Zaradi še vedno velikega deleža države oziroma paradržavnih skladov prevzema številnih, zlasti javnih družb skoraj ni mogoče opraviti brez vpliva aktualne politične elite. Na trgu so zelo navzoči tako imenovani trgovci z močjo (v tuji literaturi imenovani »power traders«), ki so, čeprav so brez formalnega položaja med akterji prevzema, odločilni za njegovo izpeljavo. Gre za tipičen tranzicijski pojav, na katerega ni bila imuna nobena oblast.

Poleg tega je potrebno upoštevati, da je gospodarsko in politično okolje, kot ga poznamo danes, prisotno razmeroma kratko obdobje oziroma bistveno krajše kot v velikem številu drugih držav, s katerimi tekmujemo. Vpliv politike preko paradržavnih podjetij, ki še vedno ostajajo pomemben lastnik večine največjih podjetij in tudi bank v Sloveniji, je zelo močan. Od razvoja dogodkov na trgih kapitala, ki ga je v istem obdobju doživljal razviti svet, nas loči tako imenovana druga faza privatizacije, v kateri je prišlo v letih po 2002 do menjave generacij v menedžmentu pomembnih slovenskih podjetij. Del stare generacije menedžerjev, ki je svoja podjetja popeljala skozi različna obdobja poslovanja, od izgube trgov ob osamosvojitvi do stabilizacije poslovanja, od lastninskega preoblikovanja do kotacije na Ljubljanski borzi, je odhajala v pokoj. Nova generacija menedžerjev je svoje mandate nastopila v za Slovenijo ugodnem makroekonomskem okolju, v začetku ekonomske konjunktore. Država je beležila rast bruto domačega proizvoda, rast izvoza ter trend padanja brezposelnosti ob zniževanju javnega dolga. Optimizem menedžerjev je rasel zaradi naraščanja vrednosti delnic na Ljubljanski borzi. Okolje je bilo torej zelo ugodno. V tem samoprepričanju so posamezni menedžerji podzavestno povečevali verjetnost za uspeh projekta. Preko zvez v upravah bank so izkoristili dostop do kreditnih virov in uporabili možnosti verižnih lastništev lastnega podjetja s prijateljskim, in obratno. Menedžerskega odkupa torej ni financiral zasebni kapital, temveč skoraj v celoti banke kreditodajalke. Pri tem so menedžerji zastavili delnice prevzetega podjetja. V tem delu so banke pri poslovanju izrazito odstopale od običajne bančne prakse (Žvipelj, 2011, str. 202).

V slabih gospodarskih razmerah in v razmerah recesije gre pričakovati, da se bodo podjetja, ki niso bila odkupljena s pomočjo vlagateljev zasebnega kapitala (na primer skladi zasebnega kapitala), odrezala slabše kot tista, ki so bila. Čeprav lastništvo menedžerjev daje določene spodbude, je moč kontrolne funkcije dolga manjša, če ne sodelujejo vlagatelji zasebnega kapitala, kar se odraža v uspešnosti podjetja (Wilson et al., 2011, str. 195). To lahko prenesemo na razmere v Sloveniji, kjer te vrste menedžerskih odkupov praktično ni bilo, menedžerji skoraj niso bili nadzorovani, kar je imelo negativne posledice že pred gospodarsko krizo, po pojavu krize pa so se težave še zaostriale in v mnogih primerih pokazale navzven, kljub temu da so bile prisotne že prej.

Pričakovati je, da se bodo podjetja, ki so jih kupili menedžerji od zunaj (angl. *management buy-in*), v recesiji odrezala slabše kot podjetja, ki so jih odkupili obstoječi menedžerji. V težkih razmerah je potrebno hitro in učinkovito odločanje, novi menedžerji pa se morajo najprej spoznati s podjetjem, soočajo se z asimetrijo informacij, ne poznajo še morebitnih skritih rezerv in podobno (Wilson et al., 2011, str. 194).

Ob pojavu recesije je veliko avtorjev bilo pesimističnih glede pričakovanj o uspešnosti prevzetih podjetij. Takšno sklepanje je povsem logično, kajti prevzeta podjetja so močno finančno zadolžena in s tem bolj občutljiva na negativne spremembe v gospodarskem okolju. Vendar pa so rezultati študije pokazali, da so ta podjetja dosegla višjo rast, produktivnost in dobičkonosnost (Wilson et al., 2011, str. 201).

Sklenemo lahko, da so bili menedžerski odkupi v Sloveniji v (pre)mnogih primerih povezani z uporabo slabih praks korporativnega upravljanja. Prvič, povezani so bili z uporabo previsokega finančnega vzvoda, kar je povzročilo naraščanje stroškov financiranja in je imelo v času velike gospodarske krize usodne posledice za marsikatero podjetje. Menedžerji so pri tem presenetljivo pogosto in v nasprotju s temeljnim finančnim pravilom financirali nakupe vrednostnih papirjev s kratkoročnimi krediti. Drugič, značilnost večine menedžerskih prevzemov je bila relativno velika nepreglednost, saj je prihajalo do izkoriščanja notranjih informacij. Uprave in nadzorni sveti niso sledili dobrim praksam korporativnega upravljanja (pregledno obveščanje, javne dražbe in iskanje alternativnih ponudb za prevzem, uporaba neodvisnih svetovalcev in cenilcev ...) bodisi zaradi pomanjkanja znanja ali pa zaradi prepletenosti interesov med upravami in nadzorniki. V smislu slabe prakse korporativnega upravljanja bi lahko v posameznih primerih govorili o veliki povezanosti članov uprav in nadzornih svetov, ki je sledila svojim interesom na škodo interesov ostalih udeležencev. Temu primerno je menedžment v mnogih primerih oddal prevzemno ponudbo šele potem, ko je predhodno že »parkiral« večinski paket delnic pri prijateljskih investitorjih, zato je prihajalo do oškodovanja malih delničarjev. Tretjič, podjetja so se vzajemno lastninsko mrežila. Prav vzajemna lastninska omrežja podjetij so najlepša manifestacija neučinkovitega korporativnega upravljanja v tem obdobju, nepregledni menedžerski odkupi pa manifestacija problema agenta. Neučinkovitost regulatornih in pravosodnih institucij v obdobju tranzicije pa je (za razliko od ZDA) prav tako omogočala slabe prakse korporativnega upravljanja in nepregledne menedžerske odkupe podjetij v Sloveniji (Lahovnik, 2013, str. 137).

Lahovnik in Malenković (2011, str. 40) sta naredila študijo, v kateri so na vprašanja o stopnji uresničitve najpomembnejših motivov za prevzem podjetja (to sta vzela kot kriterij uspešnosti) odgovarjali predsedniki uprav ali člani najvišjega posloводства prevzemnika oziroma prevzetega podjetja. Ti motivi naj bi bili tisti strateški dejavnik, s katerimi bi podjetje pridobilo konkurenčno prednost z izvedenim prevzemom.

Najpomembnejši motivi za izveden prevzem v Sloveniji so bili, v obdobju pred prevzemom in v obdobju po prevzemu, strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju, povezovanje aktivnosti med podjetjema, prenos poslovnih praks s prevzemnika na prevzeto podjetje in dopolnjevanje virov med prevzemnikom in prevzetim podjetjem. Povezava med posameznimi motivi je v večini primerov pozitivna, zato lahko sklepamo, da gre pri prevzemih podjetij za različne medsebojno prepletajoče se motive. Najpomembnejši motivi za prevzeme podjetij v Sloveniji se torej medsebojno ne izključujejo. Prevzemniki so po prevzemu podjetja praviloma izvedli proces strateškega prestrukturiranja. Največkrat so se osredotočili na reorganizacijo tržnih in nabavnih aktivnosti ter na usposabljanje menedžmenta prevzetega podjetja. Pogosta ukrepa prestrukturiranja poslovanja sta bila tudi vpeljava novih prodajnih programov v prevzeto podjetje in prodaja sredstev prevzetega podjetja, ki niso vezana na osrednjo dejavnost podjetja (Lahovnik, 2013, str. 150).

Rezultati so pokazali, da je uspešnost prevzema v Sloveniji odvisna predvsem od uresničitve dveh dejavnikov v poprevzemnem obdobju, in sicer povezovanja aktivnosti in prenosa poslovnih praks. Obstaja namreč močna, statistično značilna povezava med realizacijo teh dveh motivov za prevzem na eni strani in rentabilnostjo kapitala (angl. *return on equity*, v nadaljevanju roe) ter dodano vrednostjo na zaposlenega v prevzetem podjetju v obdobju po prevzemu (Lahovnik, 2013, str. 151). Kljub temu da je bila študija izvedena na podjetjih, ki so izvedla kakršenkoli prevzem in ne nujno samo menedžerski prevzem, lahko iz nje sklepamo, da je v nekaterih primerih prišlo do pozitivnih poslovnih praks.

Lipnik (2007, str. 107) ugotavlja, da uspešnost poslovanja slovenskih MBO nima vseh značilnosti, ki jih navaja teorija o menedžerskih odkupih podjetij. Tako konsolidacija lastništva ne pomeni tudi vidnega izboljšanja učinkovitosti poslovanja. Pomemben dejavnik, ki je nekoliko specifičen za slovenski (in tudi evropski) prostor, je, da v podjetjih, kjer je lastništvo zelo koncentrirano ali kjer so lastniki menedžerji, cilj poslovanja družbe ni vedno maksimizacija dobička, ker ta povzroča neugodno davčno breme, ampak predvsem maksimizacija premoženja lastnikov. To se pozna predvsem v rasti lastniškega kapitala, zelo pogost stranski učinek pa je tudi odliv sredstev iz podjetja in države. Hkrati je treba še opozoriti na možnost, da so v marsikaterem podjetju, preden ga je prevzelo vodstvo, poskušali prikriti dejansko uspešnost poslovanja družbe z namenom nižanja odkupne cene delnic, ta praksa pa se lahko nadaljuje tudi po prevzemu z namenom nižanja davčnega bremena.

3 PREDSTAVITEV IZBRANIH PODJETIJ IN POTEK MENEDŽERSKEGA PREVZEMA

V magistrskem delu se bom osredotočil na štiri podjetja, ki so skozi fazo menedžerskega prevzema šla različno uspešno. Trenutno najboljše kaže BTC-ju, Pivovarna Laško posluje dobro, vendar jo dušijo finančne obveznosti. Nadaljnji obstoj je vprašljiv in je trenutno v rokah bank. ACH je v podobnem položaju, s tem da se v tem primeru pojavljajo sumi, da ga želijo obstoječi lastniki izčrpavati. Tudi zadnje novice v medijih kažejo na slabo stanje podjetja. Zadnje podjetje, ki ga bom vzel pod drobnogled, pa je gradbeno podjetje SCT, ki je bilo nekoč največje gradbeno podjetje, potem pa je zapadlo v krizo in šlo v stečaj.

Zanimalo me bo, zakaj so ta štiri, nekoč zelo uspešna podjetja, trenutno v tako različnem položaju. Skušal bom ugotoviti, ali je razlog za to ravno izpeljan proces menedžerskega odkupa ali so razlogi morda kje drugje in ali bi morda tem podjetjem brez prevzema šlo še slabše. Do teh ugotovitev nameravam priti s pregledom postopkov in tehnik, s katerimi so bili izpeljani prevzemi. Lahko bi se pokazalo, da podjetja niso bila prevzeta na primeren način ali pa že v osnovi sploh niso bila primerna za menedžerski prevzem. Drugi pomemben pokazatelj bo analiza finančnih kazalnikov, ki jih bom primerjal za obdobje nekaj let pred prevzemi do zadnjih dostopnih podatkov. Ti kazalniki bodo: stopnja

dolžniškosti financiranja (kaže, kolikšen del sredstev je financiran z dolžniškimi viri), koeficient gospodarnosti poslovanja (kaže na učinkovitost poslovanja podjetja), dobičkonosnost kapitala (kaže, kako dobro podjetje upravlja s premoženjem lastnikov), dobičkonosnost sredstev (pokaže, koliko dobička podjetje ustvari z obstoječimi sredstvi), dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (kaže predvsem sposobnost podjetja, da generira denarni tok in s tem posredno sposobnost, da ustvari prosti denarni tok, ki ostane na voljo lastnikom podjetja in je zato zanimiv za potencialne investitorje ter tudi posojilodajalce) in rast prihodkov v primerjavi s preteklim letom ter letom prevzema. S tem bom poskušal razbrati, kakšno je bilo finančno stanje prevzetih podjetij in iz tega potegniti vzporednice vplivu menedžerskega prevzema. Vsi ti podatki mi bodo dali ožjo sliko menedžerskih prevzemov v Sloveniji, ki jo bom lahko povezal s teoretičnimi izhodišči in na podlagi tega podal odgovore na zastavljeno problematiko ter potrdil ali zavrnil postavljene hipoteze.

3.1 BTC d. d.

3.1.1 Predstavitev podjetja BTC d. d.

BTC d. d. razvija več dejavnosti, ki jih dopuščajo obstoječi objekti, predvsem pa razvejan infrastrukturni sistem. Družba razvija sodoben evropski nakupovalni, poslovni, športni in zabaviščno-kulturni center ter logistično dejavnost in trži svoje storitve s ciljem čim večjega donosa. Najpomembnejše dejavnosti so:

- oddajanje nepremičnin oziroma poslovnih prostorov za različne poslovne namene, kot npr. za trgovino, bančne in druge poslovne namene, zabavo, rekreacijo, gostinstvo, sedeže družb, pisarne itd.;
- gospodarjenje in upravljanje s prostorom;
- celovite logistične storitve;
- gostinstvo;
- športne dejavnosti za prosti čas: bazenski kompleks, wellness, rekreacija, fitness, tenis;
- in druge storitve.

Lastniška struktura na dan 31. 12. 2012:

- Ajdacom d. d. 66,51 odstotka
- Invest point d. o. o. 28,68 odstotka
- ostali 4,81 odstotka

Tabela 3: Izbrani finančni podatki podjetja BTC d. d. za leta 2010, 2011 in 2012

Kategorije	2010	2011	2012
Sredstva	172.668.519	170.021.907	201.549.221
Kapital	81.249.307	84.517.337	89.859.623
Kratkoročne finančne obveznosti	13.972.690	13.863.245	9.324.269
Dolgoročne finančne obveznosti	67.544.511	63.734.271	88.253.320
Čisti prihodki od prodaje	52.790.551	53.489.400	52.807.099
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	7.987.359	5.837.537	7.208.834
Povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur	332	339	376

Vir: BTC d.d., Letno poročilo podjetja BTC d. d. za leto 2010, 2011, 2012.

Družba je kljub negotovemu letu, ki ga je pestila finančna kriza in je vplivala na upad potrošnje v Sloveniji, poslovala dobro. V večji meri jim je uspelo zapolniti prostore najemnikov, ki so zaradi poslovnih težav zaključili s poslovanjem. V Logističnem centru je bila zabeležena 3,6-odstotna rast prihodkov. Napredek je bil dosežen na področju energetike tako v smislu optimizacije rabe kot tudi v smislu zagona tretje sončne elektrarne in pridobitve energetskega ISO-standarda. Uspešno je bil izveden projekt optimizacije poslovnih procesov ter poslovanja z nižanjem stroškov. Kristalna palača je s postopnim polnjenjem prostora skozi leto, ob zaključku le tega, beležila 86-odstotno zasedenost z domačimi in tujimi poslovnimi partnerji. Največji uspeh leta 2012 je bil prav gotovo ta, da je družba uspela vzpostaviti dodatni, t. i. tretji steber storitev, imenovan »celovito upravljanje s poslovnim prostorom«, ki pomeni prodajo lastnega, dolgoletnega znanja, izkušenj in dobre prakse, ki ga je družba pridobila pri upravljanju cityjev. Tako je bila pred samim zaključkom leta 2012 s Hypo Alpe Adria banko podpisana pogodba o upravljanju 19 nakupovalnih središč in trgovskih centrov Qlandia. Gre za upravljanje 300.000 kvadratnih metrov poslovnih površin, ki jih je prevzel BTC in si s tem zagotovil nov vir prihodkov. Izjemno pomembno in ključno za družbo pa je, da je v zadnjih treh letih reprogramirala vse kratkoročne kredite v dolgoročne. S tem so bile družbi prihranjene velike težave, s katerimi se spopadajo številne druge gospodarske družbe, ki ne dobivajo novih kreditnih linij za nadaljnji razvoj (BTC d.d., 2012, str. 47).

3.1.2 Menedžerski odkup BTC

Leta 2001 je Slovenska razvojna družba objavila ponudbo za prodajo delnic BTC. Uprava in njen predsednik Jože Mermal sta izjavila, da je cena delnice podcenjena in da jih bodo začeli odkupovati (Slovenska tiskovna agencija, 2006, v nadaljevanju STA). V istem letu sta bili s strani uprave ustanovljeni družbi Ajdacom in Invest point, ki sta že ob ustanovitvi imeli delnice podjetja BTC. V prvi so večinski lastniki člani uprave in zaposleni, ki jim je bila dana možnost nakupa delnic, v drugi pa poleg uprave še nadzorni svet. V tem primeru je torej razvidno, da je šlo za menedžersko-delavski odkup podjetja. Na razpis Slovenske razvojne družbe se je edini odzval BTC, ki je pridobil 12,5-odstotni delež. Cena delnice je bila 16.500 SIT, borzniki so bili mnenja, da bi cena lahko dosegla tudi 20 tisoč SIT, knjigovodska vrednost pa je bila še višja. Lastniška struktura se je s tem spremenila,

družba Ajdacom je imela 20,92-odstotni delež, družba Invest Point pa 8,89-odstoten (Mihajlovič, 2001b). V vmesnem času pa je tudi podjetja BTC samo začelo kupovati lastne delnice (do tedaj je imelo 3 odstotke lastnih delnic). Odkupili so globalna potrdila o lastništvu z londonske borze in tako pridobili 8,5 odstotkov delnic (Mihajlovič, 2001a). Problematično je bilo, da so s tem presegli prag desetih odstotkov lastnih delnic v osnovnem kapitalu, ki ga je predpisoval Zakon o gospodarskih družbah. Uprava se je zagovarjala, da je ta nakup samo začasen in da imajo namen te delnice umakniti (Iskrič, 2001a). Z nadaljnjimi nakupi je družba povečevala svoj delež do 68,89 odstotkov. Kmalu za tem so sklicali skupščino, na kateri je uprava predlagala umik delnic. Predlog je bil pričakovano izglasovan, saj so bili edini veliki lastniki družba BTC, Ajdacom ter Invest Point, kjer pa so člani uprave in nadzornega sveta prav tako večinski lastniki. Tako so menedžerji pridobili 93,5 odstotkov družbe, preostalih 6,5 odstotka pa so predstavljali mali delničarji. BTC se je počasi umikal iz lastniške strukture in prišel do današnjega stanja, ko sta največji lastnici družbi Ajdacom in Invest Point, nekajodstotni delež pa imajo še mali delničarji (Križnik, 2009, str. 9).

Hiter pregled postopka prevzema kaže na dokaj tipičen menedžerski odkup, če pa pogledamo podrobneje, ugotovimo veliko nepravilnosti. Mali delničar podjetja BTC Gordan Šibič je dosegel, da je sodišče pravnomočno ugotovilo nezakonitost zmanjšanja kapitala z umikom lastnih delnic BTC. Na podlagi te sodbe ugotovimo, da je bil menedžerski odkup nezakonit. Uprava bi morala vrniti kapital na raven iz leta 2001, vendar tega noče storiti, prav tako pa ničesar ne naredijo sodišča (Društvo mali delničarji Slovenije, 2009). Izstopa tudi preseganje že zgoraj omenjenega zakonsko določenega 10-odstotnega praga lastnih delnic v osnovnem kapitalu, kar ponovno kaže na neupoštevanje zakona. Še več, s tem so kršili tudi statut družbe, saj je obseg odkupljenih delnic presegal dovoljeni obseg, določen v statutu (Petrič, 2002, str. 44). Sporna je tudi odkupna cena, ki je bila precej nižja od knjigovodske in tudi od poštene (čeprav je pošteno ceno težko določiti, saj družba ne kotira na borzi), s čimer je prišlo do oškodovanja malih delničarjev (Mihajlovič, 2001b). Na začetku so kupovanje lastnih delnic prikazovali kot obrambo pred prevzemom tujega sklada. Vendar o tem skladu še do danes ni ničesar znanega, kar kaže, da je bil sovražni prevzem zgolj izgovor. V nasprotnem primeru bi uprava lahko povedala, za katero podjetje je šlo in bi s tem utišala javnost. Poleg tega bi se to tujo podjetje verjetno potegovalo za nakup delnic BTC iz razpisa Slovenske razvojne družbe, kjer je bil BTC edini interesent. Največkrat pa se omenjajo problematično financiranje prevzema in zadeve v zvezi s prevzemnima družbama.

V letu odkupa so izdali imenske hipotekarne obveznice BTC 2 z namenom financiranja razvojnih programov, kot so gradnja zabavišnega centra, vodnega parka in nakup zemljišč (Smrekar, 2001, str. 3). Ta sredstva je BTC porabil nenamensko, in sicer je z njimi financiral odkup lastnih delnic. Sredstva za vračilo so pridobili z odprodajo nestrateških naložb, kot so osnovna sredstva in deleži v drugih podjetjih (Lipnik, 2007). Skoraj četrtinski delež teh obveznic je odkupila NLB, pri čemer je zanimivo, da ni spremljala

namenskosti porabe sredstev (Weiss & Hočevar, 2002, str. 3). Najbolj pa je opazno dejstvo, da so menedžerji prevzeli podjetje, ne da bi za to prispevali lastna sredstva.

Družba Ajdacom je bila ustanovljena z namenom združitve razpršenih delničarjev, s čimer bi dosegli koncentracijo lastništva, na koncu pa se je izkazala kot sredstvo v rokah menedžerjev za izpeljavo menedžerskega odkupa. Najhujša pri vsem skupaj pa je vloga nadzornega sveta, ki je v tem primeru zanemaril svoje naloge in povsem odpovedal. Naloga nadzornega sveta bi morala biti zastopanje interesov lastnikov in nadzor nad upravo. Ker pa je nadzorni svet sodeloval pri samem menedžerskem odkupu, ni opravljal svoje naloge. Niso zahtevali javne ponudbe za odkup delnic, zaradi česar je bila odkupna cena nižja, kot bi bila v nasprotnem primeru, s čimer je bila povzročena škoda tako podjetju kot delničarjem. Prav tako bi morali zahtevati, da se sredstva, pridobljena z izdajo hipotekarnih obveznic, porabijo skladno z namenom izdaje in preprečiti nakup delnic s temi sredstvi. Zaradi svoje vloge v podjetju so razpolagali z več informacijami, kot jih imajo javnost in ostali delničarji, kar pomeni, da je šlo za zlorabo notranjih informacij. Ničesar niso naredili v zvezi z informacijo o grožnji prevzema iz tujine, o kateri bi morali podrobneje seznaniti javnost. V povezavi z družbama Ajdacom in Invest Point pa se nekateri sprašujejo, če ni prišlo do kršitve Zakona o prevzemih v trenutku, ko sta skupno imeli več kot 25 odstotkov v lastništvu podjetja BTC. Prag 25 odstotkov sicer ne velja za družbo pooblaščenko, kar družba Ajdacom je, ne govori pa o primeru, če ima družba pooblaščenka skupaj z drugo delniško družbo več kot četrtinski delež (Iskrič, 2001b, str. 4). Glede na to, da sta ti družbi ta delež presegle in imeli skupaj skoraj 30 odstotkov delnic ter enake večinske lastnike, bi moral nadzorni svet pridobiti strokovno pravno mnenje o zavezanosti k oddaji prevzemne ponudbe in nato tudi ravnati v skladu s tem mnenjem.

Ironično je, da gre pri prevzemu podjetja BTC za enega najuspešnejših, hkrati pa tudi za enega najbolj spornih (po sklepu sodišča je bil celo nezakonit) menedžerskih prevzemov v Sloveniji.

3.2 Pivovarna Laško d. d.

3.2.1 Predstavitev podjetja Pivovarna Laško d. d.

Pivovarna Laško stopa po poti intenzivnega poslovnega razvoja s temeljno poslovno usmeritvijo: ponuditi uporabnikom najkakovostnejše pivo ob odlični oskrbi tržišča. S sodobno pivovarsko tehnologijo, računalniškim procesnim krmiljenjem in poslovno informatiko razvija ustrezne proizvodne in tržne programe, ki zagotavljajo vrhunsko kakovost piva in ostalih izdelkov ter tako utrjuje njegovo priljubljenost med domačimi in tujimi ljubitelji piva. Navkljub zaostrenim tržnim razmeram je Pivovarna Laško, d. d., na področju piva ohranila vodilni položaj v Sloveniji. S konstantnimi investicijskimi vlaganji je prišla do stopnje, ko na tehnično-tehnološkem področju brez težav stopa ob bok katerikoli drugi sodobni pivovarni v Evropi. S kapitalskimi povezavami in usklajevanjem

poslovanja med podjetji v industriji piva in brezalkoholnih pijač je skozi zadnja leta uspešno zasledovala cilj optimiziranja poslovanja. Kapitalske investicije so v zadnjih 12 letih v Skupino Pivovarna Laško povezale mestinjski Vital, Radensko, Skupino Pivovarna Union ter hrvaško Jadransko Pivovarno Split. Podjetja so se uskladila in poenotila poslovne procese, kar prinaša sinergijske učinke, ki se odražajo tudi v dvigu vrednosti in kvaliteti proizvodov.

Lastniška struktura na dan 31. 12. 2012:

- NLB d. d. 23,5 odstotkov
- Hypo Alpe-Adria Bank AG 7,1 odstotkov
- Kapitalska družba d. d. 7,1 odstotkov
- Probanka d. d. 7,0 odstotkov
- ostale pravne osebe 26,3 odstotkov
- tujci 15,3 odstotkov
- fizične osebe 13,7 odstotkov

Tabela 4: Izbrani finančni podatki podjetja Pivovarna Laško d. d. za leta 2010, 2011 in 2012

Kategorije	2010	2011	2012
Sredstva	415.857.280	405.487.332	380.419.990
Kapital	124.168.015	109.365.419	91.534.436
Kratkoročne finančne obveznosti	219.729.953	242.750.821	259.129.330
Dolgoročne finančne obveznosti	46.122.235	25.289.353	2.814.670
Čisti prihodki od prodaje	91.287.653	94.314.248	88.960.945
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	-6.292.260	-13.844.278	-18.510.265
Povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur	321	326	330

Vir: Pivovarna Laško d.d., Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d. d. za leto 2010, 2011, 2012.

Kljub zahtevnemu ekonomskemu okolju je podjetje uspelo dosežati dobre tekoče rezultate in se v skladu z dogovorom z bankami upnicami razdolžiti dela glavnice ob rednem plačevanju obresti za kredite. Delež izvoza v celotni količinski prodaji se je v primerjavi s preteklim letom povečal in dosegel 35 odstotkov. V prvi polovici leta 2012 so se z bankami upnicami uspeli dogovoriti za reprogram večine posojil. Za leto 2013 načrtujejo količinski porast prodaje na tujih trgih in ohranitev tržnih deležev na domačem trgu. Poslovni rezultat Skupine Laško v letu 2012 kaže, da gre za skupino zdravih podjetij, ki poslujejo z dobičkom. Vendar se zaradi visokih finančnih obremenitev v prihodnje ne bodo več zmogla kosati s konkurenco. Odprodaja vsega premoženja, ki ne spada v osnovno dejavnost, ostaja ena od prioritet, saj bi ob sodelovanju s strani bank upnic, glede dolgoročnejšega reševanja zadolženosti, lahko dosegli poslovne rezultate, ki so v interesu delničarjev, upnikov in zaposlenih (Pivovarna Laško d.d., 2012, str. 5).

3.2.2 Menedžerski odkup Pivovarne Laško

Leta 2008 so podjetja Infond Holding, Cestno podjetje Maribor, Fidina in Koto objavila prevzemno namero, s katero so se obvezali dati prevzemno ponudbo za vrednostne papirje ciljne družbe Pivovarne Laško d. d. Pivovarna Laško je obvestila Agencijo za trg vrednostnih papirjev, da med upravo Pivovarne Laško in prevzemniki ni bilo nobenih dogovorov ali pogajanj glede prevzema. Knjigovodska vrednost delnice je 31. 12. 2007 bila 26,45 EUR, 31. 12. 2008 20,90 EUR, cena na borzi na dan objave prevzemne ponudbe je bila 86,96 EUR, prevzemniki pa so zanjo ponudili 88,00 EUR brez določenega praga uspešnosti. Ponudba je bila uspešna, saj je prevzemnikom uspelo pridobiti 55,08 odstotkov delnic Pivovarne Laško (Slovenska tiskovna agencija, 2008).

Prevzemne družbe so sklenile delniški sporazum o usklajenem delovanju pri uresničevanju upravljalških pravic. Do konca leta je Infond Holding povečal svoj delež glasovalnih pravic s 37,42 odstotka na 52,95 odstotka, podjetji Fidina in Cestno podjetje Maribor pa sta svoje deleže odsvojili v celoti oziroma na zanemarljivo majhen delež (Pivovarna Laško d.d.: Pregled pomembnejših dogodkov v letu 2008, 2009). Takrat pa je tudi postalo jasno, kakšno je lastništvo nad Infond Holdingom in da je pravzaprav šlo za menedžerski odkup. Indici so se sicer pojavljali že prej, tako da to razkritje ni bilo nepričakovano.

Lastninjenje pa se je začelo že pred tem, najverjetneje takrat, ko je Boško Šrot prevzel funkcijo predsednika uprave. Nakup delnic je potekal skozi mrežo podjetij, katere zadnji člen je bil Infond Holding. Začelo se je pri družbi Atka-Prima, ki jo obvladujeta zakonca Šrot. Naslednje podjetje v verigi je bilo Kolonel, za katerega se je predvidevalo, da je lastnica borzna posrednica Danijela Rakovič, izkazalo pa se je, da je leta 2006 res kupila to podjetje, že čez nekaj dni pa je celoten delež Kolonela prenesla na družbo Atka-Prima. V vmesnem obdobju je Kolonel objavil namero za prevzem Centra Naložb, ki pa je bil največji lastnik Infond Holdinga. S tem je Pivovarna Laško pristala v rokah Boška Šrota in nekaterih posameznikov (Managerski odkup Pivovarne Laško?, 2008).

Pri tem menedžerskem prevzemu sta opazni predvsem dve zadevi. Prva je, da je ves proces prevzema potekal dokaj prikrit in se je ves čas skrivalo, da za vsem stoji družba Atka-Prima. Prevzem je bil izveden preko več podjetij, kot je to v navadi, sodelovale so tudi nekatere druge osebe, kar vse kaže na željo po prikritem delovanju. Notarski zapis pogodbe o prenosu lastništva Kolonela na družbo Atka-Prima ni bil pravočasno predložen registrskemu sodišču, še več, v vmesnem času je Kolonel dvakrat objavil prevzem Centra naložb, vendar dejanskega lastništva Kolonela v prospektu za prevzem niso niti enkrat razkrili. V Pivovarni Laško so ves čas zanikali, da poteka menedžerski odkup, Šrot je celo izjavil, da podjetja Kolonel ne pozna, da pozna le njegovo ime in lastniško strukturo (Managerski odkup Pivovarne Laško?, 2008).

Druga zadeva pa je negativni učinek na ostala podjetja v Skupini Pivovarna Laško, ki so zaradi menedžerskega prevzema najemala posojila ali pa so med podjetji kako drugače potekale finančne transakcije, ki so izčrpavale podjetja. Problematična so seveda sredstva, ki so bila dana za nakup deležev družbe Pivovarne Laško. Zanimivo je, da je leta 2009 nadzorni svet na podlagi pravnih mnenj ugotovil, da prevzem Pivovarne Laško d. d. ni bil financiran s strani te družbe oz. njenih odvisnih družb ter da ni bilo nobenih škodljivih poslov. Hkrati pa v letnem poročilu izpostavljajo opozorilni odstavek revizorja, ki jih je že leta 2008 opozoril na dana posojila povezanim strankam. Poplačilo teh kreditov je odvisno od ustvarjenih denarnih tokov povezanih strank in od dogovora z bankami upnicami ter se nanaša na posojila, dana povezanima družbama Center naložbe in Infond Holding. Vrednost teh posojil je 31. 12. 2008 znašala 31,4 milijonov evrov, dana pa so bila s strani odvisnih družb: Radenske, Pivovarne Union in Fructala. Na dan 31. 12. 2009 je vrednost teh posojil znašala že 83,95 milijona evrov (Pivovarna Laško d.d., 2009, str. 7). Podobnih poslov je bilo veliko, od zastavitve delnic odvisnih družb za zavarovanje posojil družbama Center naložbe in Infond Holding, do patronatskih izjav, kot je bila tista Perutnina Ptuj d. d. V tem primeru je Perutnina Ptuj dala posojilo Center naložbam in Infond Holdingu, za zavarovanje posojil pa je prejela patronatsko izjavo, na osnovi katere lahko Perutnina Ptuj od Pivovarne Laško zahteva poravnavo obveznosti iz prej omenjenih posojil, če družbi Center naložbe in Infond Holding tega ne bi storili. Obe družbi sta v stečaju in ne poravnata obveznosti, posledično Perutnina Ptuj zahteva od Pivovarne Laško poravnavo teh obveznosti. Trenutna uprava Pivovarne Laško temu ugovarja, saj z obstojem patronatske izjave niso seznanjeni in jim tudi niso znane okoliščine in poslovna razmerja med pravnimi osebami. Sodišče o zahtevku še ni odločilo, če prisodijo v korist Perutnine Ptuj, bo to pomenilo dodaten finančni udarec za Pivovarno Laško. Zaradi nepravilnosti tečejo sodni postopki, s katerimi si družba želi povrniti škodo iz škodljivih pravnih poslov, ki jih je sklenila bivša uprava družbe (Pivovarna Laško d.d., 2012, str. 51). Postopki še niso zaključeni.

3.3 ACH d. d.

3.3.1 Predstavitev podjetja ACH d. d.

ACH, d. d., je sodobna, globalno usmerjena delniška družba za gospodarjenje z naložbami, ki ima sedež v Sloveniji. Družba aktivno sodeluje v poslovnih tokovih blaga, kapitala in ljudi. Izbiro in število naložb skrbno prilagaja tržnim razmeram skladno s poslovno strategijo razpršenih tveganj.

Naložbe v odvisne in pridružene družbe zajemajo pet ključnih dejavnosti:

- proizvodnjo,
- trgovino z vozili,
- poslovno hotelirstvo,

- finančno naložbenje
- informacijsko tehnologijo in telekomunikacije.

Izbiro naložb in število odvisnih družb skrbno prilagaja aktualnim tržnim razmeram v skladu s poslovno strategijo razpršenih tveganj. S sodobnimi upravljavskimi procesi in visoko stopnjo družbene odgovornosti prinaša mnoge nove standarde v regionalno poslovanje, ključni razvojni poudarek pa namenja ljudem in znanju. Pri tem je družba zavezana h kakovosti in nenehnem razvoju poslovanja.

Lastniška struktura na 31. 12. 2012:

- Pravne osebe 92,79 odstotka
- Lastne delnice 5,22 odstotka
- Fizične osebe 1,99 odstotka
- Največje delničarje predstavljajo:
 - Protej d. o. o. 91,42 odstotka
 - Probanka d. d. 0,96 odstotka
 - Finea Holding d. o. o. 0,35 odstotka
 - Elizabeta Povše 0,14 odstotka
 - Matjaž Velepec 0,10 odstotka

Tabela 5: Izbrani finančni podatki podjetja ACH d. d. za leta 2010, 2011 in 2012

Kategorije	2010	2011	2012
Sredstva	152.708.000	173.955.000	168.132.078
Kapital	56.375.000	63.038.000	59.197.981
Kratkoročne finančne obveznosti	38.615.000	70.273.000	41.361.978
Dolgoročne finančne obveznosti	54.991.000	37.813.000	65.430.759
Čisti prihodki od prodaje	7.574.000	7.131.000	6.697.061
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	6.573.000	1.509.000	4.062.296
Povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur	44	42	40

Vir: ACH d.d., Letno poročilo podjetja ACH d. d. za leto 2010, 2011, 2012.

Kreditni krč, padanje vrednosti vrednostnih papirjev in kupne moči prebivalstva so ključni dejavniki, ki so vplivali na poslovanje družbe in njene naložbe. Negativni trendi se nadaljujejo zlasti v dejavnostih finančnega naložbenja in trgovine z vozili, pozitivni trendi pa se kažejo v dejavnosti telekomunikacije. Negotove finančno-gospodarske razmere so pokazale svoje posledice v zmanjšani potrošnji za tako imenovane luksuzne dobrine oziroma dobrine za prosti čas, kamor sodijo predvsem proizvodi s področja proizvodnje in trgovine z vozili. Njene ključne aktivnosti so bile usmerjene v ohranjanje likvidnosti družbe in skupine ACH kot tudi izvajanje projektov prestrukturiranja.

3.3.2 Menedžerski odkup ACH

Družba Protej je bila ustanovljena leta 2005. V mesecu maju je kupila 24,9 odstotka delnic družbe Autocommerce d. d. Nakup je bil financiran delno s 3-mesečnim kratkoročnim kreditom, delno pa s sredstvi fizičnih oseb. Nato so izvršili dokapitalizacijo s strani vodilnih delavcev družbe Autocommerce in njenih odvisnih družb ter objavili javno ponudbo za odkup njenih delnic (kasneje se je podjetje preimenovalo v ACH d. d.). Ponudba je bila uspešna, saj je družba Protej postala lastnica 50,02 odstotka Autocommerca, do konca leta pa je postala lastnica 75,40 odstotka podjetja (Družba Protej, d.o.o. ima v lasti 50,02 odstotka delnic družbe Autocommerce, d.d., 2005; Slovenska tiskovna agencija, 2005). Nakup je bil financiran z dolgoročnimi posojili in zavarovan z zastavitvijo vseh delnic družbe Autocommerce.

Knjigovodska vrednost delnice je v letu 2004 znašala 5.570,48 SIT, v letu 2005 6.557,09 SIT, družba Protej pa je za delnico ponudila 6.100 SIT. V začetku leta 2006 je družba uvrstila delnice družbe Autocommerce na borzo. Povprečni tečaj v tem letu je bil višji od odkupne cene, in sicer 8.613,32 SIT (ACH d.d., 2006, str. 1). Analitiki so mnenja, da je bila prevzemna cena delnice nizka in da bi lahko delničarji, ob boljše dostopnih informacijah o poslovanju (delnice v času poteka prevzema niso bile uvrščene na borzo), iztržili mnogo višjo ceno. Tudi mali delničarji so Rigelniku očitali, da si je z nepreglednostjo zagotovil nizko prevzemno ceno (Managerski odkupi pogosto predmet sumničenja, 2006, str. 52).

Glede na odločitve uprave so se pojavljala namigovanja o izčrpanju družbe za poplačilo kreditov. Med letoma 2005 in 2007 je imela družba ACH stabilno dividendno politiko, po tem letu pa so dividende skokovito narasle. V letu 2008, ravno po začetku gospodarske krize, so bile izplačane dividende rekordne, saj so bile več kot osemkrat višje kot tiste leta 2005. Po do sedaj znanih podatkih naj bi s tako politiko Protej iz ACH iztisnil že več kot 36 milijonov evrov, s čimer bi lahko poplačal večji del posojil za menedžerski prevzem, seveda na račun družbe ACH. Družbi Protej se je v obdobju po prevzemu močno povečal kapital in hkrati znižala vrednost dolgov, kar je bilo mogoče zaradi izplačila prej omenjenih dividend (Kovač, 2012, str. 10). Govori se, da naj bi družba Protej kljub temu imela težave z odplačevanjem kreditov, kar vodilni zanikajo.

Na drugi strani se tudi podjetje ACH srečuje s težavami. Herman Rigelnik se je upokojil, vodenje je prevzela Sanja Gole, ki je tudi sodelovala pri menedžerskem odkupu. Zaradi zmanjšane obsega dela so začeli sprejemati strateške ukrepe, med katerimi so občutna znižanja plač in odpuščanje delavcev. Tisti, ki so prejeli odpravnine, so zaradi znižanja plače le nekaj mesecev pred tem bili upravičeni do odpravnine po novi, nižji osnovi. Delavce moti tudi, da je podjetje v tem obdobju Rigelniku izplačalo več kot pol milijona evrov prejemkov, od česar je več kot polovica odpravnine (Zniževanje plač in odpuščanja, 2013, str. 8).

Slabo luč na menedžerski prevzem mečejo dotedanja dejanja vodilnih, predvsem Hermana Rigelnika. Ena takih sta bila nakup Cominga, kjer je naletel na kazenske ovadbe, in prevzem podjetja Adria Mobil, ki igra pomembno vlogo v Skupini ACH. Slovenska razvojna družba naj bi prodala podjetje zaposlenim, nakup pa je bil izveden s posojilom Factor banke, ki je v Skupini podjetij ACH. Prevzem Adrie Mobil so izpeljali po ceni, ki je bila le malenkost višja od za tisto leto napovedanega dobička. Analitiki so ocenili, da je bilo podjetje vredno več od sedemkratne nakupne cene. Nakup so preiskovali kriminalisti in ugotovili, da ne morejo preveriti okoliščin v zvezi z najemom kredita in njegovim vračilom. Špekulira se tudi o političnem ozadju. Sod in Kad sta svoje deleže ACH prodala precej na hitro in nepregledno, vmes so se delnice znašle tudi pri družbi Infond Holding. Te delnice je na koncu pridobil Protej, kar je pomenilo začetek menedžerskega odkupa. Branko Šibakovski, ki je eden od ustanoviteljev družbe Protej, je bil takrat tudi član nadzornega sveta Infond Holdinga. Iz tega lahko sklepamo, da so Infond Holding uporabili kot parkirišče delnic (Kovač, 2007, str. 12). Naslednja problematična zadeva je, da lahko visoke izplačane dividende ogrozijo razvoj podjetja. Kot smo videli, so pri menedžerskem prevzemu ACH uporabili ravno to tehniko za poplačilo posojil. Lahovnik pravi, da mora za takšno financiranje podjetje imeti stabilne denarne tokove in nizko stopnjo izkoriščenosti finančnega vzvoda, ki omogoča dodatno zadolževanje. Črpanje previsokih dividend je lahko škodljivo za podjetje, če dejavnost zahteva visoke stroške raziskav in razvoja ali če mora podjetje intenzivno vlagati v gradnjo novih nepremičnin. Pri takih podjetjih lahko višje dividende zavirajo razvoj podjetja (Hafner, 2006, str. 51).

3.4 SCT d. d.

3.4.1 Predstavitev podjetja SCT d. d.

SCT d. d. je bilo vodilno in diverzificirano gradbeno podjetje v Sloveniji, usposobljeno za izvedbo zahtevnih infrastrukturnih projektov na področju izgradnje avtocestnega omrežja, izgradnje energetskih in ekoloških objektov, letališč, projektov in visokih gradenj javnega in zasebnega značaja, kot so bolnišnice, objekti kulturnega in sakralnega pomena ter zahtevni poslovno-stanovanjski objekti in modernizacije ter izgradnje železniške infrastrukture. Ob nastopu krize, posledičnem skrčenju dejavnosti gradbeništva in pomanjkanju novih poslov podjetje ni bilo več sposobno samostojno poslovati, zato se je začel postopek prisilne poravnave. Sodišče je sredi leta 2011 ustavilo prisilno poravnavo in od takrat naprej je podjetje v stečaju.

Lastniška sestava 31. 12. 2009 (podatki so iz zadnjega dosegljivega letnega poročila):

- SCT Holding d. o. o. 58,72 odstotkov (podjetje Glotis d. o. o. je bilo ustanovljeno zaradi koncentracije lastništva in pridobitve nadzora nad podjetjem Delfi d. d. in s tem posredno nad podjetjem SCT d. d. z odvisnimi družbami. Družba Glotis se je kasneje preimenovala v SCT Holding.)
- SCT d. d. 23,48 odstotkov
- CM Celje 1,89 odstotkov
- ostali 15,91 odstotkov

Tabela 6: Izbrani finančni podatki podjetja SCT d. d. za leta 2008, 2009 in 2010

Kategorije	2008	2009	2010
Sredstva	310.512.587	325.889.913	215.140.335
Kapital	28.026.867	51.480.846	-52.020.417
Kratkoročne finančne obveznosti	43.627.251	27.422.707	35.215.279
Dolgoročne finančne obveznosti	28.397.950	45.260.257	30.981.139
Čisti prihodki od prodaje	519.761.827	384.370.825	226.420.106
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	7.178.798	775.306	-94.484.723
Povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur	1.379	962	769

Vir: SCT d.d., Letno poročilo podjetja SCT d. d. za leto 2008, 2009, 2010.

V zadnjih letih je gradbeništvo dejavnost, ki je najbolj občutila slabe gospodarske razmere. Nekoč največja gradbena podjetja so se znašla v prisilni poravnavi ali stečaju. Obstoječa podjetja se srečujejo s plačilno nedisciplino, likvidnostnimi težavami in nezaupanjem, projektov je vse manj. Večina teh podjetij je močno zadolženih in ima napol dokončane projekte, na katerih ne more nadaljevati del ali jih prodati.

3.4.2 Menedžerski odkup SCT

Družba Delfi je bila ustanovljena z namenom koncentracije lastništva družbe SCT d. d. Nastala je s preoblikovanjem družbe SCT Medicinski center d. o. o. v juniju 2003. Po preoblikovanju v delniško družbo so družbo dokapitalizirali zaposleni v družbi SCT d. d., in sicer s stvarnimi vložki v obliki delnic SCT d. d. Po drugi dokapitalizaciji je družba imela 23,57 odstotkov družbe SCT d. d. Družba Delfi je z izdajo novih delnic povečala osnovni kapital in odkupila delnice družbe SCT, ki so jih imele v lasti družbe Salonit Anhovo, CP Ljubljana in Naložbena modra hiša. Nato so objavili ponudbo za prevzem družbe, ki je bila uspešna. Po zaključenem prevzemu je družba Delfi imela v lasti 53,51 odstotkov delnic družbe SCT d. d. Za poplačilo finančnih obveznosti je družba nameravala uporabiti sredstva predvsem iz naslova kapitalskega dobička te naložbe oziroma dividend (Delfi, 2004, str. 5). Knjigovodska vrednost delnice je na dan 31. 12. 2004 znašala 16.544 SIT, delnice pa so kupovali po 6.900 SIT, v letu 2005 so za delnico ponujali le še 5.800 SIT (Delfi, 2005, str. 21).

Cilj družbe je obvladovanje družbe SCT d. d. Leta 2005 so na skupščini delničarjev izglasovali povečanje osnovnega kapitala. Delnice so kupili prvotni delničarji družbe Delfi, preostanek pa je odkupila družba Glotis d. o. o., ki je v lasti 16 menedžerjev družbe SCT d. d. S tem je Glotis postal lastnik 59,6 odstotka družbe Delfi d. d. (Zimic, 2008, str. 19). Sredstva iz dokapitalizacije je družba namenila poravnavi obveznosti, ki so nastale v zvezi s prevzemom družbe SCT. Družba Delfi je v letu 2006 imela že 80,79 odstotkov vseh delnic ciljnega podjetja, kasneje pa je, po iztisnitvi malih delničarjev, postala stoddotni lastnik te družbe.

Družba Glotis d. o. o. je bila ustanovljena zaradi koncentracije lastništva in pridobitve nadzora nad podjetjem Delfi d. d. in posredno nad podjetjem SCT d. d. To ji je uspelo s pridobitvijo 59,62-odstotnega deleža družbe Delfi, s čimer je posredno postala tudi lastnik podjetja SCT. Po takrat veljavnem zakonu o prevzemih podjetje ni bilo zavezano k objavi javne ponudbe za prevzem preostalih delnic podjetja. Pridobitev kapitalskega deleža je bila financirana z namenskim kreditom in lastnimi denarnimi sredstvi. Podjetje je nameravalo svoje obveznosti poravnati s prejetimi dividendami. V letu 2009 se je družba preimenovala v SCT Holding d. o. o. (SCT Holding d.o.o., 2009, str. 3). Istega leta se je Delfi d. d. pripojil k družbi SCT d. d. Na osnovi te pripojitve je SCT Holding postal večinski lastnik podjetja SCT. V vmesnem času je tudi SCT kupoval delnice Delfija, ki so mu jih prodali BTC, WEB, LBH Finance, Beograd in CM Celje, s čimer je pridobil več kot 24-odstotni lastniški delež. Te družbe so se omenjale kot parkirišča delnic (Zimic, 2008, str. 19).

V zvezi z menedžerskim odkupom podjetja SCT se je postavljalo več vprašanj. Izmed vseh štirih preučevanih podjetij je bil Ivan Zidar, ki je izpeljal ta prevzem, edini pravnomočno obsojen zaradi dejanj, ki jih je izvajal tekom prevzema (afera »Čista lopata«, šlo je za sum pranja denarja, podkupovanja, kartelnega dogovarjanja). Zanimivo je, da je še leta 2007 dobil priznanje za najboljšega menedžerja v srednji in jugovzhodni Evropi, kmalu zatem pa je eno izmed največjih slovenskih podjetij šlo v stečaj. Prevzem je bil dokaj netransparenten, podjetje je prikrivalo finančne podatke, kolikor se je le dalo, odkup je bil izveden po nizki ceni, s čimer so bili oškodovani mali delničarji, veliko je bilo sumljivih poslov, od izjav, da se branijo pred sovražnim kupcem do domnevnih gradbenih poslov v Libiji.

Veliko je bilo sumov kaznivih dejanj uprave. Pri izgradnji novega centra za kontrolo zračnega prometa na letališču Jožeta Pučnika naj bi šlo za kartelno dogovarjanje, prišlo je do mnogo nepravilnosti v postopku oddaje ponudb in do podkupovanja člana komisije (Felc, 2010). Tudi ponudbe pri nekaterih drugih poslih kažejo znake kartelnega dogovarjanja, saj so se razlikovale zgolj za dobrih deset tisoč evrov (Cirman, 2008). SCT naj bi nakazoval plačila za fiktivne svetovalne posle podjetjem v tujini. Ta denar so si razdelili vpleteni v te posle. Poleg tega je Ivan Zidar z nakazovanjem denarja v tujino za fiktivne storitve zniževal davčno osnovo. Po podatkih STA je posebni davčni urad, ki je pristojen za območje vse države, pregledal poslovanje družbe SCT v letih 2004, 2005 in

2006. Poslovanje SCT z angl. *missing trader* podjetji so davčni inšpektorji zaznali v letu 2006. Večinoma gre za podjetja, ki jih je ustanovila družba Sinergo. Ta je ustanovila tudi podjetje Glotis, ki je večinski lastnik podjetja Delfi. Ta podjetja naj bi bila ustanovljena le za nekaj dni, lahko tudi samo za en posel. Ugotovili so, da se večina slamnatih podjetij pojavlja pri izgradnji lastne investicije, in sicer betonarne, nekaj pa tudi pri izgradnji avtocest. Vrednost poslovanja s temi družbami naj bi znašala 230 milijonov evrov, SCT pa naj bi državi dolgoval okoli 5 milijonov evrov davka (Jeretina, 2008, str. 16). Iz vsega tega lahko sklepamo, da novi lastniki niso imeli namena izboljšati delovanje podjetja in ga narediti bolj uspešnega na dolgi rok, ampak je bil prevzem izpeljan predvsem za pridobitev osebnih koristi.

4 PRIMERJAVA USPEŠNOSTI PRED IN PO PREVZEMIH

Primerjavo uspešnosti izbranih podjetij pred in po menedžerskem prevzemu bomo izvedli z izračunom izbranih kazalnikov. Izračunani kazalniki so se nam zdeli najbolj primerni za obravnavano tematiko. Izračunali bomo kazalnike, povezane s financiranjem, kazalnike, ki kažejo gospodarnost poslovanja in učinkovitost izrabe kapitala in sredstev, ter kazalnike, ki jih največkrat uporabljajo finančniki. Ne bodo nas toliko zanimale same vrednosti teh kazalnikov, bolj se bomo osredotočili na gibanje skozi preučevano obdobje (pet poslovnih let pred prevzemom in pet poslovnih let po izpeljanem prevzemu). Tako bomo dobili trend, na podlagi katerega bomo, ob pomoči nekaterih dodatnih podatkov iz bilanc stanj in izkazov poslovnega izida, prišli do sklepov o uspešnosti prevzemov izbranih podjetij. Te sklepe bomo nato primerjali s teoretičnimi ugotovitvami o uspešnostih prevzemov in na podlagi teh ugotovitev postavili sklepe o uspešnosti menedžerskih odkupov v slovenskem okolju.

Pri tem se je potrebno zavedati nekaterih omejitev, s katerimi se srečujemo pri uporabi računovodskih kazalnikov. Kritiki tako razdeljujejo pomanjkljivosti takega računovodskega modela v dve skupini (Košir, 2003, str. 25):

1. Prva skupina se nanaša na način izkazovanja oziroma merjenja računovodskih kategorij in tem lahko pripišemo naslednje pomanjkljivosti:
 - vpliv računovodskih standardov (konkretno v našem primeru je potrebno biti previden, saj so se slovenski računovodski standardi in mednarodni standardi računovodskega poročanja leta 2006 spremenili),
 - vpliv različnih okoliščin na izkazovanje računovodskega dobička,
 - podvrženost kreativnemu računovodstvu,
 - nekonsistentnost meril in manipuliranje.
2. Druga skupina pomanjkljivosti se nanaša na vsebino kazalnikov oziroma na to, kaj sploh merimo:
 - neustreznost v sodobnem poslovnem okolju,
 - neupoštevanje stroška lastniškega kapitala,

- kazalniki z zamikom,
- neupoštevanje nefinančnega vidika,
- abstraktnost,
- velik poudarek na stroških.

4.1 Opis analiziranih kazalnikov

4.1.1 Stopnja dolžniškosti financiranja

Delež dolgov v financiranju kaže, kolikšen del sredstev podjetja je financiran z dolžniškimi viri oziroma dolgovi. Kazalnik pove, kakšna je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov financiranja. Za posojilodajalce je pomembno, da je vrednost tega kazalnika čim manjša, saj je pri veliki zadolženosti, in ker so obresti fiksen odhodek financiranja, veliko tveganje, da podjetje v primeru poslabšanja poslovanja ne bo zmožno normalno plačevati obresti in vračati dolgov. Velik delež kapitala v financiranju zmanjšuje tveganje, vendar morajo po drugi strani menedžerji zagotoviti zelen dobiček na kapital, ki jim ga postavijo lastniki. Podjetju se do določene mere splača povečati zadolženost, če je obrestna mera na dolgoročno posojila nižja od pričakovane dobičkonosnosti kapitala lastnikov. Z vidika davčne bilance pa obresti zmanjšujejo davčno osnovo za davek na dobiček. Primerjalna dobičkonosnost kapitala pri podjetju, ki se financira le s kapitalom, je nižja kot pri podjetju, ki se financira tudi z dolgovi. Davčni ščit obresti nastopi le, če podjetje dosega dobiček in plačuje davek na dobiček (Ipavic, 2004, str. 14).

$$\text{Stopnja dolžniškosti financiranja} = \frac{\text{dolgovi}}{\text{sredstva}} \quad (1)$$

V imenovalcu smo vzeli povprečna sredstva, ker nas zanimajo rezultati, ki jih je podjetje ustvarilo s celotnimi sredstvi v poslovnem letu in ne samo s sredstvi na dan bilance stanja.

4.1.2 Koeficient gospodarnosti poslovanja

Kazalnik kaže intenzivnost odmikanja prihodkov iz poslovanja od odhodkov iz poslovanja oziroma kaže na učinkovitost poslovanja podjetja, saj so iz koeficienta izločeni prihodki in odhodki iz financiranja in izredni prihodki in odhodki. Podjetje je uspešnejše, čim večja je vrednost tega kazalnika ob tem, da izkazuje še čisti dobiček (Ipavic, 2004, str. 20).

$$\text{Koeficient gospodarnosti poslovanja} = \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{poslovni odhodki}} \quad (2)$$

4.1.3 Dobičkonosnost kapitala (roe)

Z vidika lastnikov podjetja je to eden najpomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov, saj pojasnjuje, kako poslovodstvo upravlja s premoženjem lastnikov; hkrati

predstavlja, kakšen odstotek čistega dobička pripada lastnikom glede na njihov delež v lastništvu. Kaže dobičkonosnost kapitala po knjigovodski vrednosti. Višja kot je vrednost kazalnika, bolj je stanje za podjetje ugodno, razen če je povišanje vrednosti kazalnika posledica tega, da se je kapital zmanjšal bolj, kot se je zmanjšal dobiček (Gorenc, 2009, str. 20).

$$\text{Dobičkonosnost kapitala} = \frac{\text{dobiček ali izguba}}{\text{kapital}} \quad (3)$$

Pri računanju kazalnika upoštevamo povprečno vrednost kapitala (izračunano kot povprečje med stanjem na začetku in stanjem na koncu poslovnega leta), saj je bil rezultat podjetja ustvarjen s celotnim kapitalom, ki ga je podjetje imelo tekom leta, in ne samo s stanjem kapitala ob koncu poslovnega leta.

Dobičkonosnost kapitala bo tako tem višja, čim višja bo dobičkovnost prihodkov, čim hitreje bo obračanje celotnih sredstev in čim manjši bo delež kapitala v financiranju. Pri tem moramo upoštevati tudi medsebojno odvisnost kazalnikov, saj imajo lahko pozitivne spremembe na enem področju negativen vpliv na drugem. Vodstvo podjetja lahko namreč z različno politiko financiranja vpliva na vrednost dobičkonosnosti kapitala. Agresivna politika financiranja oziroma večji delež dolga v strukturi financiranja pozitivno vpliva na dobičkonosnost kapitala, na drugi strani pa je podjetje izpostavljeno večjemu tveganju. Na splošno velja, da je bolje dosežati višjo dobičkonosnost kapitala z višjo dobičkovnostjo prihodkov ali z bolj učinkovitim upravljanjem celotnih sredstev kot pa z agresivno politiko financiranja. Opozoriti velja, da kaže dobičkonosnost kapitala po knjigovodski vrednosti in ne po tržni vrednosti, čeprav sta si lahko zelo različni. Napačno razumevanje kazalnika je, da delničarji lahko zaslužijo tako dobičkonosnost. Lahko bi jo zaslužili, če bi lahko kupili delnice podjetja po knjigovodski vrednosti, kar navadno ni mogoče, in če bi podjetje ves dobiček izplačalo. Čeprav meri, kako uspešno poslovodstvo upravlja s premoženjem delničarjev, ni sinonim za to, koliko delničarji zaslužijo s svojimi sredstvi (Ipavic, 2004, str. 21).

4.1.4 Dobičkonosnost sredstev (roa)

S kazalnikom dobičkonosnosti sredstev ugotavljamo, kako uspešno podjetje upravlja s svojimi sredstvi oziroma koliko dobička zasluži podjetje z obstoječimi sredstvi (Gorenc, 2009, str. 15).

$$\text{Dobičkonosnost sredstev 1} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{sredstva}} \quad (4)$$

$$\text{Dobičkonosnost sredstev 2} = \frac{\text{dobiček iz poslovanja}}{\text{sredstva}} \quad (5)$$

Pri tem kazalniku se pojavljata dve vprašanji, in sicer kateri dobiček in katera sredstva upoštevati. Tako s prišteti obresti in davka na dobiček k čistemu dobičku izključimo vpliv financiranja na vrednost kazalnika, z upoštevanjem vseh sredstev pa ugotovimo upravljanje podjetja z le-temi ne glede na to, kako so financirana. Povprečna sredstva uporabljamo pri računanju kazalnika zato, ker je bil dobiček v celotnem letu dosežen z vsemi sredstvi, ki jih je imelo podjetje v poslovnem letu, in ne le s tistimi, ki jih je imelo podjetje zapisano na določen dan v bilanci stanja (Gorenc, 2009, str. 16). Kazalnik bomo izračunali na oba načina, pri enem bomo v števcu uporabili čisti dobiček, pri drugem pa dobiček iz poslovanja.

4.1.5 Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

V razmerah visoke negotovosti in hkratnega nezaupanja v različne kazalce in kazalnike, ki so se uporabili pri oceni kreditne sposobnosti podjetij, a so zahtevali kompleksne in zato nerazumljive izračune, se finančna in računovodska stroka ponovno vračata k preprostim in veliko razumljivejšim kazalcem in kazalnikom ocenjevanja, ali je/bo podjetje sposobno ustvariti dovolj denarnega toka, s katerim je/bo mogoče pokrivati samo poslovanje podjetja ter tudi financirati bodočo rast in odplačevati finančne obveznosti. Tovrstna, razmeroma preprosta kazalca sta dobiček iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT), ki je predvsem namenjen oceni stabilnosti poslovanja podjetja, ter dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (v nadaljevanju EBITDA), ki se v praksi pogosto uporablja kot ocena obsega denarnega toka iz poslovanja. Žal tudi uporaba teh dveh kazalcev ni povsem brez že znanih pasti: ker njun izračun ni predpisan, se tako samo slovensko poimenovanje obeh kazalcev kot tudi tehnika njunega izračuna med podjetji razlikujeta. Hkrati je njun izračun tudi razmeroma enostaven, zato utegne uporabnika zavesti k napačnim sklepom, saj utegne hitro pozabiti na predpostavke, ki se pri izračunu uporabljajo (Mörec, 2013, str. 24).

$$\begin{aligned} & \text{Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo} \\ & = \text{poslovni izid iz poslovanja (EBIT) + amortizacija} \quad (6) \end{aligned}$$

Za razliko od računovodstva, ki posveča velik poudarek čistemu dobičku, se finančni pogled na računovodske izkaze podjetij osredotoča na denarni tok, ki ga določeno podjetje generira. Vrednost enote lastniškega kapitala podjetja (delnice) se namreč ugotavlja na podlagi denarnih tokov, ki jih le-ta lahko ustvari. Iz tega izhaja, da morajo menedžerji podjetij na dolgi rok stremeti k maksimiranju denarnega toka podjetja, saj je od njega odvisna tako vrednost enote lastniškega kapitala kakor tudi sposobnost podjetja, da pridobiva sredstva in izplačuje dividende. EBITDA je eno izmed meril za ocenjevanje dolgoročne sposobnosti podjetij za generiranje denarnih tokov. Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo je enak dobičku iz poslovanja, povečanemu za znesek amortizacije v določenem poslovnem letu. Uporablja se predvsem v bankah za ocenjevanje sposobnosti posojilojemalca, da bo odplačal dolg, in pri vrednotenju vrednostnih papirjev. Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo kaže predvsem sposobnost podjetja, da

generira denarni tok in s tem posredno njegovo sposobnost, da odplača dolg oziroma da ustvari morebiten prosti denarni tok, ki ostane na voljo lastnikom podjetja in je zato s tega vidika zanimiv za potencialne investitorje ter tudi posojilodajalce (Kepec, 2002, str. 16). V primerjavi s kazalcem dobiček iz poslovanja ima kazalec to dodatno informativno vrednost, da se pri njegovem izračunu iz poslovnega izida izločijo stroški amortizacije, ki so zaradi svoje narave praviloma subjektivno določeni in pogosto podvrženi temu, da ne ustrezajo poslovni resničnosti (Mörec, 2013, str. 31). Zaradi teh razlogov se bomo pri analizi osredotočili na kazalec dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo.

4.2 Analiza kazalnikov poslovanja pred in po prevzemu

4.2.1 Analiza podatkov BTC

Menedžerski prevzem so v podjetju BTC izpeljali v letu 2002. Analizo podatkov smo naredili za pet let pred prevzemom in pet let po prevzemu, kar pomeni za obdobje 1997–2007.

Tabela 7: Analiza kazalnikov za podjetje BTC d. d. za obdobje od 1997 do 2007

Leto	Stopnja dolžniškosti financiranja	Koeficient gospodarnosti poslovanja	Dobičkosnosnost kapitala	Dobičkosnosnost sredstev 1	Dobičkosnosnost sredstev 2	Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo	Indeks prihodkov od prodaje glede na preteklo leto	Indeks prihodkov od prodaje glede na leto prevzema
1997	31,32	1,33	n.p.	6,06	6,68	8.106.587	-	-
1998	33,11	1,36	n.p.	5,23	6,29	8.917.284	108,80	-
1999	29,55	1,30	8,26	5,20	6,61	10.042.748	108,36	-
2000	38,05	1,43	8,36	4,95	7,04	11.580.780	100,31	-
2001	54,44	1,42	5,94	2,97	6,10	13.406.069	117,45	-
2002	66,31	1,57	4,53	1,77	7,05	17.545.679	103,37	-
2003	65,63	1,49	6,97	2,30	6,24	15.215.657	109,57	109,57
2004	65,61	1,41	9,36	3,09	5,58	14.720.436	102,02	111,79
2005	63,78	1,36	12,67	4,19	6,15	15.743.921	108,75	121,57
2006	61,95	1,45	9,48	3,27	8,78	17.070.329	111,71	135,81
2007	60,79	1,41	10,63	3,76	8,29	16.143.603	107,24	145,65
Ind. 07/97	194	106	-	62	124	199	-	-

Vir: BTC d.d., Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

Stopnja dolžniškosti financiranja nam pove, kolikšen del sredstev podjetja je financiran z dolžniškimi viri. Leta 1997 je bil ta kazalnik relativno nizek, potem pa se je postopno povečeval in dosegel vrhunec v letu 2002, ko je bil izveden menedžerski odkup. V prihodnjih letih je vrednost tega kazalnika ostajala na približno isti ravni, potem pa je počasi začela padati. Indeks vrednosti v opazovanem obdobju znaša 194, kar pomeni, da se

je financiranje z dolgom v tem obdobju skoraj podvojilo. Gibanje je povsem v skladu z našimi pričakovanji. Bolj kot se je bližal menedžerski odkup, bolj se je podjetje financiralo z dolgovi. V letih po izvedenem odkupu je kazalnik ostal na enaki ravni, kar lahko pripišemo predvsem dvema kategorijama: podjetje je odplačalo del dolgov, hkrati pa je zmanjšalo sredstva (dezinvestiranja, da bi lahko poplačali dolgove). Po letu 2005 se je vrednost tega kazalnika zniževala, v letu 2012 je dosegla vrednost 54, kar kaže na to, da podjetje zmanjšuje zadolženost.

Koeficient gospodarnosti poslovanja kaže na učinkovitost poslovanja podjetja. Za nas je zanimiv, ker so iz koeficienta, med drugim, izločeni prihodki in odhodki iz financiranja. V opazovanem obdobju je koeficient dosegel najvišjo vrednost ravno v letih okoli menedžerskega odkupa, kar se povsem sklada s teoretičnimi ugotovitvami, da ima menedžerski odkup pozitiven vpliv na izrabo virov in uspešnost. Vrednost kazalnika se je nato počasi zniževala, ker je podjetje izgubilo nekaj poslovnih priložnosti (širitev prostora City parka je prevzelo podjetje Spar), ki jih, zaradi menedžerskega odkupa, podjetje ni bilo sposobno izpeljati, po letu 2007 pa so nastopile težke gospodarske razmere, ki so vplivale na vsa podjetja. Vrednost kazalnika se sicer še kar niža in je v letu 2012 znašala 1,13, kar je celo pod vrednostjo leta 1999, vendar menim, da ni prevelikega razloga za skrb, kajti poslovni prihodki so se ves čas povečevali in podjetje je ves čas imelo dobiček.

Dobičkonosnost kapitala pojasnjuje, kako poslovodstvo upravlja s premoženjem lastnikov. Glede na to, da je bil izveden menedžerski odkup in da so največji lastniki ravno menedžerji, bi pričakovali, da bo vrednost tega kazalnika visoka. Podatki kažejo, da se je dobičkonosnost kapitala v opazovanem obdobju povečala za približno 30 odstotkov, kar kaže na dobro upravljanje s premoženjem lastnikov. Toda pri tem kazalniku se ne smemo zanašati samo na izračunane vrednosti, pogledati moramo, kako je podjetje te vrednosti doseglo. Želeli bi, da je povečanje posledica čim višje dobičkovnosti prihodkov in čim nižjega deleža dolga v strukturi financiranja. Ker vemo, da se je podjetje močno financiralo z dolgom, tudi multiplikator kapitala, ki meri delež sredstev financiranih s kapitalom, ima visoke vrednosti, lahko sklepamo, da je del povečanja dobičkonosnosti kapitala iz tega naslova, zanima nas še, kaj se je v opazovanem obdobju dogajalo z dobičkom. Dobiček je padal, najnižjo vrednost je dosegel v letu menedžerskega odkupa, nato pa je počasi rasel in dosegel nekoliko višjo vrednost od izhodiščne. Iz tega vidimo, da je bilo gibanje dobička in kapitala večinoma usklajeno, ko se je povečal eden, se je tudi drugi, in obratno. Če pogledamo še stanje v letu 2012, vidimo, da se je kapital povečal, prav tako tudi dobiček, podjetje je zmanjšalo obseg financiranja, vrednost tega kazalnika pa je višja, kot je bila pred prevzemom.

Dobičkonosnost sredstev je izračunana na dva načina, pri prvem smo v števcu vzeli čisti dobiček (takšen je najpogostejši izračun), pri drugem pa dobiček iz poslovanja in tako izločili vpliv financiranja. Vrednosti drugega kazalnika se v opazovanem obdobju niso bistveno spreminjale. Če primerjamo vrednost v letu 2007 s tisto iz leta 1997, ugotovimo,

da je vrednost kar 38 odstotkov nižja, iz česar sklepamo, da je podjetje na koncu opazovanega obdobja manj uspešno upravljalo s svojimi sredstvi kot na začetku. Dobičkonosnost sredstev, izračunana na prvi način, kaže pričakovano gibanje, vrednosti padajo proti letu prevzema, nato pa se spet dvigajo. Sklepamo lahko, da je bilo takšno gibanje posledica povečevanja finančnih obveznosti in posledično nižanja dobička. Upoštevati pa moramo tudi gibanje sredstev. Vrednost kazalnika se poviša tudi, če se znižajo sredstva. Vendar v našem primeru do tega ni prišlo, skozi vse obdobje so se sredstva povečevala, edino v zadnjih treh letih so se zniževala.

Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo kaže na sposobnost podjetja, da generira denarni tok in s tem sposobnost, da odplača dolg oziroma ustvari prosti denarni tok, ki je na voljo lastnikom podjetja. Do menedžerskega odkupa je kazalec naraščal, nato je rahlo upadel, vendar je kljub temu ostal na višji ravni kot ob izhodišču. Tudi v letu 2012 je vrednost le nekaj nižja od tiste leta 2007.

Glede na rezultate naše analize lahko sklepamo, da je podjetje po menedžerskem odkupu uspešnejše, kot je bilo pred njim. Vrednosti večine kazalnikov so se povečale, podjetje dosega dobiček, zmanjšuje zadolženost, ima stabilne prihodke, ustvarja dovolj denarnega toka, dobro upravlja s premoženjem in širi nabor ponujenih storitev. Za izboljšanje rezultatov se bodo morali bolj posvetiti odhodkovni strani. Ob upoštevanju gospodarskih razmer ugotavljamo, da je bil menedžerski odkup uspešno izpeljan.

4.2.2 Analiza podatkov Pivovarne Laško

Menedžerski prevzem tega podjetja je bil izpeljan leta 2008, kar sovpada s pojavom slabih gospodarskih razmer.

Tabela 8: Analiza kazalnikov za podjetje Pivovarna Laško d. d. za obdobje od 2003 do 2012

Leto	Stopnja dolžniškosti financiranja	Koeficient gospodarnosti poslovanja	Dobičkonosnost kapitala	Dobičkonosnost sredstev 1	Dobičkonosnost sredstev 2	Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo	Indeks prihodkov od prodaje glede na preteklo leto	Indeks prihodkov od prodaje glede na leto prevzema
2003	31,66	1,09	4,45	3,00	2,71	19.214.317	-	-
2004	34,37	1,08	2,61	1,68	1,78	16.433.109	85,34	-
2005	60,25	1,21	3,57	1,67	3,43	22.592.770	99,07	-
2006	54,53	1,22	3,38	1,40	3,68	25.777.056	109,14	-
2007	53,59	1,19	6,00	2,62	4,00	27.758.420	130,09	-
2008	61,61	1,13	-3,07	-1,26	2,67	21.878.844	99,86	-
2009	67,18	1,18	-29,34	-10,11	3,80	26.356.672	91,89	91,89
2010	68,08	1,16	-4,96	-1,49	2,66	18.414.368	91,60	84,16
2011	71,33	1,12	-11,86	-3,37	2,61	18.746.842	103,32	86,95
2012	74,33	1,11	-15,41	-3,94	2,21	14.300.919	94,32	82,02
Ind. 12/03	235	102	-346	-131	82	74	-	-

Vir: Pivovarna Laško d.d., Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012.

Zanimivo je, da je bil kazalnik, ki kaže delež dolgov v sredstvih, visok že nekaj let pred samim odkupom. To ni preveč dobro, kajti kot vemo, so za menedžerski odkup primerna podjetja, ki nimajo veliko dolga in imajo glede tega na voljo dosti manevrskega prostora. V primeru Pivovarne Laško je ta dolg posledica prevzemov, ki so jih izvajali znotraj panoge (nakup Radenske, Pivovarne Union). Do leta 2008 so uspeli delež dolgov v sredstvih nekoliko znižati, po menedžerskem odkupu pa je ponovno narastel in je naraščal do konca opazovanega obdobja. Indeks, ki primerja vrednost leta 2012 z vrednostjo leta 2003, je kar 235. Velika verjetnost je, da se bo omenjeni kazalnik povečal tudi v prihodnjem letu. Ta gibanja so posledica okoliščin, v katerih se je znašlo podjetje: podjetje je močno zadolženo in skoraj ne zmore odplačevati glavnice, edina možnost je prodaja sredstev. Bolj kot se zmanjšujejo sredstva, bolj raste vrednost kazalnika.

Koeficient gospodarnosti poslovanja kaže na učinkovitost poslovanja podjetja in se je v opazovanem obdobju sicer zniževal, vendar ne dosega problematičnih vrednosti. Vrednosti kažejo na to, na kar opozarjajo uprava in poznavalci, da podjetje uspešno opravlja svojo osnovno dejavnost. Poslovni prihodki so do leta 2008 rasli, potem so začeli počasi padati, kljub temu pa so bili leta 2012 na približno enaki ravni kot leta 2003. Čeprav so to relativno spodbudni rezultati, je treba opozoriti, da podjetje deluje v zreli dejavnosti in ima veliko konkurenčnih podjetij, ki imajo sredstva za vlaganje v razvoj novih izdelkov in marketing. Pivovarna Laško si trenutno tega ne more privoščiti in če bo šlo tako naprej, bodo začeli izgubljati tržni delež, na odhodkovni strani pa tudi nimajo veliko manevrskega prostora.

Dobičkonosnost kapitala kaže, da podjetje zelo slabo upravlja s premoženjem lastnikov. Že na začetku opazovanega obdobja je bila ta vrednost relativno nizka, leta 2008 je prvič dosegla negativno vrednost, od takrat naprej pa se je stanje samo še poslabševalo. Dve kategoriji, ki vplivata na ta kazalnik, sta poslovni izid (dobiček ali izguba) in kapital. V letu, ko je bil izveden menedžerski prevzem, je podjetje prvič prikazalo izgubo, ki je v letu 2009 narasla za več kot sedemkrat. Po tem letu se je stanje sicer izboljšalo, toda podjetje še vedno izkazuje visoko izgubo. Tudi kapital se je v opazovanem obdobju močno znižal, v letu 2012 je bil za skoraj 55 odstotkov nižji kot leta 2003. Multiplikator kapitala se je močno povečeval, kar kaže na povečano zadolževanje, ki sicer pozitivno vpliva na vrednost tega kazalnika, vendar kljub temu ugotavljamo zelo slabo stanje.

Kot je bilo pričakovati, tudi dobičkonosnost sredstev kaže na slabo stanje. Toda iz teh kazalnikov lahko ponovno razberemo, da je osnovna dejavnost podjetja zdrava. Dobičkonosnost sredstev, računana na način, ki izloči vpliv financiranja (dobičkonosnost sredstev 2), kaže na solidno upravljanje podjetja s sredstvi. Splošno gledano ti rezultati niso blesteči, če pa upoštevamo težko stanje, v katerem se je znašlo podjetje, in slabe gospodarske razmere, ki trajajo že vrsto let, so lahko v podjetju s tem rezultatom zadovoljni. Vseeno pa je potrebno biti previden. Vrednost kazalnika upada že nekaj let, tudi v letu 2012 je ponovno upadla, padajo tudi sredstva in dobiček iz poslovanja. Dobičkonosnost sredstev, izračunana z uporabo čistega dobička, zaradi izkazanih izgub po letu 2008 dosega negativne vrednosti. Tudi v bližnji prihodnosti ni pričakovati izboljšanja stanja.

Zadnji izračunani kazalnik le še potrjuje naše ugotovitve. Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo je bil skozi celotno opazovano obdobje visok, podjetje je ustvarjalo denarni tok. Iz tega lahko sklenemo, da podjetje dobro opravlja svojo osnovno dejavnost. Vendar gre ves ustvarjen prosti denarni tok za poplačilo finančnih obveznosti, zmanjka ga pa za prepotrebna vlaganja v širitev, razvoj in marketing. Podjetje je močno zadolženo, po zadnjih izjavah uprave ustvarja dovolj samo za poplačilo obresti. Trenutno je povsem v odvisnosti od bank, ki ga z reprogramiranjem posojil držijo pri življenju. Visoko tveganje predstavljajo ravno banke upnice, ker če se odločijo, da ne vidijo več možne rešitve in unovčijo zavarovanja, bo podjetje šlo v stečaj. Upanje ostaja, kajti osnovno poslovanje je zadovoljivo, podjetje pa ima tudi veliko naložb, ki jih namerava prodati in tako poplačati obveznosti do bank. Vendar pa ima tudi pri tem težave, kajti nekatere naložbe so delno v državni lasti in se ne morejo dogovoriti o prodaji. To je definitivno prioriteta in usmeritev uprave, s tem pa se pojavi še ena nevarnost, in sicer vodilni se morajo večino časa ukvarjati z razdolžitvijo in bankami ter imajo posledično manj časa za vodenje podjetja, kar lahko ima pri današnji zaostreni konkurenci usodne posledice.

4.2.3 Analiza podatkov ACH

V podjetju so menedžerski prevzem izvedli leta 2005. V spodnji tabeli se nahajajo izračuni kazalnikov za opazovano obdobje.

Tabela 9: Analiza kazalnikov za podjetje ACH d. d. za obdobje od 2000 do 2010

Leto	Stopnja dolžniškosti financiranja	Koeficient gospodarnosti poslovanja	Dobičkonosnost kapitala	Dobičkonosnost sredstev 1	Dobičkonosnost sredstev 2	Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo	Indeks prihodkov od prodaje glede na preteklo leto	Indeks prihodkov od prodaje glede na leto prevzema
2000	33,47	1,23	n.p.	4,41	2,09	3.145.828	-	-
2001	38,90	1,26	n.p.	4,86	2,41	3.594.600	115,72	-
2002	38,81	1,52	9,72	5,18	3,63	5.613.372	96,23	-
2003	36,30	1,11	9,96	5,40	1,04	5.228.994	98,34	-
2004	43,41	1,28	1,60	0,87	1,96	3.972.045	95,59	-
2005	42,34	1,04	5,73	2,82	0,31	2.000.496	88,51	-
2006	51,24	1,01	16,49	6,98	0,10	2.656.680	102,27	102,27
2007	56,62	1,80	65,55	22,10	5,28	8.394.000	97,17	99,38
2008	55,93	1,01	37,79	11,20	0,07	1.479.000	99,61	98,99
2009	60,41	1,05	13,28	4,23	0,23	2.298.000	88,05	87,16
2010	61,75	1,41	13,19	4,37	1,99	4.292.000	99,32	86,57
Ind. 10/00	184	115	-	99	95	136	-	-

Vir: ACH d.d., Letno poročilo podjetja ACH d. d. za leto 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.

Stopnja dolžniškosti nam pove, kakšna je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov financiranja. Kazalec je od začetka opazovanega obdobja naprej ves čas rasel. Vendar za razliko od do zdaj preučevanih podjetij viška ni dosegel ob letu menedžerskega prevzema, ampak še naprej narašča. Že indeks za opazovano obdobje doseže vrednost 184. Vrednost leta 2012 je bila 64, kar kaže na to, da je podjetje zajezilo odvisnost od zunanjih virov financiranja, toda čeprav jim je uspelo ustaviti naraščanje tega kazalnika, je delež dolgov v sredstvih še vedno zelo visok, kar predstavlja tveganje. Če pogledamo, kaj se je dogajalo z dolгови in kaj s sredstvi, ugotovimo, da so oboji naraščali, vendar so dolгови naraščali bolj kot sredstva. Indeks opazovanega obdobja za dolgove tako znaša 367, medtem ko indeks za enako obdobje za sredstva znaša le 192.

Veliko nam o učinkovitosti poslovanja pove koeficient gospodarnosti. Ta v omenjenem obdobju kaže slabo sliko podjetja. Leta 2000 je bil ta rezultat razmeroma dober, še boljši pa je bil leta 2002, saj so v podjetju s stotimi enotami poslovnih odhodkov ustvarili 152 enot prihodkov. Zanimivo je, da gibanje tega kazalnika ni ustaljeno. Tako je v letu menedžerskega prevzema doživelo padec, dve leti kasneje je narastlo opazno čez izhodiščno vrednost, nato pa v zadnjem letu opazovanega obdobja naraslo na 1,41. V letu

2012 je bila vrednost tega kazalnika pod vrednostjo 1, kar poenostavljeno pomeni, da podjetje s svojo osnovno dejavnostjo skoraj več porabi, kot pa s tem ustvari, oziroma da podjetje ni učinkovito. Ker pa se podjetje ukvarja tudi s finančnim naložbenjem, bi bilo smiselno pogledati kazalnik celotne gospodarnosti, ki prikazuje razmerje med celotnimi prihodki in odhodki (tudi iz financiranja). Ta kazalnik kaže ugodnejše stanje. Na koncu opazovanega obdobja se je vrednost vrnila približno na izhodiščno, v letu 2012 pa je dosegla 1,19. Iz tega razberemo, da stanje le ni tako slabo, kot kaže koeficient gospodarnosti, vendar so rezultati kljub temu slabi in ne moremo trditi, da je podjetje učinkovito.

Dobičkonosnost kapitala kaže na zelo ugodno stanje za lastnike, saj lahko iz njenih vrednosti razberemo, da poslovodstvo zelo dobro upravlja s premoženjem lastnikov. Vrednosti so v primerjavi z do zdaj analiziranimi podjetjema zelo dobri, indeks za leti 2010 in 2002 je 136. Vemo pa, da je vrednost kazalnika odvisna od dobička in vrednosti kapitala. Kapital se je v opazovanem obdobju nekoliko povišal, kar ob nespremenjenem števcu neugodno vpliva na kazalnik. Vendar ima večji delež dolga v strukturi financiranja ugoden vpliv na kazalnik. Da je podjetje res imelo veliko dolga, vemo že iz do zdaj povedanega, če pogledamo še multiplikator kapitala, ki meri delež sredstev, financiranih s kapitalom, potrdimo te ugotovitve, saj je vrednost multiplikatorja skozi celotno obdobje naraščala. Pogledati moramo še, kaj se je dogajalo z dobičkom. Ta je leto pred prevzemom padel, nato pa začel postopno naraščati, v letih 2007 in 2008 je dosegel visoke vrednosti, potem zopet začel padati, ob koncu opazovanega obdobja pa je bil približno 70 odstotkov nad izhodiščno vrednostjo. Med opozorili pri interpretaciji tega kazalnika zasledimo, da višja kot je vrednost kazalnika, bolj je stanje za podjetje ugodno, razen če je povišanje vrednosti kazalnika posledica tega, da se je kapital zmanjšal bolj, kot se je zmanjšal dobiček. Vendar se je kapital celo bolj povečal, kot se je povečal dobiček. Vrednost kazalnika v letu 2012 je bila 6,96, kapital je bil višji kot leta 2000, prav tako tudi dobiček. Če bi primerjali samo leti 2000 in 2012, bi lahko prišli do sklepa, da podjetje danes malenkost boljše upravlja s svojim kapitalom kot pet let pred menedžerskim odkupom.

Tudi dobičkonosnost sredstev, ki pove, koliko dobička zasluži podjetje z obstoječimi sredstvi, ne prikazuje ugodnih vrednosti. Če pogledamo dobičkonosnost sredstev, računanih na način, ki izloči vpliv financiranja, ugotovimo, da je podjetje na začetku opazovanega obdobja za vsako enoto sredstev ustvarilo nekaj več kot dve enoti dobička, v letu menedžerskega odkupa je vrednost močno padla in bila komaj kaj večja od nič, leta 2008 pa je vrednost znašala 0,07, kar pomeni, da podjetje s svojimi sredstvi skoraj ni več ustvarilo dobička. Ob koncu opazovanega obdobja je bila vrednost kazalnika le še nekoliko nižja kot v izhodišču. Če pogledamo še ta kazalnik, izračunan na klasičen način, ki upošteva tudi financiranje, pridemo do ugodnejšega stanja, ki je na koncu opazovanega obdobja skoraj enako kot na začetku, v vmesnih obdobjih pa je precej naraščalo. Kot smo ugotovili že prej, je dobiček skozi celotno obdobje precej nihal, na koncu pa je bil večji kot na izhodišču. Podobno je bilo tudi s sredstvi. Če pogledamo še stanje v letu 2012, je

dobičkonosnost sredstev 1 nižja kot v opazovanem obdobju, dobičkonosnost sredstev 2 pa je dosegla celo negativno vrednost. Iz povedanega sklepamo, da je podjetje močno odvisno od zunanjega financiranja in da trenutno brez tega ni sposobno ustvarjati dobička.

Kazalnik dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo, ki je eno izmed meril za ocenjevanje dolgoročne sposobnosti podjetij za generiranje denarnih tokov, kaže zaskrbljujoče stanje. V opazovanem obdobju je sicer narastel, indeks za leti 2010 in 2000 znaša 136. Vendar je leta 2008 dosegel zelo nizko vrednost, leta 2011 je bil dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo celo negativen, v letu 2012 pa je bila več kot polovico nižja kot ob izhodišču in približno na ravni leta 2008 (indeks za leti 2012 in 2000 znaša 50). To pomeni, da podjetje vsako leto ustvarja manj denarnega toka, ki ga potrebuje, da bi lahko odplačalo dolgove.

V primerjavi s Pivovarno Laško je podjetje ACH v slabšem stanju. Sicer ima absolutno manj dolgov, vendar dosega slabše rezultate iz poslovanja. Naša analiza je pokazala, da je stanje slabše od pričakovanega. Podjetje s svojo osnovno dejavnostjo komaj pokriva stroške, ki jih ima z izvajanjem le-te, močno je odvisno od financiranja in vsako leto ustvarja manj denarnega toka. Če bo tako tudi v prihodnje, lahko začnejo banke predstavljati resno grožnjo, da unovčijo zavarovanja, kajti podjetja, ki ne dosega dobrih rezultatov iz svoje osnovne dejavnosti in dobička iz poslovanja, zagotovo ne bodo hotele podpirati. Podobno kot v primeru Pivovarne Laško tudi ACH rešuje to, da ima na voljo sredstva in naložbe, ki jih lahko proda in s tem poplača del svojih dolgov.

4.2.4 Analiza podatkov SCT

V podjetju SCT je bil izveden menedžerski odkup leta 2004. Izbrane kazalnike smo izračunali za obdobje od leta 1999 do 2009. V tem primeru ne bo možna primerjava z letom 2012, kot smo to storili za preostala tri podjetja, ker je podjetje v stečaju. Namesto tega bomo vzeli leto 2010.

Tabela 10: Analiza kazalnikov za podjetje SCT d. d. za obdobje od 1999-2009

Leto	Stopnja dolžniškosti financiranja	Koeficient gospodarnosti poslovanja	Dobičko nosnost kapitala	Dobičko nosnost sredstev 1	Dobičko nosnost sredstev 2	Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijami	Indeks prihodkov od prodaje glede na preteklo leto	Indeks prihodkov od prodaje glede na leto prevzema
1999	75,73	1,02	0,91	0,18	2,90	16.828.896	-	-
2000	74,89	1,03	4,18	0,74	2,64	15.949.322	109,66	-
2001	66,51	1,04	1,77	0,37	2,03	16.889.319	69,33	-
2002	65,85	1,02	3,10	0,64	2,27	19.199.201	120,88	-
2003	68,57	1,01	6,21	0,93	2,10	24.632.856	145,71	-
2004	68,61	1,00	4,69	0,72	0,42	12.324.809	100,63	-
2005	73,44	1,00	2,42	0,36	1,76	15.166.795	84,99	84,99
2006	72,69	1,00	5,45	0,68	1,34	15.956.679	112,44	95,56
2007	81,70	0,98	5,45	0,59	-0,18	20.153.265	143,81	137,43
2008	86,52	1,04	28,33	2,42	6,36	37.279.949	120,10	165,06
2009	79,85	1,00	2,17	0,24	2,40	29.537.162	73,95	122,06
Ind. 09/99	105	98	239	133	83	176	-	-

Vir: SCT d.d., Letno poročilo podjetja SCT d. d. za leto 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.

Stopnja dolžniškosti financiranja nam kaže, da je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov visoka. Že leta 1999 je bila visoka, nato je nekoliko padla do leta menedžerskega odkupa, po tem pa je le še naraščala. Indeks za leta 2009 in 1999 je zanimivo komaj 105, kar kaže, da je bilo podjetje močno zadolženo že leta 1999, poleg tega je bila leta 2008 vrednost kazalnika kar 87, kar pomeni, da je bilo več kot štiri petine sredstev financiranih z dolgom. Potrebno je upoštevati, da je gradbeništvo specifična panoga. Skozi celotno opazovano obdobje so obveznosti do partnerjev naraščale. Podjetje je vsa ta leta sodelovalo pri velikih infrastrukturnih in drugih projektih, posledično sodelovalo z množico podizvajalcev in dobaviteljev ter najemalo kredite za kratkoročno likvidnost, ni pa bistveno povečevalo sredstev, kar se odraža v vrednostih kazalnika. Prihodki od prodaje so ves čas naraščali, iz česar lahko sklepamo, da slabe vrednosti kazalnika ne kažejo tudi nujno slabe slike za podjetje. Dejavnost gradbeništva je svoj vrhunec dosegla ravno leta 2007 in SCT je bilo eno izmed največjih podjetij v Sloveniji v tistem času, ravno v tem letu pa ima kazalnik drugo najvišjo vrednost. Natančnejše ugotovitve za našo analizo bomo podali v nadaljevanju ob upoštevanju drugih kazalnikov, zaenkrat pa lahko ugotovimo, da je podjetje dobesedno del sredstev financiralo z dolžniškimi viri. Te vrednosti so bile tudi v letu 2010 zelo visoke oziroma celo višje od 100, kar je bilo za pričakovati, saj se je podjetje znašlo v težavah; da bi se rešili, so prodajali sredstva, dolgovi pa se niso bistveno znižali.

Koeficient gospodarnosti poslovanja, ki kaže na učinkovitost poslovanja podjetja, zopet daje presenetljive rezultate. Podjetje je leta 2007, ko je bila panoga na vrhuncu, doseglo vrednost koeficienta nižjo od 1, kar pomeni, da je imelo več poslovnih odhodkov kot pa

poslovnih prihodkov. Vrednost tega kazalnika se skozi opazovano obdobje ni bistveno spreminjala, ves čas je imela zelo nizke vrednosti. Tudi če pogledamo koeficient celotne gospodarnosti, pridemo do enakih zaključkov, in sicer da je podjetje s celotnimi prihodki komaj pokrivalo celotne odhodke. Skozi celotno opazovano obdobje so poslovni prihodki naraščali in so bili leta 2009 v primerjavi z letom 1999 višji za 65 odstotkov, poslovni odhodki pa so naraščali še hitreje. Iz tega lahko sklepamo, da je podjetje sicer povečevalo obseg poslovanja, vendar je bilo pri svojem početju neučinkovito. Preveril sem, kakšne so vrednosti teh kategorij pri konkurenčnih podjetjih in v panogi gradbeništva, ter ugotovil, da so vrednosti in gibanja približno v skladu z gibanji podjetja SCT, iz česar sklepam, da so takšni rezultati posledica specifičnosti panoge gradbeništva. Rezultati pa so bili bistveno slabši leta 2010, podjetje je še imelo poslovne prihodke na nekoliko nižji ravni kot na začetku opazovanega obdobja, poslovni odhodki pa so bili mnogo višji (35 odstotkov), kar je pomenilo, da je bila izguba iz poslovanja visoka.

Z dobičkonosnostjo kapitala ugotavljamo, kako dobro poslovodstvo upravlja s premoženjem lastnikov. Leta 1999 je bila vrednost tega kazalnika pod ena, kar pomeni, da je na enoto vloženega kapitala lastnikom pripadala manj kot ena enota čistega dobička. Vrednost je bila višja v letu menedžerskega prevzema, naslednje leto je padla in se v prihodnjih letih ustalila pri višjih vrednostih od izhodiščne. Iz tega lahko sklepamo, da je podjetje po menedžerskem prevzemu boljše upravljajo z viri lastnikov, kot pa pred prevzemom, kar je na nek način logično, saj so menedžerji postali novi lastniki in so upravljali s svojim premoženjem. Kot smo to naredili pri preostalih preučevanih podjetjih, moramo tudi tukaj pogledati posamezne kategorije, ki sestavljajo ta kazalnik. Dobiček je nihal med vrednostma pol milijona do dveh (z izjemo leta 2008), na koncu opazovanega obdobja je malenkost višji kot na začetku. Kapital pa se je v opazovanem obdobju zmanjšal za približno pet odstotkov. Tako ugotovimo, da so višje vrednosti kazalnika posledica tega, da se je kapital zmanjšal bolj, kot se je zmanjšal dobiček. Glede na okoliščine lahko sklepamo, da je podjetje z zmanjšanjem kapitala želelo oblikovati rezerve za pokrivanje izgube. Če pogledamo kategorijo kapitalske rezerve v bilanci stanja, ugotovimo, da so se te res povečale. Poleg tega je podjetje povečevalo delež dolga v strukturi financiranja, kar, kot vemo, tudi pozitivno vpliva na višino vrednosti kazalnika. To nam potrjuje tudi kazalnik multiplikator kapitala, ki je bil leta 2009 6,33, v letu 2008 pa kar 11,08. Ob upoštevanju vseh ugotovitev lahko sklenemo, da dobičkonosnost kapitala kaže ugodne vrednosti, vendar ne zaradi razlogov dobrega upravljanja s premoženjem (kar bi želeli), ampak zaradi zgoraj omenjenih. Ugotavljamo, da na podlagi tega ne moremo trditi, da je podjetje učinkovito upravljalo s sredstvi lastnikov. Kot je bilo pričakovati, se je stanje samo še poslabševalo, v letu 2010 je imelo podjetje negativni kapital.

Dobičkonosnost sredstev nam kaže, da je podjetje v opazovanem obdobju slabo upravljalo s svojimi sredstvi. Dobičkonosnost sredstev, pri kateri smo izločili vpliv financiranja, je v opazovanem obdobju nihala in se počasi zniževala, dokler ni v letu 2007 dosegla celo negativne vrednosti. Potem se je vrednost izboljšala in v letu 2009 dosegla nekoliko nižjo

vrednost od izhodiščne. Ta kazalnik kaže, da podjetje s poslovnimi prihodki pokriva poslovne odhodke (izjema sta leti 2004 in 2007), vendar se je skozi opazovano obdobje preveč spreminjal, da bi lahko prišli do kakšnih drugih ugotovitev. Če pa v števcu vzamemo čisti dobiček, nam kazalnik pokaže, koliko dobička je družba ugotovila z obstoječimi sredstvi, ne glede na to, kako so financirana. Zanimivo je kazalnik imel celotno opazovano obdobje (z izjemo leta 2008) vrednosti manjše od ena, eno izmed višjih vrednosti je dosegel v letu menedžerskega odkupa, v letu 2009 je imel nekoliko višjo vrednost kot ob izhodišču. Kljub temu so ti rezultati zelo slabi in pomenijo, da podjetje z enoto sredstev ni ustvarilo niti ene enote dobička in to ob pomoči zunanega financiranja. Ta dobičkonosnost sredstev kaže, da podjetje slabo upravlja s svojimi sredstvi in da je močno odvisno od zunanjega financiranja. Kot pri ostalih kategorijah se je tudi tu stanje samo še poslabševalo, leta 2010 je doseglo visoko negativno vrednost.

Najboljšo sliko podjetja kaže kazalnik dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo, ki nam kaže sposobnost podjetja, da generira denarni tok, s katerim lahko poplača svoje obveznosti. Podjetje je skozi celotno opazovano obdobje ustvarjalo razmeroma visok denarni tok (v primerjavi s konkurenčnimi podjetji). Najnižjo vrednost je kazalnik dosegel ravno leta 2004, ko je bil izpeljan menedžerski odkup, najvišjo vrednost pa leta 2008, kar se sklada s pričakovanji, saj je bilo to najboljše leto za gradbince. V letu 2010 je bila vrednost tega kazalca negativna. Ugotovili smo, da je podjetje skozi preučevano obdobje ves čas ustvarjalo denarni tok, problem je bil le, da so ta denarni tok morali porabljeni za poplačilo dolgov in drugih obveznosti. Glede na to, da so obveznosti do partnerjev vsako leto naraščale, lahko sklepamo, da tega denarnega toka ni bilo dovolj in če bi podjetje hotelo preživeti, bi moralo bistveno izboljšati svojo učinkovitost in poslovanje. Težave so se kazale že v obdobju visoke rasti in gospodarskega razcveta, ob poslabšanju razmer in nastopu gospodarske krize pa je podjetje zašlo v hudo krizo, ni bilo sposobno poravnati svojih dolgov in je posledično šlo v stečaj.

4.3 Analiza primernosti izbranih podjetij za menedžerski odkup

Kot smo ugotovili na začetku magistrskega dela, so nekatera podjetja bolj primerna za izvedbo menedžerskega odkupa kot druga. V spodnji tabeli prikazujemo našo oceno primernosti izbranih podjetij za menedžerski odkup na podlagi značilnosti, ki jih poudarja Kleinman.

Tabela 11: Analiza primernosti izbranih podjetij za menedžerski odkup po posameznih značilnostih

	BTC d.d.	Pivovarna Laško d.d.	ACH d.d.	SCT d.d.
Stabilni denarni tokovi	4	5	3	3
Nizka stopnja zadolžitve	2	1	2	1
Močna pozicija na trgu	5	5	4	5
Majhna nevarnost zastarevanja osnovnih sredstev	4	2	4	3
Nizki stroški R&R glede na prihodke	5	4	5	4
Potencial za zmanjšanje stroškov	3	4	3	2
Likvidno premoženje za jamstvo	5	5	5	5
Likvidno premoženje za prodajo	5	4	3	2
Izkušena menedžerska ekipa	5	4	5	5
Možnost izhodne strategije	5	4	5	2
Povprečna ocena	4,3	3,8	3,9	3,2

Legenda: ocene so podane z lestvico od 1 do 5, kjer 1 pomeni zelo neprimerno, 5 pa pomeni zelo primerno.

Z oceno primernosti posameznih podjetij za menedžerski prevzem pridemo do podobnih ugotovitev kot z našo analizo kazalnikov. Najprimernejše podjetje je bilo BTC d. d., precej enakovredno mu sledita ACH d. d in Pivovarna Laško d. d., najmanj primerno pa je podjetje SCT d. d.

SKLEP

Raziskovalci, ki so preučevali menedžerske prevzeme, so večinoma ugotovili, da le-ti, ekonomsko gledano, ugodno vplivajo na prevzeto podjetje. Po prevzemu začne podjetje optimalno izkoriščati vse svoje vire in sredstva ter prečisti portfelj, kar vodi do dviga učinkovitosti in uspešnosti, s čimer si omogoči boljši položaj na trgu. Posledično to pomeni pozitivne učinke za lastnike, zaposlene in investitorje. Kljub temu menedžerski prevzem ni vedno uspešen, saj lahko ima tudi negativne posledice, kot so konflikt interesov, povečanje finančnega vzvoda, kar poveča občutljivost na spremembe v makroekonomskem okolju in spremembe v zakonodaji ter zmanjšuje sredstva, namenjena za investicije in razvoj; menedžment se mora osredotočiti na izpolnjevanje zavez in ostalih zahtev posojilodajalcev, namesto da bi se posvečalo vodenju podjetja. Vse to lahko hitro pripelje do težav ali celo stečaja podjetja. Statistični podatki kažejo, da je neuspešnih prevzemov približno desetina.

Pri uporabi teh podatkov za preučevanje situacije v Sloveniji je potrebno biti previden, kajti večina raziskav je opravljenih v drugačnem ekonomskem in kulturnem okolju. Največ raziskav izhaja iz ZDA in Velike Britanije, ki se od Slovenije razlikujeta vsaj po naslednjih lastnostnih: velikost trga in podjetij, vpliv in moč politike, zgodovinski razvoj in tako dalje. Prav tako niso vsa podjetja primerna za takšen odkup, imela naj bi naslednje lastnosti:

stabilne denarne tokove, nizko stopnjo zadolžitve, močno pozicijo na trgu, majhno nevarnost zastarevanja osnovnih sredstev, potencial za zmanjšanje stroškov, ustrezno likvidno premoženje, ki ga je mogoče uporabiti za hipotekarno jamstvo in prodati za poplačilo dolgov, možnost realizacije izhodne strategije in druge. Pomembno je tudi, da pripravijo dober poslovni načrt, v skladu s katerim vodijo podjetje in na podlagi katerega pridobijo posojilo od posojilodajalcev.

V prvi polovici magistrskega dela smo s teoretično-analitičnem pregledu strokovne literature in statističnih podatkov prišli do odgovora na hipotezo 1. Predpostavili smo, da menedžerski prevzem pozitivno vpliva na poslovanje podjetja. Rezultati večine raziskav so to domnevo potrdili, neuspešnih prevzemov je majhen odstotek. Pri tej ugotovitvi je potrebno poudariti, da to velja za podjetja v zahodnem svetu, kjer je bilo opravljenih največ raziskav s to tematiko. V Sloveniji takšnih strokovnih raziskav nimamo, zato tega ne moremo posplošiti na naše gospodarsko okolje. S hitrim pregledom prevzetih podjetij v Sloveniji pa ugotovimo, da tako prevzetim podjetjem ne gre najbolje.

Z namenom pridobitve konkretnjših ugotovitev smo izbrali štiri podjetja, ki so skozi proces preoblikovanja preko menedžerskega odkupa šla različno uspešno, za katera smo, s pomočjo primerjave kazalnikov pred in po prevzemu, ugotavljali vpliv izpeljanih menedžerskih prevzemov na uspešnost podjetja. Prišli smo do zanimivih in skoraj izključujočih ugotovitev.

Zagotovo lahko trdimo, da je bilo pri tem najmanj uspešno podjetje SCT, ki je kot posledica prevzema šlo v stečaj. Najprej opazimo, da podjetje sploh ni imelo lastnosti, ki bi jih naj imela podjetja, primerna za tak prevzem. Najbolj opazna so, da je bilo podjetje skozi celotno obdobje močno zadolženo, dejavnost gradbeništva je povezana z visokimi vlaganji, ni imelo dobrega potenciala za zmanjševanje stroškov, zelo verjetno tudi niso imeli izdelane izstopne strategije. Večina kazalnikov kaže slabše rezultate na koncu opazovanega obdobja kot pa na začetku. Ugotavljamo, da menedžerski prevzem ni imel pozitivnega učinka na podjetje.

Naslednji preučevani podjetji, Pivovarno Laško in ACH, smo izbrali, ker sta v podobni situaciji, in sicer sami podjetji sta v svoji osnovni dejavnosti uspešni, vendar njun razvoj zavira visoka finančna zadolženost. Podjetji sta imeli stabilne denarne tokove, ki naj bi omogočili servisiranje dolga, delujeta v zrelih panogah in imata močno pozicijo in prepoznavnost na trgu, izvedba izstopne strategije je možna. Kljub temu da sta bili že pred prevzemom precej zadolženi, sta se po prevzemu še dodatno zadolžili, dodaten udarec pa je pomenila gospodarska kriza, zaradi katere so obema podjetjema padli prihodki od prodaje in posledično razpoložljivi denarni tok, ki sta ga hoteli uporabiti za odplačilo dolgov. Velik problem je tudi, da je veliko kreditov kratkoročnih, kar pomeni, da zapadejo v plačilu v roku enega leta. Podjetji sta tako v rokah bank, ki z reprogramom teh kreditov dajejo možnost, da se izkopljeta iz težav. Rešilno bilko za podjetji predstavlja zadosti

likvidnega premoženja, ki ga lahko prodana in s tem poplačata znaten del dolga. Vendar pa se tudi tukaj pojavljajo težave (nezmožnost prodaje in padanje cene Mercatorja, likvidacija Factor banke in podobno), kar lahko še dodatno ogrozi njun obstoj. Tako tudi tukaj pridemo do sklepa, da je imel menedžerski prevzem negativne posledice.

Zadnje izbrano podjetje, BTC, je najuspešnejše, toda hkrati je bil menedžerski prevzem izveden najmanj transparentno in bil po sklepu sodišča celo nezakonit. Slabo luč na prevzem najbolj mečejo naslednje odločitve: prikrievanje menedžerskega prevzema pod krinko odkupovanja lastnih delnic zaradi grožnje prevzema s strani tujega sklada; preseganje zakonsko določenega praga lastnih delnic v osnovnem kapitalu in posledično kršitev Zakona o gospodarskih družbah; sodelovanje nadzornega sveta pri prevzemu, s čimer je zatajil pri svoji najpomembnejši nalogi, ki je varovanje interesa lastnikov; ker so sodelovali v prevzemu in so zaradi svojega položaja posledično imeli več informacij kot ostali subjekti na trgu, ugotavljamo, da je prišlo do zlorabe notranjih informacij; nenamenska poraba hipotekarnih obveznic, ki naj bi jih porabili za razvojne programe, v resnici pa so z njimi financirali odkup lastnih delnic. Kljub naštetemu pa pregled bilanc stanja in izkazov poslovnega izida ter analiza kazalnikov kažejo, da je podjetje po prevzemu uspešnejše kot pred prevzemom. Največ je k temu gotovo pripomoglo, da je podjetje pred prevzemom imelo praktično vse značilnosti podjetja, ki je primerno za izvedbo menedžerskega odkupa in se ni pretirano zadolžilo. Pomemben dejavnik je prav gotovo tudi pravočasna izvedba odkupa, saj je bil izveden šest let pred pojavom gospodarske krize. Prišli smo do sklepa, da je bilo izmed vseh štirih preučevanih podjetij BTC edino podjetje, ki je po izvedenem menedžerskem prevzemu uspešnejše.

Predpostavka, da so vsa štiri preučevana podjetja pred prevzemom imela značilnosti podjetij, primernih za prevzem, je bila na podlagi preučitve poteka menedžerskih prevzemov ovržena. To ugotovitev lahko razširimo na celotno slovensko gospodarsko okolje, kjer je bila večina menedžerskih odkupov izvedenih zaradi drugačnih razlogov, kot so izboljšanje učinkovitosti podjetij. Večinoma so bili izvedeni z zelo visokim finančnim vzvodom in so predpostavljali nerealno visoko raven rasti denarnih tokov. Uspešnih menedžerskih prevzemov je bilo zelo malo, večina tako preoblikovanih podjetij je v težavah. Če pogledamo njihovo poslovanje, ugotovimo, da bi bila uspešnejša, če bi presežen denarni tok namesto za servisiranje dolgov uporabila za vlaganja v razvoj podjetja. Pri preučevanju predstavljajo največji problem zelo spremenjene makroekonomske razmere (zaradi recesije), saj ne moremo ugotoviti, kako bi se podjetja obnašala v teh razmerah, če ne bi bili izvedeni menedžerski prevzemi, oziroma kakšne rezultate bi ta podjetja dosegala, če bi gospodarske razmere ostale nespremenjene. Kljub temu smo na podlagi naše analize prišli do ugotovitve, da so bili učinki menedžerskih prevzemov na poslovanje prevzetih podjetij v večini primerov negativni.

LITERATURA IN VIRI

1. ACH d.d. (2013). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2012. Ljubljana: ACH d.d.
2. ACH d.d. (2012). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2011. Ljubljana: ACH d.d.
3. ACH d.d. (2011). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2010. Ljubljana: ACH d.d.
4. ACH d.d. (2010). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2009. Ljubljana: ACH d.d.
5. ACH d.d. (2009). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2008. Ljubljana: ACH d.d.
6. ACH d.d. (2008). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2007. Ljubljana: ACH d.d.
7. ACH d.d. (2007). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2006. Ljubljana: ACH d.d.
8. ACH d.d. (2006). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2005. Ljubljana: ACH d.d.
9. ACH d.d. (2005). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2004. Ljubljana: ACH d.d.
10. ACH d.d. (2004). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2003. Ljubljana: ACH d.d.
11. ACH d.d. (2003). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2002. Ljubljana: ACH d.d.
12. ACH d.d. (2002). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2001. Ljubljana: ACH d.d.
13. ACH d.d. (2001). Letno poročilo podjetja ACH d.d. za leto 2000. Ljubljana: ACH d.d.
14. BTC d.d. (2013). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2012. Ljubljana: BTC d.d.
15. BTC d.d. (2012). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2011. Ljubljana: BTC d.d.
16. BTC d.d. (2011). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2010. Ljubljana: BTC d.d.
17. BTC d.d. (2008). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2007. Ljubljana: BTC d.d.
18. BTC d.d. (2007). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2006. Ljubljana: BTC d.d.
19. BTC d.d. (2006). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2005. Ljubljana: BTC d.d.
20. BTC d.d. (2005). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2004. Ljubljana: BTC d.d.
21. BTC d.d. (2004). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2003. Ljubljana: BTC d.d.
22. BTC d.d. (2003). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2002. Ljubljana: BTC d.d.
23. BTC d.d. (2002). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2001. Ljubljana: BTC d.d.
24. BTC d.d. (2001). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 2000. Ljubljana: BTC d.d.
25. BTC d.d. (2000). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 1999. Ljubljana: BTC d.d.
26. BTC d.d. (1999). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 1998. Ljubljana: BTC d.d.
27. BTC d.d. (1998). Letno poročilo podjetja BTC d.d. za leto 1997. Ljubljana: BTC d.d.
28. Cirman, P. (2008). O dolenskem viaduktu bo odločal »drobiž«. *Dnevnik*. Najdeno 15. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/332362>
29. Delfi d.d. (2005). Letno poročilo podjetja Delfi d.d. za leto 2004. Ljubljana: Delfi d.d.
30. Delfi d.d. (2004). Letno poročilo podjetja Delfi d.d. za leto 2003. Ljubljana: Delfi d.d.
31. Deloitte & Touche. (2004). *A Practical guide to MBOs*. London: Deloitte & Touche.
32. Dolinar, D. (2009). *Učinek zakonskega preprečevanja managerskih prevzemov v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Društvo mali delničarji Slovenije. (2009). Primer BTC – nestrokovnost ali korupcija oblasti? Najdeno 20. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.skupaj.eu/sl/vsebina/primer-btc-nestrokovnost-ali-korupcija-oblasti?page=2>
34. *Družba Protej, d.o.o. ima v lasti 50,02 odstotka delnic družbe Autocommerce, d.d.* (2005). Najdeno 27. oktobra 2013 na spletnem naslovu

<http://www.finance.si/127061/Dru%C5%BEba-Protej-d.o.o.-ima-v-lasti-5002-odstotka-delnic-dru%C5%BEbe-Autocommerce-d.-d.>

35. European Central Bank. (2007). *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*. Germany: European Central Bank.
36. Felc, M. (2010). Afera spodkopala razvpiti stolp na letališču. *Delo*. Najdeno 25. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/novice/kronika/afera-spodkopala-razvpiti-stolp-na-letaliscu.html>
37. Flynn, M. K. (2012). 2011 by the numbers. *Mergers & Acquisitions*, 47(2), 39-45.
38. Frankfurter, G. M., & Kosedag, A. (1996). Management's Perception of Leveraged Buyouts. *International Review of Financial Analysis*, 5(3), 197-221.
39. Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
40. Gorenc, A. (2009). *Analiza uspešnosti slovenske industrije pijač v okviru Skupine Pivovarna Laško* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Hafner, A. (2006). Denar za MBO pride iz podjetja. *Manager*. Najdeno 15. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1033336&N=5>
42. Ipavic, A. (2004). *Analiza uspešnosti poslovanja družbe Petrol, d.d., Ljubljana* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Iskrič, T.S. (2001a). BTC do lastnih delnic po stari zakonodaji. *Finance*. Najdeno 27. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/10658/BTC-do-lastnih-delnic-po-stari-zakonodaji>
44. Iskrič, T.S. (2001b). Mermal: O prevzemu bomo razmišljali konec septembra. *Finance*. Najdeno 16. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/Default.aspx?Stran=Rezultati&TipIskanja=Kriteriji>
45. Jensen, M. (1989a). Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(1), 40.
46. Jensen, M. (1989b). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*. Najdeno 10. marec 2013 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149
47. Jeretina, I. (2008). *Davčne utaje v slovenskem gradbeništvu* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Kepec, M. (2002). *Vloga računovodskih informacij pri napovedovanju plačilne sposobnosti z izkazom finančnega izida* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Koražija, N. (2007). Tehnike MBO: Gorivo za managerske odkupe. *Manager*. Najdeno 12. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1102844&N=109>
50. Košir, A. (2003). *Sistem kazalnikov za presojanje uspešnosti poslovanja v podjetju Telekom Slovenije* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

51. Kovač, S. (2012). Public enemy: Kako je milijonar Herman Rigelnik izčrpal ACH in se v ponedeljek upokojil. *Finance*. Najdeno 14. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/5636105/Public-enemy-Kako-je-milijonar-Herman-Rigelnik-iz%C4%8Drpal-ACH-in-se-v-ponedeljek-upokojil>
52. Kovač, S. (2007). Rigelnikova oligarhija. *Finance*. Najdeno 15. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1113377&N=28>
53. Križnik, B. (2009). Menedžerski odkup znova pred sodišče. *Delo*. Najdeno na spletnem 15. junija na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1181451&N=15>
54. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
55. Lahovnik, M., & Malenković, V. (2011). Corporate acquisition strategies and economic performance – A case of Slovenia. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, 29(1), 33-50.
56. Lipnik, K. (2007). Zmagovalci managerskih odkupov. *Manager*. Najdeno 27. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1102827&N=101>
57. Malus, B. (2004). *Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. *Managerski odkup Pivovarne Laško?* (2008). *Delo*. Najdeno 14. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/managerski-odkup-pivovarne-lasko.html>
59. *Managerski odkupi pogosto predmet sumničenja*. (2006). *Manager*. Najdeno 16. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1033322&N=4>
60. Mihajlović, N. (2001a). BTC umaknil potrdila GDR iz Londona. *Finance*. Najdeno 14. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/9762/BTC-umaknil-potrdila-GDR-iz-Londona>
61. Mihajlović, N. (2001b). Koliko bo Srd iztržil za svoj delež v BTC? *Finance*. Najdeno 14. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/9504/Koliko-bo-Srd-iztrzil-za-svoj-delez-v-BTC?cookietime=1382860867>
62. Mörec, B. (2013). Analiziranje podatkov iz računovodskih izkazov in izrazna moč EBIT, EBITDA. *Sirius*, 13(2), 21-37.
63. Nash, A. (2005). *The MBO Guide for Management teams*. Hampshire: Harriman House Ltd.
64. Olsen, J. (2003). *Note on leveraged buyouts*. Dartmouth: Tuck School of Business at Dartmouth College.
65. Peklar, L. F. (2007). Analiza MBO: Sedem največjih napak pri managerskih odkupih. *Manager*. Najdeno 12. Marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1102829&N=103>

66. Petrič, T. (2002). *Managerski odkupi v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
67. Pivovarna Laško d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2012. Laško: Pivovarna Laško d.d.
68. Pivovarna Laško d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2011. Laško: Pivovarna Laško d.d.
69. Pivovarna Laško d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2010. Laško: Pivovarna Laško d.d.
70. Pivovarna Laško d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2009. Laško: Pivovarna Laško d.d.
71. Pivovarna Laško d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2008. Laško: Pivovarna Laško d.d.
72. Pivovarna Laško d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2007. Laško: Pivovarna Laško d.d.
73. Pivovarna Laško d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2006. Laško: Pivovarna Laško d.d.
74. Pivovarna Laško d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2005. Laško: Pivovarna Laško d.d.
75. Pivovarna Laško d.d. (2005). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2004. Laško: Pivovarna Laško d.d.
76. Pivovarna Laško d.d. (2004). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2003. Laško: Pivovarna Laško d.d.
77. *Pivovarna Laško d.d.: Pregled pomembnejših dogodkov v letu 2008.* (2009). Najdeno 16. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/Default.aspx?Stran=Rezultati&TipIskanja=Kriteriji>
78. Platt, H.D., & Platt, M. (2000). Leveraged Buyout Failure Risk: Advice for Managers and Bankers. Najdeno 20. oktobra 2013 na spletnem naslovu <http://www.turnaround.org/Publications/Articles.aspx?objectID=1377>
79. SCT d.d. (2011). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2010. Ljubljana: SCT d.d.
80. SCT d.d. (2010). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2009. Ljubljana: SCT d.d.
81. SCT d.d. (2009). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2008. Ljubljana: SCT d.d.
82. SCT d.d. (2008). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2007. Ljubljana: SCT d.d.
83. SCT d.d. (2007). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2006. Ljubljana: SCT d.d.
84. SCT d.d. (2006). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2005. Ljubljana: SCT d.d.
85. SCT d.d. (2005). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2004. Ljubljana: SCT d.d.
86. SCT d.d. (2004). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2003. Ljubljana: SCT d.d.
87. SCT d.d. (2003). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2002. Ljubljana: SCT d.d.
88. SCT d.d. (2002). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2001. Ljubljana: SCT d.d.
89. SCT d.d. (2001). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 2000. Ljubljana: SCT d.d.
90. SCT d.d. (2000). Letno poročilo podjetja SCT d.d. za leto 1999. Ljubljana: SCT d.d.

91. SCT Holding d.o.o. (2009). Letno poročilo podjetja SCT Holding d.o.o. za leto 2008. Ljubljana: SCT Holding d.o.o.
92. Smrekar, T. (2001). Vodilni v BTC kmalu do večinskega deleža. *Finance*. Najdeno 24.6.2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/13352/Vodilni-v-BTC-kmalu-do-ve%C4%8Dinskega-dele%C5%BEa>
93. Srakar, Š. (2003). *Menedžerski odkupi podjetij s poudarkom na primeru BTC* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
94. Slovenska tiskovna agencija. (2008). Infond Holding povečal delež v Laškem na slabih 37 odstotkov. *Dnevnik*. Najdeno 15. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/327952>
95. Slovenska tiskovna agencija. (2006). BTC uspešno raste. *Dnevnik*. Najdeno 27. oktobra 2013 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/64860>
96. Slovenska tiskovna agencija. (2005). Protej objavil ponudbo za prevzem Autocommercea. *Dnevnik*. Najdeno 19. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/clanek/130788>
97. Šešok, K. (2007). Davki: Z davčnim preigravanjem do cenejšega MBO. *Manager*. Najdeno 26. Septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1102828&N=102>
98. Urbanija, A. (2007). MBO in MBI v tujini: V zadnjem desetletju je število MBO v Evropi zraslo. *Manager*. Najdeno 12. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1102809&N=99>
99. Vahčič, T. (2007). Tehnike MBO: Kako to delajo po svetu. *Manager*. Najdeno 31. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1102853&N=53>
100. Varanelli, L. (2007). Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout. *Pravna praksa*, 26(49/50), 6-8.
101. Varanelli, L. (2001). Leveraged buyouts med teorijo in prakso. *Podjetje in delo*, 27(3/4), 356-369.
102. Weiss, M., & Hočevnar, B. (2002). Preoblikovanje BTC se je zataknilo. *Finance*. Najdeno 14. marca na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=346554&N=69>
103. Wilson, N., Wright, M., Siegel, D. S., & Scholes, L. (2011). Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 193-205.
104. Wright, M., & Robbie, K. (1996). The Investor-led Buy-out: A New Strategic Option. *Long Range Planning*, 29(5), 691-702.
105. Zahra, S.A. (1995). Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: The Case of Management Leveraged Buyouts. *Journal of Business Venturing*, 10, 225-247.
106. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009 Odl.US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl.US: U-I-

- 165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013 Odl.US: U-I-311/11-16, 82/2013.
108. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/2006, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008, 35/2011, 55/2011 Skl.US: U-I-103/11-9, 105/2011 Odl.US: U-I-103/11-16, 10/2012, 22/2012 Odl.US: U-I-123/11-14, 38/2012, 56/2013, 63/2013-ZS-K.
109. Zimic, S. (2008). SCT kupuje delnice svojega lastnika. *Dnevnik*. Najdeno 18. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/Default.aspx?Stran=Rezultati&TipIskanja=Kriteriji>
110. *Zniževanje plač in odpuščanja*. (2013). *Dnevnik*. Najdeno 25. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/znizevanje-plac-in-odpuscanja>
111. Žvipelj, G. (2011). Racionalnost managerskih odkupov z vidika vedenjske ekonomije. *Management*, 6(2), 191-204.