

**UNIVERZA V LJUBLJANI**  
**EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**MANAGERSKI ODKUPI S Poudarkom NA PRIMERU JATE EMONE**

Ljubljana, marec 2009

KLEMEN KIRN

## IZJAVA

Študent Klemen Kirn izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Mateja Lahovnika, in v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 28.3.2009

Podpis:

# KAZALO

UVOD .....	1
1 TEORETIČNI VIDIKI MENEDŽERSKIH PREVZEMOV PODJETIJ .....	2
1.1 Definicija pojma menedžerski odkup .....	2
1.1.1 Definicija LBO .....	2
1.1.2 Definicija MBO .....	3
1.1.3 Menedžerski odkup od znotraj .....	4
1.1.4 Menedžerski odkup od zunaj .....	4
1.1.5 Razlogi za menedžerske odkupe .....	5
1.2 Akterji menedžerskih odkupov in njihovi motivi .....	6
1.2.1 Udeleženci MBO-jev .....	6
1.2.2 Motivi prodajalcev .....	7
1.2.3 Motivi kupcev .....	7
1.2.4 Konflikt interesov .....	8
1.2.5 Problem agentov .....	10
1.2.6 Teorija presežnih denarnih tokov .....	11
1.3 Izvedba menedžerskega odkupa in načini financiranja .....	12
1.3.1 Značilnosti podjetja, primerne za MBO .....	12
1.3.2 Primeren čas za MBO .....	13
1.3.3 Izvedba MBO-ja .....	15
1.3.4 Financiranje MBO-ja .....	15
1.3.5 Prednostni dolg (angl. <i>senior debt</i> ) .....	17
1.3.6 Podrejeni dolg (angl. <i>subordinated debt</i> ) .....	17
1.3.7 Lastniški kapital .....	17
1.3.8 Prevzemna premija .....	18
2 MENEDŽERSKI ODKUPI V SLOVENIJI .....	20
2.1 Kapitalski trg v Sloveniji .....	20
2.2 Razlogi za menedžerske odkupe v Sloveniji .....	22
2.3 Prevzemna zakonodaja .....	23
3 MENEDŽERSKI ODKUP PODJETJA JATA EMONA, D. D. ....	25
3.1 Predstavitev podjetja Jata Emona, d. d. ....	25
3.1.1 Nastanek družbe Jata Emona, d. d. ....	25
3.1.2 Področje perutnine .....	26
3.1.3 Področje krmil .....	28
3.1.4 Skupina Jata Emona .....	30
3.2 Izvedba odkupa Jate Emone, d. d. ....	32
3.2.1 Lastniška struktura podjetja pred odkupom .....	32

3.2.2 Motivi in razlogi vodstva podjetja za odkup .....	36
3.2.3 Prisotnost asimetrije informacij .....	36
3.2.4 Prisotnost problema agentov .....	37
3.2.5 Potek MBO-ja in način financiranja.....	38
3.2.6 Viri financiranja menedžerskega odkupa .....	40
3.2.7 Zaključek MBO-ja in iztisnitev malih delničarjev .....	41
SKLEP .....	42
LITERATURA IN VIRI .....	45

## UVOD

Procesi združitve in prevzemov so bili do izbruha hipotekarne krize v Združenih državah Amerike v avgustu 2007 in svetovne bančne in borzne krize v septembru 2008 eden izmed najpogostejših načinov konsolidacije in prestrukturiranja podjetij. Med prevzemi je bilo veliko odkupov podjetij z zadolžitvijo, med njimi največ menedžerskih odkupov. Tudi v Sloveniji se je po letu 2000 zgodilo veliko prevzemov podjetij. Če so se v preteklih letih dogajali prevzemi med podjetji in smo govorili o konsolidaciji industrij in oblikovanju finančnih holdingov (Sava, Istrabenz, Pivovarna Laško), se je v letih 2006 in 2007 v Sloveniji največ govorilo in dogajalo okrog menedžerskih odkupov podjetij. Menedžerski odkupi so dosegli vrhunec z menedžerskim odkupom Merkurja in prodajo državnega deleža v Istrabenzu v letu 2007. Zaradi prave borzne evforije in vedno novih napovedi morebitnih menedžerskih odkupov je indeks slovenske borze dosegel v letu 2007 svojo zgodovinsko najvišjo vrednost in je bil med najdonosnejšimi na svetu. Po mojem mnenju gre za zadnji val privatizacije oziroma konsolidacije lastništva slovenskih podjetij ter za obrambo menedžerjev in podjetij pred vpletanjem politike v gospodarstvo. Prav menedžerski odkupi so eden izmed načinov izpeljave hitre koncentracije in konsolidacije lastništva podjetij, kjer naj bi postali menedžerji strateški lastniki. Namen menedžerjev ni samo zaščita podjetja pred vmešavanjem politike, ampak tudi premoženjska korist, možnost samostojnejšega upravljanja podjetij, podjetniški izziv in ne nazadnje možnost izbire strateškega partnerja po svoji izbiri. V letu 2008 je slovenska vlada sprejela več tako imenovanih "protitajkunskih" zakonov, ki onemogočajo menedžerske odkupe na osnovi zastave delnic prevzetega podjetja, omejujejo najemanje bančnih posojil za tovrstne odkupe in bolje ščitijo male delničarje.

Namen magistrske naloge je predstaviti značilnosti menedžerskih odkupov, njihove prednosti in slabosti in njihov vpliv na udeležence odkupov. Tako želim pojasniti, kaj menedžerski odkupi sploh so, kako in zakaj se dogajajo ter kako se financirajo. Na praktičnem primeru menedžerskega odkupa podjetja Jata Emona, d. d., v letu 2007 bom prikazal, kdo so udeleženci menedžerskega odkupa in kakšne koristi jim je ta prinesel, in pojasnil, da menedžerski odkupi niso samo način nepoštenega bogatenja menedžerjev na račun malih delničarjev in zaposlenih v prevzetih podjetjih. Namene menedžerjev prevzemnikov je potrebno nepristransko ovrednotiti in spremeniti splošni negativni odnos slovenske javnosti do prevzemov, ki se kaže v časopisnih in parlamentarnih razpravah o tajkunih. Bistvo odklonilnega odnosa je v nepoznavanju vzrokov, posledic in koristi, ki jih menedžerski odkupi prinašajo, in motivov ter tveganj, ki jih prevzemniki prevzemajo.

Cilj magistrskega dela je s pomočjo znanstvene in strokovne literature proučiti področje menedžerskih odkupov na splošno, predstaviti oblike odkupov in razloge zanje. Predstavil bom udeležence menedžerskih odkupov in odnose med njimi ter njihove motive, samo izvedbo odkupa in lastnosti uspešnih odkupov podjetij. Dotaknil se bom tudi načinov financiranja odkupov in prevzemnih premij, ki se ob prevzemih realizirajo. Končni cilj je na primeru menedžerskega odkupa podjetja Jata Emona, d. d., pokazati, da je bil menedžerski

odkup ena izmed oblik konsolidacije lastništva podjetja, z namenom ohranitve dejavnosti in zaposlenih ter tudi možnosti pridobitve premoženjske koristi za prevzemnike. Odkup Jate Emone, d. d., je namreč tipičen, šolski primer odkupa, kot ga obravnava literatura. Hkrati želim ovrednotiti koristi udeležencev v procesu odkupa in podati oceno o prevzemni ceni. Ugotoviti želim, ali sta bila v podjetju prisotna problem agentov in problem asimetrije informacij, ali sta sedaj odpravljena in ali je bil v podjetju prisoten tudi problem presežnih denarnih tokov.

Metode dela, uporabljene pri pisanju magistrskega dela, temeljijo na proučevanju teoretične podlage, ki je osnova za raziskovanje menedžerskih odkupov, in znanju, pridobljenem na podiplomskem študiju pri predmetu Združitve in prevzemi podjetij. Največ sem si pomagal z strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, članki in zakoni ter intervjuji z menedžerji, ki so prevzeli podjetje. Prav te informacije so bistveno pripomogle k mojemu drugačnemu pogledu na menedžerske odkupe.

Magistrsko delo bo sestavljeno iz petih poglavij. V prvem, uvodnem delu, bom predstavil namen in cilje dela, v drugem pa strnil teoretične vidike menedžerskih odkupov. Najprej bom definiral, kaj sploh je menedžerski odkup, in navedel razloge zanj. Predstavil bom udeležence in njihove motive in pojasnil samo izvedbo odkupa in možne načine financiranja. V tretjem delu želim prikazati slovenski kapitalski trg, razloge za menedžerske odkupe v Sloveniji in prevzemno zakonodajo. To bo tako osnova za četrti del naloge, tj. prikaz poteka odkupa podjetja Jata Emona, d. d. Predstavitvi podjetja, njegovemu nastanku in razvoju sledi navedba konkretnih razlogov za odkup, njegov potek in vpliv na deležnike (udeležence prevzema). Podal bom oceno, ali je bil v podjetju prisoten problem agentov, in preveril prisotnost asimetrije informacij in problema presežnih denarnih tokov. Zadnji, sklepni del naloge je povzetek ugotovitev iz teoretičnega dela, kakor tudi osebne ocene o uspešnosti menedžerskega odkupa Jate Emone in zadovoljstvu udeležencev ob izpeljanem postopku odkupa. Na koncu sledi še navedba literature in virov.

## **1 TEORETIČNI VIDIKI MENEDŽERSKIH PREVZEMOV PODJETIJ**

### **1.1 Definicija pojma menedžerski odkup**

#### **1.1.1 Definicija LBO**

*Leveraged buy-out* (v nadaljevanju LBO) oziroma odkup podjetja z zadolžitvijo je finančna operacija, kjer kupec za nakup podjetja oziroma dela podjetja uporabi zunanje financiranje (bančna posojila, dolžniške vrednostne papirje, kapital tretjih oseb, drugo) (Piatkowski, 2001, str. 6). Kupčeva lastna sredstva predstavljajo pri financiranju odkupa zgolj manjšinski delež potrebnih sredstev, večinski delež sredstev se namreč zagotovi z zunanjim financiranjem.

Pobudniki operacije *ad hoc* ustanovijo novo podjetje (vmesno družbo) z namenom odkupa delnic ciljne družbe. Bistvo takšne finančne operacije je, da temelji na pričakovani sposobnosti ciljne družbe, da ustvarja dobiček oziroma denarni tok. Hkrati so po združitvi obeh podjetij likvidna sredstva kupljenega podjetja skupaj s prihodnjimi denarnimi tokovi poroštvo in vir za odplačilo zunanjih posojil (DePamphilis, 2003, str. 558).

Po Bešterju (1996, str. 27) je odkup podjetja z zadolžitvijo prevzem podjetja z uporabo najetih kreditov. Običajno se za zavarovanje kreditov uporabi premoženje ciljnega podjetja, dolg pa se poplača iz prihodkov tega podjetja. Menedžment podjetja lahko uporabi LBO in s preoblikovanjem odprte delniške družbe v zaprto prevzame celoten nadzor nad podjetjem. V tem primeru govorimo o *management buy-out* (v nadaljevanju MBO) oziroma menedžerskem odkupu podjetja.

Odkupi podjetij z zadolžitvijo so se najprej pojavili v šestdesetih letih dvajsetega stoletja v Združenih državah Amerike in so se kasneje spreminjali. Pri prvih LBO-jih je šlo za manjša podjetja. Zaradi uspešnosti in želje po visokih donosih so postajali LBO-ji čedalje večji in bolj tvegani. Pravi razcvet so doživeli v osemdesetih letih, ko postanejo takšni, kot so danes. Dodaten zagon je LBO-jem dal pojav visoko tveganih obveznic (angl. *junk bonds*), ki so jih družbe začele uporabljati pri prevzemih drugih podjetij (Gaughan, 2002, str. 330). To so visoko tvegane obveznice, ki prinašajo visoke anuitete (obresti), saj je tveganje, da izdajatelj obveznic ne bo mogel poplačati dolga, veliko.

Glavna značilnost LBO-jev je povečanje finančnega vzvoda podjetja. Pri podjetju, ki je izvedlo LBO, preseže kazalec celotni dolg na celotni kapital 85 odstotkov (Kaplan, 1991, str.1). Hkrati se močno poveča lastniški interes menedžerjev, saj zaradi sprememb v upravljanju podjetja, kot posledica vstopa novih lastnikov, pride do aktivnega nadzora strategije menedžerjev in kontrole njenega izvrševanja. Zamenjava dolga za kapital v lastniški strukturi podjetja omogoči večjo koncentracijo lastništva (Wright et al., 2001, str. 243).

### **1.1.2 Definicija MBO**

Menedžerski odkup (angl. *management buy-out*) je oblika prevzema podjetja s strani menedžmenta z zadolžitvijo na podlagi zastave premoženja podjetja in/ali osebnega premoženja menedžerjev. Menedžerski odkup je tako oblika LBO-ja, kjer se kot kupci podjetja pojavijo njegovi ali zunanji menedžerji. Večina LBO-jev je tudi MBO, vendar se izraz LBO uporablja bolj splošno in poudarja predvsem način financiranja prevzema z zelo visokim povečanjem zadolžitve oziroma finančnega vzvoda (Bešter, 1996, str. 38).

Pri večini odkupov s strani menedžmenta gre za odkupe, ki se pojavljajo v dveh skrajnih, osnovnih variantah (Antončič, 1992, str. 2):

- odkupi podjetij s strani obstoječih menedžerjev s pomočjo finančnih institucij (angl. *management buy-out*) in

- odkupi podjetij s strani zunanjih menedžerjev s pomočjo finančnih institucij (angl. *management buy-in*)

Obstaja več kombinacij odkupov podjetij, v katerih sodelujejo notranji in zunanji menedžerji. Potrebno je poudariti, da z menedžerji pri odkupih lahko sodelujejo tudi institucionalni investitorji ali zaposleni v podjetju. V primeru sodelovanja večjega števila zaposlenih pri odkupu govorimo o menedžersko-delavskih ali delavskih odkupih, odvisno od lastniškega deleža sodelujočih. V praksi se različne vrste odkupov močno prepletajo, zato bom v nadaljevanju predstavil samo dve čisti obliki MBO-jev.

### **1.1.3 Menedžerski odkup od znotraj**

MBO je preprosto ena izmed oblik LBO-ja, kjer notranji menedžerji oziroma del menedžerjev sodeluje pri nakupu lastniškega deleža podjetja (Kocbek, 1999, str. 329).

V podjetju zaposleni menedžerji lahko odkupijo večino ali vse delnice podjetja, pri tem pa za plačilo kupnine sami prispevajo zgolj minimalni delež lastnih sredstev, večino sredstev pa pridobijo od zunanjih vlagateljev, predvsem bank in specializiranih skladov za odkupe (Kavčič, 1994, str. 22; Petrič, 2002, str. 3). Menedžerji zagotovijo svoj delež sredstev na podlagi lastnih prihrankov in posojil, za ta posojila pa morajo zastaviti velik del svojega premoženja. S tem menedžerji pokažejo svojo zavezo in jamstvo za resnost skupnega podjetja (Kocbek, 1999, str. 329).

Menedžerski odkup podjetja pomeni, da menedžment odda ponudbo za nakup ciljnega podjetja, ki je največkrat zaokrožen del oziroma divizija večjega podjetja. Menedžerji, ki so zaposleni v ciljni družbi, financirajo omenjeno transakcijo deloma s svojim premoženjem, večinoma pa s kombiniranjem najetih kreditov in tveganega kapitala (Wright & Robbie, 1996, str. 691).

MBO se kot oblika odkupa pogosto pojavlja, ko podjetje odproda podružnico ali pa del matičnega podjetja. Pri tem gre za tako imenovano odprodajo enote ali proizvodnega programa (angl. *divisional buy-out*). Prvič se pojavi v začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja v Združenih državah Amerike in Veliki Britaniji, sredi devetdesetih pa se razširi tudi drugod po svetu. Takšen način prodaje podjetja omogoča sprostitve določenih možnosti v poslovanju podjetja, ki so bile pod prejšnjo neučinkovito organizacijsko sestavo onemogočene (Wright et al., 2001, str. 247). MBO-ji so tako postali oblika prestrukturiranja poslovanja velikih sistemov in način privatizacije.

### **1.1.4 Menedžerski odkup od zunaj**

Menedžerski odkup od zunaj (angl. *management buy-in*, v nadaljevanju MBI) je podoben MBO-ju, vendar da v tem primeru ponudbo za nakup ciljnega podjetja zunanji menedžment, ki ni zaposlen v ciljni družbi. Razlogi za MBI so lahko slabo vodenje ciljnega podjetja s strani



obstoječih menedžerjev ali pomanjkanje znanja za bodoči razvoj. Lahko pa zunanji menedžerji ocenijo, da je ciljno podjetje podcenjeno, in so lastnikom pripravljeni plačati primerno ceno za izstop iz podjetja.

V praksi zunanji menedžerji po navadi nimajo dovolj informacij in znanja o kupljenem podjetju oziroma o panogi, v kateri deluje podjetje, zato je MBI veliko manj uspešen v primerjavi z MBO-jem. Posledično so se razvile hibridne oblike odkupov (angl. *management buy-out/buy-in*). Pri teh lahko vlagatelji pripeljejo v podjetje menedžerje od zunaj ter z njimi dopolnijo manjkajoča znanja in sposobnosti notranjih menedžerjev, hkrati pa zmanjšajo vpliv asimetrije informacij (Wright et al., 2001, str. 252). Asimetrija informacij pomeni, da notranji menedžerji poznajo poslovno občutljive informacije, ki niso dostopne lastnikom in zunanjim menedžerjem. S kombiniranjem odkupov od zunaj in od znotraj se tako poskuša maksimirati prednosti, ki jih imajo zunanji in notranji menedžerji pri upravljanju podjetja, z namenom maksimiranja donosnosti vloženega kapitala.

### **1.1.5 Razlogi za menedžerske odkupe**

Da lahko menedžerji izvedejo menedžerski odkup, morajo biti podjetja na prodaj. Lastniki morajo tako imeti razloge, zakaj prodajajo podjetje. Najpomembnejši razlogi, ki pripomorejo k izvedbi menedžerskih odkupov podjetja, so (Milivojevič, 2002, str. 10, 11):

- Preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto delniško družbo: menedžerji se želijo izogniti sovražnemu prevzemu, saj morajo odprte delniške družbe v skladu s pravili borze in zakonodajo redno obveščati delničarje o svojem poslovanju. To povečuje stroške poslovanja podjetja, hkrati pa konkurenti pridobijo dragocene informacije. Ker so plače menedžerjev odvisne od četrletnih rezultatov poslovanja, lahko ti zaradi zahtev po kratkoročnih dobičkih zanemarijo dolgoročno rast in razvoj podjetja.
- Velika diverzificirana korporacija želi prodati del podjetja, da bi pridobila sredstva za prevzem drugega podjetja ali za zmanjšanje dolga.
- Lastniki družinskega podjetja se upokojijo in nimajo naslednikov. Ker želijo prepustiti podjetje ljudem, ki jim zaupajo, prodajo podjetje menedžerjem.
- Velika korporacija se strateško preusmeri oziroma novo vodstvo postavi drugačne strateške smernice, in določene dejavnosti niso več pomembne za nadaljnji razvoj.
- V podjetju nastane potreba po korporacijskem prestrukturiranju.
- Privatizacija podjetij v državni lasti zaradi spremembe oblasti ali potreb po krpanju proračunskih primanjkljajev.

Dodatni razlogi za ponudbo podjetja v odkup so še premajhen dobiček, slaba perspektiva za rast, težave z likvidnostjo, potrebe po dodatnem kapitalu ali, včasih, celo stečaj podjetja. Vsekakor pa morajo imeti lastniki svoj lastni interes, da se odločijo za prodajo, menedžerji pa morajo v podjetju videti možnost za njegovo rast in zaslužek oziroma povrnitev vloženega kapitala ob zahtevani donosnosti.

## 1.2 Akterji menedžerskih odkupov in njihovi motivi

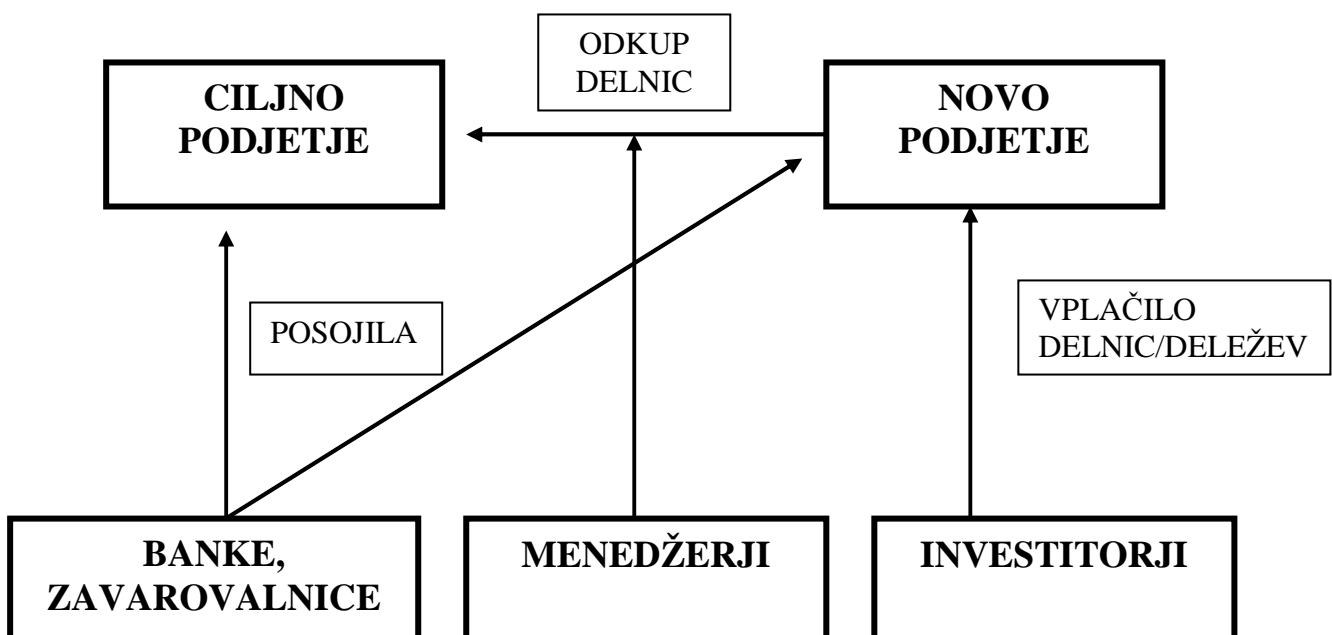
### 1.2.1 Udeleženci MBO-jev

Da je menedžerski odkup sploh možno izvesti, morajo biti za sklenitev prodaje pripravljeni vsi vpleteni partnerji. Glavni akterji menedžerskega odkupa so (Srakar, 2003, str.7):

- prodajalec, ki je lastnik podjetja in želi zaradi lastnih interesov izstopiti iz lastništva,
- ciljno podjetje, ki je last prodajalcev in je tarča prevzema; njegove delnice so predmet odkupa,
- novo (vmesno) podjetje in menedžerji, ki ga ustanovijo (To *ad hoc* podjetje je ustanovljeno z namenom nakupa ciljnega podjetja. Vmesno podjetje je prevzemnik, ki za nakup tarče najame posojila, njegovi lastniki so menedžerji podjetja tarče in/ali drugi investitorji. Za poplačilo dolga investitorjem in dobička lastnikom je potrebno zagotoviti zadosten in stabilen denarni tok v družbi tarči.),
- investitorji (skladi tveganega kapitala, pokojninski skladi, specialisti za odkup), ki z nakupom delnic novega podjetja financirajo menedžerski odkup v ciljnem podjetju z namenom doseganja nadpovprečnih donosov,
- banke, zavarovalnice in druge finančne institucije, ki so pripravljene posojati denar za financiranje tovrstnega odkupa.

Slika 1 shematsko prikazuje možne povezave med posameznimi udeleženci pri menedžerskem odkupu.

Slika 1: Shematski prikaz potencialnih povezav



Vir: De Caires, 1988, str. 96.

### 1.2.2 Motivi prodajalcev

Prodaja celotnega ali dela podjetja je ena najtežjih odločitev lastnika. Izvira lahko iz spremenjene poslovne politike diverzificiranega podjetja ali zamenjave menedžerjev, ki imajo drugačno poslovno politiko. Lahko je posledica upokojitve lastnika družinskega podjetja ali zgolj posledica privatizacije določenih sektorjev gospodarstva (Milivojevič, 2002, str. 10, 11). Glede na različne razloge za prodajo in rezultate pogajanj med menedžerji na obeh straneh poznamo tri stopnje zadovoljstva ob sklenjenem poslu, odvisne od motiva prodajalca (Birley, 1984, str. 34).

Pri prvi stopnji je zadovoljstvo majhno, ker je prodajalec prisiljen prodati podjetje ali njegovo podružnico. Prodajalec je matično podjetje, ki ga banka prisili v prodajo zaradi poplačila dolgov. Lahko se zgodi tudi zaradi smrti ustanovitelja podjetja ali pa če stečajni upravitelj prodaja premoženje podjetja v stečaju zaradi poplačila upnikov. Pri takšni prodaji je zadovoljstvo majhno, glavni motiv prodajalcev pa je čim višja cena.

Pri drugi stopnji gre za srednje zadovoljstvo. Prodaja je posledica spremenjene strategije v matičnem podjetju, osredotočanje na osrednjo sposobnost (angl. *core business*) podjetja ali prodajo diverzificirane podružnice. Podjetje želi znižati stroške in povečati fleksibilnost. Ker prodajalca zanimajo prihodnji odnosi znotraj konsolidiranega podjetja in denarja nujno ne potrebuje, cena ni glavni motiv za prodajo (Birley, 1984, str. 34).

Pri tretji stopnji je zadovoljstvo veliko. Veliko podjetje proda majhno in nepomembno enoto na željo menedžerjev matičnega podjetja. Takšna enota po navadi posluje z izgubo in ne ustvarja veliko prihodkov. Primerna je za dezinvestiranje, ki je pozitivno sprejeto, saj se tako matično podjetje reši nepotrebnih skrbi. Zadovoljstvo prodajalca je veliko.

### 1.2.3 Motivi kupcev

Wright, Wilson in Robbie (1996) v svoji raziskavi ugotavljajo, da se lastnosti vodilnih posameznikov, vpletenih v proces menedžerskega odkupa, skladajo s splošnimi lastnostmi podjetnikov. Ti menedžerji prevzemajo oziroma izvajajo pomembne podjetniške aktivnosti na področju prestrukturiranja podjetja in inoviranja. Po menedžerskem odkupu podjetja se izvajajo korenite spremembe v nadzornih mehanizmih podjetja, prav tako pa se izvaja tudi temeljita reorganizacija. Veliko truda je usmerjenega v prodajno funkcijo. Odkup jim daje možnost obogatitve, zato v vodenje podjetij vlagajo več dela in odgovornosti. Menedžerski odkup daje menedžerjem več svobode pri odločanju; sami lahko odločajo o svoji usodi. Menedžerji pogosto vložijo v odkup velik del svojega osebnega premoženja, dodatno svoja posojila, namenjena odkupu, zavarujejo s svojim osebnim premoženjem. Zato so zelo zainteresirani za uspeh podjetja, saj lahko neuspeh pomeni ne samo materialni, ampak pogosto tudi profesionalni bankrot menedžerjev samih (Kavčič, 1994, str. 24).

Motiv menedžerjev za odkup je tudi izkoriščanje asimetrije informacij. Asimetrija informacij v skladu s tako imenovano teorijo podcenjenosti (angl. *underpricing hypothesis*) (Kaplan,

1989a, str. 219; Bešter, 1996, str. 52) predvideva, da imajo menedžerji določene notranje informacije, na podlagi katerih predvidevajo, da je podjetje podcenjeno. Bistvo teh informacij je, da niso dostopne širšemu krogu vlagateljev. Tako lahko menedžerji odkupijo podjetje po nižji ceni, kot bi ga lahko, če bi imeli lastniki na razpolago vse informacije. Zaradi nižje cene podjetja ali delnice imajo menedžerji motiv kupiti podjetje, saj verjamejo, da mu bo vrednost zrasla. V skladu s to teorijo imajo menedžerji prav zaradi asimetrije informacij koristi od odkupa podjetij (Kaplan, 1989a, str. 242). Menedžerji lahko odprodajo določena sredstva, ki niso nujno potrebna za poslovanje podjetja ali podružnice, denar pa porabijo za plačilo kreditov. Obstaja tudi možnost zmanjšanja davčnih obveznosti do države zaradi tako imenovanega davčnega štita (angl. *tax-shield*), saj ima po nakupu podjetje večji delež dolga v primerjavi s stanjem pred MBO-jem (Piatkowski, 2001, str. 6).

Dodaten motiv za odkup podjetja je lahko tudi obramba pred sovražnim prevzemom (angl. *hostile takeover bid*). Tako sta Lehn in Poulsen (1989) ugotovila, da je bilo v obdobju 1980-1983 več kot 30 odstotkov odkupov neposredna posledica predhodno dane sovražne ponudbe za prevzem oziroma špekulacij o prevzemu. V obdobju 1984-1987 je ta številka še višja, in sicer 49,7 odstotka (Lehn & Poulsen, 1989, str. 775).

Preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto in umaknitev z borze (angl. *going private*) lahko podjetju močno zniža nekatere stroške in je dodaten motiv menedžerjem za odkup. Odprte delniške družbe morajo v skladu s pravili borze in z zakonodajo natančno obveščati delničarje o svojem poslovanju, kar močno zvišuje stroške poslovanja in omogoča, da konkurenti z lahkoto pridobijo dragocene informacije. Objavljanje četrtletnih in letnih poročil o ustvarjenem dobičku pa ustvarja konflikt med kratkoročnim ustvarjanjem pričakovanega dobička in potrebo po dolgoročni rasti (Milivojevič, 2002, str. 10).

Zelo pomemben razlog za menedžerske odkupe v Sloveniji in v Vzhodni Evropi je tudi ohranitev podjetja in delovnih mest. Menedžerji tako v strahu pred izgubo delovnega mesta in položaja skupaj z delavci izvedejo odkup. Problem takšnega odkupa je proces prestrukturiranja, ki je zaradi prevelikega števila zaposlenih, ki jih ne moremo odpustiti, pogosto dolgotrajnejši in dražji.

#### **1.2.4 Konflikt interesov**

Ko menedžerji dajo ponudbo za odkup podjetja, se lahko pojavi konflikt interesov med njihovimi interesi in interesi lastnikov podjetja, saj so jih lastniki najeli, da upravljajo njihovo premoženje. Vendar pa menedžerji s ponudbo za odkup podjetja postavijo sebe v popolnoma drugačen položaj. Njihov motiv pri menedžerskem odkupu je doseči najnižjo možno ceno in s tem posledično manjšo korist za lastnike (Gaughan, 2002, str. 317). Prav konflikt interesov je tudi razlog, da lastniki pogosto dvomijo o ceni, ki jo ponudijo menedžerji (DeAngelo & DeAngelo, 1987, str. 47). Od nižje prodajne cene imajo menedžerji prevzemniki namreč dvojno korist. Zmanjša se strošek nakupa oziroma strošek najetih posojil, potrebnih za prevzem, hkrati pa nižja cena terja nižje denarne tokove prevzetega podjetja za poplačilo

posojil, kar poveča možnosti za uspeh odkupa in višje donose za prevzemnike. Rešitev problema je naslednja: uvede se nevtralizirano glasovanje (angl. *neutralized voting*), ko se glasovi ponudnikov za odkup ne upoštevajo pri odločitvi o prodaji. Vseeno obstaja nevarnost, da določeni člani nadzornih svetov, ki so v dobrih odnosih z menedžerji, glasujejo v njihovo korist. Prav tako je lahko zavajajoče mnenje finančnih svetovalcev in investicijskih bank, ki veliko poslujejo z menedžerji oziroma imajo lahko pri poslu finančni interes (Gaughan, 2002, str. 317).

Dostikrat podjetja ustanovijo posebne komisije, sestavljene iz neodvisnih direktorjev, ki zagotovijo, da lastniki dobijo pošteno, če ne celo najvišjo možno ceno za svojo naložbo. Komisija lahko sama ovrednoti predlog, se odloči za najetje zunanjih svetovalcev ali pa se odloči za javno dražbo (Gaughan, 2002, str. 318). Javna dražba je najboljša možna zaščita interesov malih lastnikov, saj so k oddaji ponudb pozvani zunanji interesenti, in nadzorni svet ne more favorizirati ponudbe menedžerjev. S tem se izognemo tudi tožbam malih delničarjev.

Vloga nadzornih svetov pri menedžerskih odkupih je zelo pomembna, predvsem pri prevzemih celotnega podjetja. Tako so delničarji podjetij, kjer so v nadzornih svetih prevladovali neodvisni člani, dosegli bistveno višji donos, saj neodvisni nadzorniki ne iščejo drugih koristi, ampak le zastopajo interese podjetja. Prav neodvisnost nadzornikov in njihova nepristranskost sta lahko dostikrat vprašljivi.

Pomembno vlogo pri menedžerskih odkupih imajo tudi finančni svetovalci, ki naj bi pri odkupu sodelovali od začetka do konca, ko je odkup tudi pravno zaključen. Za nakup podjetja so namreč potrebna drugačna znanja kot za vodenje podjetja. Prav svetovalci so lahko v veliko pomoč menedžerjem pri pogajanjih o ceni in ostalih podrobnostih. Navzočnost finančnih svetovalcev pomaga pri zmanjševanju konflikta interesov, s katerimi se soočajo menedžerji (Gaughan, 2002, str. 317). Vloga svetovalcev je posredovanje in usklajevanje v procesu pogajanj med menedžerji, lastniki in finančnimi ustanovami. Naloga svetovalcev je tudi organiziranje primerne paketa financiranja za izvedbo MBO-ja. Bistveno za delo finančnih svetovalcev je, da preprečujejo konflikte med samimi pogajanci in jih usmerjajo v smeri sklenitve odkupa, če je ta po njihovi presoji mogoč in sprejemljiv za vse udeležence.

Potrebno je opredeliti tudi vlogo specialistov za odkupe in jih razlikovati od finančnih svetovalcev. Finančni svetovalci ne vlagajo lastnih sredstev v odkup, ampak le svetujejo menedžerjem pri organizaciji in izvedbi odkupa ter za to prejmemo pogodbeno dogovorjeno plačilo. Naloga specialistov za odkupe je drugačna. Slednji vlagajo lastna sredstva oziroma sredstva svojih vlagateljev (pokojninski skladi, zavarovalnice, bogati posamezniki) v odkup podjetja in s tem postanejo delni lastniki podjetja. Vendar se v dnevne dejavnosti menedžerjev ne vmešavajo (Piatkowski, 2001, str. 9). Podobno kot drugi skladi tudi skladi specialistov za odkupe omogočajo razpršitev (diverzifikacijo) premoženja in s tem zmanjšajo tveganja za vlagatelje (Gaughan, 2002, str. 308). Mnogokrat pa se naloge finančnih svetovalcev in specialistov za odkupe prepletajo. Tako je tudi v interesu specialistov, da podjetje dobi kar se da ugoden paket financiranja, saj se s tem izboljšajo možnosti za preživetje odkupljenega

podjetja. Poleg tega specialisti za odkupe tudi po izvedenem odkupu menedžmentu še vedno ponujajo svoje usluge in znanje. Pogosto imajo svojega člana v nadzornem svetu, njegova naloga je enaka nalogi drugih članov nadzornega sveta, in sicer nadzor nad poslovanjem podjetja ter zagotavljanje, da menedžment sledi strategiji podjetja, ki je v interesu lastnikov (DeAngelo & DeAngelo, 1987, str. 43).

Kot predstavniki največjih lastnikov imajo specialisti za odkupe velik interes za povečanje vrednosti podjetja. Hkrati pa si ne morejo privoščiti, da podjetje poveča svojo vrednost na račun posojilodajalcev. Pomembno je, da z njimi ohranijo dobre odnose, saj je prav od njih odvisen dostop specialistov za odkupe do posojil za morebitne prihodnje posle.

### **1.2.5 Problem agentov**

Problem agentov se pojavi v odprtih delniških družbah, ki danes še vedno prevladujejo in za katere so značilni: razpršeno lastništvo, profesionalni menedžment brez večjih lastniških deležev in nadzorni svet, kjer sodelujejo zunanji profesionalni člani. Taka oblika organiziranja je primerna predvsem za hitro rastoča podjetja, pri katerih denarni tok ne zagotavlja celotnih potrebnih sredstev za uresničitev vseh naložbenih priložnosti. Največ takih podjetij je v panogah računalništvo, elektronika, biotehnologija, farmacija, finančne storitve. Ker morajo za rast zagotavljati dodatna sredstva na trgu kapitala, so bolj nadzorovana in pod neprestanim nadzorom velikih investitorjev. Na drugi strani imamo še vedno veliko javnih odprtih delniških družb, ki prihajajo iz železarske, kemične, pivovarske, tobačne, zabavne, lesne, živilske in papirne industrije. Ta podjetja z nizko stopnjo rasti, z malo profitabilnimi možnostmi, niso več primerno organizirana, saj je za njih dezinvestiranje najprimernejša dolgoročna strategija. V teh in drugih nizkorastočih, denarno bogatih industrijah obstaja največja nevarnost, da bo menedžment vlagal v neprofitabilne projekte. In prav v teh industrijah se odprta delniška družba kot oblika podjetja najhitreje umika zaprtim oblikam podjetij (Jensen, 1989a, str. 64).

Lastniška struktura sodobnih odprtih delniških družb je namreč zelo razpršena in, kar je bistveno, njihovi lastniki niso menedžerji, ki ta podjetja vodijo (Bešter, 1996). Naloga menedžerjev je usklajevanje aktivnosti, ki maksimirajo tržno vrednost podjetja. Delničarji so lastniki, ki nosijo finančno tveganje. V zameno za tveganje pa prejemajo nagrado, ki po navadi pomeni povečanje tržne vrednosti enote premoženja (Milivojevič, 2002, str. 7, 8).

Problem agentov se pojavi, ker delničarji v velikih družbah z razpršeno lastniško strukturo niso učinkoviti pri uporabi mehanizmov nadzora nad menedžerji, ki naj bi v njihovem imenu maksimirali tržno vrednost premoženja. Zaradi tega menedžerji svoje delo opravljajo manj prizadevno, kot bi lahko, in izkoriščajo privilegije (luksuzni avtomobili, draga pisarniška oprema, službena letala, draga potovanja). Menedžerji imajo motiv, da povečajo velikost podjetja prek optimalne velikosti (Jensen, 1988, str. 28), saj večje podjetje pomeni večjo moč v njihovih rokah, to pa je pogosto povezano z večjimi nagradami in bonitetami.

Prav menedžerski odkup in posledično konsolidacija lastništva lahko v veliki meri rešita problem odprtih delniških družb in s tem zmanjšata konflikt med menedžerji in lastniki (Jensen, 1989a, str. 61). Nagrade menedžerjev so veliko bolj povezane s poslovanjem podjetja. Menedžerjem tako imenovani lastniški zatikalniki (angl. *equity ratchets*) omogočajo, da ob dobrem poslovanju dobijo večji nadzor nad podjetjem, hkrati pa ga lahko ob poslovanju pod pričakovanji tudi izgubijo (Wright et al., 1994, str. 217). V takšnih podjetjih se lahko precej izboljša produktivnost, poveča se učinkovitost zaposlenih, s tem pa se poveča tudi vrednost lastniškega kapitala (Jensen, 1989a, str. 61). Menedžerji navadno odkupijo podjetje ob pomoči specialistov za odkupe, ki tako postanejo lastniki podjetja. Ker specialisti za odkupe vložijo lastni denar oziroma denar svojih investitorjev, igrajo vlogo aktivnega lastnika v podjetju in menedžerjem svetujejo in jih hkrati kontrolirajo pri vodenju podjetja. Zasledujejo namreč skupen interes, to je maksimirati donos novih lastnikov, povrniti obveznosti do finančnih vlagateljev in s tem zagotoviti uspešnost odkupa.

Problem agentov je še posebno izrazit v zrelih panogah, kjer podjetja generirajo presežne denarne tokove, nimajo pa dovolj perspektivnih projektov, ki bi upravičili naložbe. Menedžerji niso motivirani za vrnitev presežnih denarnih tokov nazaj lastnikom, saj bi s tem zmanjšali velikost podjetja in posledično tudi svojo moč (Piatkowski, 2001, str. 33). Zaradi navedenih dejavnikov se lastniki srečujejo s tako imenovanim problemom presežnih denarnih tokov.

### **1.2.6 Teorija presežnih denarnih tokov**

Teorijo presežnih denarnih tokov obravnavamo kot eno izmed različic teorije problema agentov. Pojavi se v podjetjih, kjer je prisoten problem agentov in menedžerji presežna denarna sredstva ne vračajo lastnikom, ampak so usmerjeni predvsem v rast podjetja in povečevanje svojega vpliva in bonitet. Presežni denarni tokovi so opredeljeni kot presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje vseh projektov v podjetju, ki imajo ob uporabi ustreznega diskontnega faktorja pozitivno neto sedanjo vrednost.

Presežni denarni tok bi moral biti izplačan delničarjem v obliki dividend, sicer se ne maksimira korist delničarjev kot lastnikov (Bešter, 1996, str. 60). Menedžerji so le redko pripravljeni vrniti presežne denarne tokove lastnikom, saj se jim s tem zmanjšuje velikost podjetja pod njihovim upravljanjem (Piatkowski, 2001, str. 33).

Cilj menedžerjev je tako rast podjetja, saj se z rastjo povečujejo tudi plačila menedžerjem. Menedžerji ne želijo izplačati denarnih presežkov v obliki dividend, ker to zmanjšuje velikost premoženja, ki ga upravljajo. Rešitev je zadolžitev podjetja, saj zmanjšuje obseg presežnih denarnih tokov, s katerimi razpolagajo menedžerji. Ti so prisiljeni ustvarjati zadosten denarni tok oziroma usmerjati presežne denarne tokove v odplačevanje anuitet. Prekomerna zadolžitev oziroma zadolžitev prek optimalne stopnje je včasih zaželjena, saj spodbuja menedžerje k omejevanju programov širitve podjetja in prodaji delov podjetja, katerih cena je večja zunaj podjetja (Bešter, 1996, str. 62).

Naslednja možna rešitev je tudi grožnja s sovražnim prevzemom s strani konkurence, saj imajo menedžerji takrat interes izplačati presežne denarne tokove, odkupiti lastne delnice podjetja ali povečati dividende in s tem zmanjšati privlačnost podjetja za prevzem. Pojavi se lahko tudi interes za menedžerski odkup podjetja, s čimer se potrди teorija presežnih denarnih tokov, saj pomeni prevzemna cena, ki jo ponudijo menedžerji lastnikom, novo vrednotenje diskontiranih denarnih tokov. Rezultat je preoblikovanje podjetja iz odprte delniške družbe v zaprto. Podjetja, ki izvedejo menedžerski odkup in se preoblikujejo v zaprte delniške družbe, so ravno zaradi učinkovitejšega razreševanja problema presežnih denarnih tokov sposobna uspešneje tekmovati z odprtimi delniškimi družbami. Podjetja, primerna za izvedbo MBO-ja, so najpogosteje tista, ki stabilno poslujejo, imajo malo možnosti za rast in ustvarjajo precejšne denarne tokove – torej tista podjetja, pri katerih je problem presežnih denarnih tokov največji (Bešter, 1996, str. 63; Jensen, 1988, str. 31).

## 1.3 Izvedba menedžerskega odkupa in načini financiranja

### 1.3.1 Značilnosti podjetja, primerne za MBO

Nabor podjetij, v katerih se izvajajo menedžerski odkupi, je zelo širok in podjetja prihajajo iz različnih industrijskih panog. Največkrat so to podjetja iz železarske, kemične, pivovarske, tobačne, zabavne, lesne, živilske in papirne industrije. Bistveno je, da je podjetje tarča s svojim denarnim tokom sposobno financirati odplačevanje anuitet za najeta posojila. Vseeno pa mora podjetje imeti določene lastnosti, da je zanimivo za odkup (Van Horne, 1992):

- podjetje je v zreli gospodarski panogi in v nekaj letih po prevzemu niso potrebne večje investicije v proizvodnjo, tehnološko posodabljanje,
- podjetje ima stabilne in predvidljive denarne tokove, ki so osnova za plačilo dolga,
- podjetje ima uveljavljeno blagovno znamko, namenjeno široki uporabi,
- poslovanje podjetja ni ciklično,
- podjetje ima izkušene, sposobne in lojalne menedžerje.

Podobno lastnosti podjetij, primernih za menedžerski odkup, definira Gaughan (2002, str. 302), ki izpostavlja naslednje lastnosti:

- stabilna in izkušena menedžerska ekipa

Kakovost menedžerjev in njihove izkušnje so temelj za uspešen odkup. V tako ekipo zaupajo tudi posojilodajalci, saj menijo, da bodo menedžerji sposobni zagotavljati stabilni denarni tok. Na osnovi teorije asimetrije informacij posedujejo notranje informacije o poslovanju podjetja, ki so ostale javnosti neznane.

- stabilni denarni tokovi

Podjetje mora imeti stabilne denarne tokove v preteklosti in tudi za prihodnost se pričakujejo taki, čeprav je napovedovanje prihodnosti nevhvaležno. Za stabilne denarne tokove so



pomembni prepoznavna blagovna znamka in močan položaj na trgu ter neobčutljivost podjetja na ciklična nihanja v gospodarstvu. Taka podjetja prihajajo iz zrelih gospodarski panog.

- prostor za zniževanje stroškov

V podjetju mora obstajati potencial za zniževanje stroškov, saj posojila, najeta za odplačevanje dolga, dodatno bremenijo poslovanje. Mnogokrat gre za odprodajo poslovno nepotrebne premoženja in povečevanje učinkovitosti poslovanja s prenovo poslovnih procesov in optimizacijo števila zaposlenih.

- lastniški interes menedžerjev

Menedžerji morajo imeti interes za odkup in v podjetje naj bi vložili čim več svojega kapitala in privabili zunanje vlagatelje. Čim večja sredstva podjetja so jamstvo za posojilodajalce, da bodo posojila vrnjena, menedžerji pa si tudi ne morejo dovoliti neuspeha, saj to predstavlja za njih izgubo osebnega premoženja in ugleda.

- majhna zadolženost podjetja

Čim manjši je delež dolga v bilanci stanja podjetja, večja je možnost za zadolžitev podjetja in za zavarovanje novega dolga s primernimi sredstvi podjetja, »*ceteris paribus*«. Če je finančni vzvod v podjetju velik, podjetje največkrat ni zanimivo za menedžerski odkup.

- podjetje ima nepotrebno premoženje

Če ima podjetje tarča prevzema v lasti vrednostne papirje, nepremičnine ali poslovno nepotrebno premoženje, lahko prevzemniki s prodajo tega premoženja zmanjšajo zadolženost podjetja. Bistveno je, da je premoženje realno ovrednoteno.

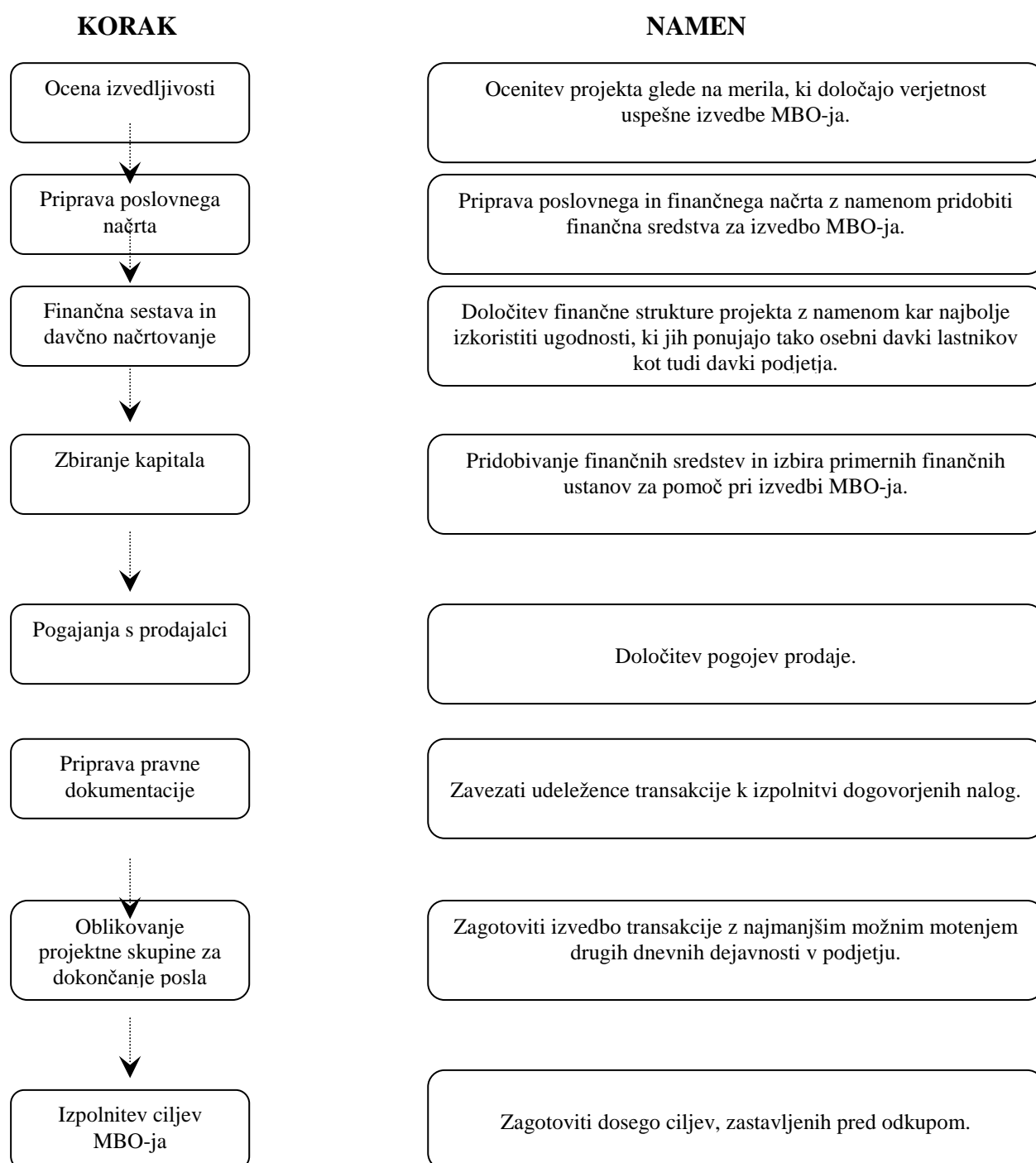
Če ugotovitev povzamemo, lahko idealno tarčo za menedžerski odkup opredelimo kot podjetje, ki prihaja iz zrele industrijske panoge in ima izkušeno vodstvo, ustvarja stabilne in presežne denarne tokove, deluje v aciklični panogi in ima močan položaj na trgu, z uveljavljeno blagovno znamko, ni zadolženo in ima v lasti veliko poslovno nepotrebne premoženja.

### 1.3.2 Primeren čas za MBO

Za samo izvedbo menedžerskega odkupa je potrebno ogromno časa, še prej pa morajo biti izpolnjeni pogoji za odkup. Obstajati mora želja lastnikov za prodajo in menedžerjev za odkup, ko je po njihovem mnenju podjetje primerno za odkup. Obstajati mora trg tveganega kapitala oziroma dovolj razvit bančni in posredniški sektor, ki je pripravljen financirati transakcijo. Država mora zagotoviti pravno in davčno okolje, ki menedžerske odkupe omogoča in regulira. V sam proces je vključenih veliko udeležencev, zato je potrebno definirati posamezne korake odkupa.

Slika 2 predstavlja tipične korake, ki so skupni večini menedžerskih odkupov.

Slika 2: Koraki pri izvedbi menedžerskega odkupa podjetja



Vir: A Practical Guide to MBOs: Deloitte & Touche Corporate Finance, 2003, str. 21.

Iz zgornje slike razberemo, da je menedžerski odkup priložnost in izziv za menedžerje, ki ni načrtovana, ampak se pojavi nepričakovano. Menedžerji morajo biti ob pravem trenutku na pravem mestu in takoj zagrabit priložnost. V nasprotnem primeru se lahko lastniki premislijo ali prodajo podjetje drugemu kupcu. Zelo pomembno je, da menedžerji sami naredijo prvi korak, predstavijo zamisel lastnikom in hitro proučijo realne možnosti za izvedbo odkupa. Najbolje je, da se povežejo s svetovalci za odkupe in pripravijo poslovni načrt.

Poslovni načrt je ključni prodajni dokument, ki kaže na zavzetost menedžerjev za odkup. S poslovnim načrtom menedžment določi osnovo za finančno sestavo in lastnikom predstavi svojo finančno ponudbo (Petrič, 2002, str. 8). Namen poslovnega načrta je menedžerjem in investitorjem omogočiti pregled vseh možnosti in tveganj odkupa podjetja tarče. Prikazovati mora realno stanje v podjetju in izhajati iz dejanskih podatkov o poslovanju, saj je potrebno vnaprej pripraviti okvirno finančno konstrukcijo odkupa.

Poslovni načrt je osnova za pogajanja z vlagatelji za izvedbo odkupa. Sledijo pogajanja z lastniki. V primeru, da je dogovor sklenjen, sledita priprava pravne dokumentacije in podpis pogodbe. Banke mnogokrat zahtevajo tudi skrbni pregled poslovanja pred podpisom pogodbe, da se seznanijo z resničnim stanjem v podjetju. Po podpisu pogodb in izvedbi odkupa pride na vrsto najzahtevnejši del, to je izvrševanje ciljev poslovanja, ki so opredeljeni v pogodbah.

### **1.3.3 Izvedba MBO-ja**

Kot smo že omenili, so udeleženci MBO-ja naslednji: prodajalci (lastniki prevzemnega podjetja tarče), novo vmesno podjetje, ki ga ustanovijo prevzemniki, finančni investitorji, banke, zavarovalnice in skladi. Sama izvedba menedžerskega odkupa je dokaj preprosta in vključuje naslednje korake (Petrič, 2002, str. 3):

- prevzemniki ustanovijo prevzemno podjetje,
- sledi prevzem/odkup sredstev podjetja tarče ali,
- prevzem delnic podjetja tarče in pripojitev prevzemnega podjetja k podjetju tarči ali,
- neposredna pripojitev prevzemnega podjetja k podjetju tarči.

Skupina menedžerjev prevzemnikov ustanovi prevzemno podjetje z namenom izvedbe odkupa podjetja tarče. Prevzemno podjetje sklene kupo-prodajno pogodbo z lastniki podjetja tarče. Prevzemniki lahko odkupijo celotno podjetje, poslovno enoto ali zgolj določeno dejavnost podjetja tarče. Preden prevzemno podjetje prevzame tarčo (odkupi delnice), mora zagotoviti potrebna finančna sredstva. Najprej menedžerji in finančni investitorji kupijo delnice prevzemnega podjetja oziroma vplačajo deleže v novoustanovljeno prevzemno družbo. Potem banke, zavarovalnice in ostali ponudniki dolžniškega kapitala posodijo denar družbi tarči ali pa prevzemni družbi, ki za poplačilo dolga jamči z vplačanim kapitalom lastnikov in zastavo delnic ali premoženja družbe tarče. Na koncu največkrat sledi pripojitev prevzemnega podjetja k družbi tarči. Končni rezultat je spremenjena lastniška struktura podjetja tarče in bistveno večji finančni vzvod (delež dolga med viri sredstev).

### **1.3.4 Financiranje MBO-ja**

Spoznali smo, da je MBO le ena izmed oblik LBO-ja, ki je finančna operacija in pomeni nakup podjetja z zadolžitvijo. Kupčeva lastna sredstva predstavljajo pri financiranju odkupa zgolj manjšinski delež potrebnih sredstev, večinski delež sredstev se namreč zagotovi z zunanjim financiranjem. Prevzemniki skušajo izkoristiti sposobnost zadolžitve družbe tarče in možnost odprodaje nepotrebne premoženja. Sposobnost zadolžitve družbe tarče je

opredeljena kot notranje financiranje, saj je neto denarni tok tarče vir za poplačilo dolga financerjem. Zunanje financiranje predstavljata zunanji lastniški in dolžniški kapital.

Pri odkupu podjetja se morajo prevzemniki zavedati vseh stroškov, povezanih z MBO-jem. Upoštevati je potrebno naslednje stroške (Petrič, 2002, str. 14):

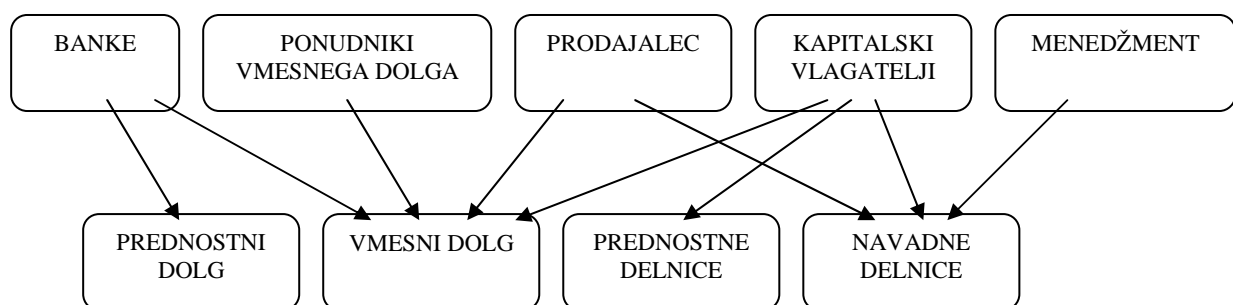
- kupnino za delnice ali sredstva
- obstoječi dolg podjetja tarče
- morebitne potrebe za dodaten obratni kapital
- stroške prevzema
- skupne stroške in denarne ekvivalente podjetja tarče
- skupne stroške iz dezinvestiranja (odprodaje delov podjetja oziroma poslovno nepotrebne premoženja)

Ker menedžerji nimajo dovolj lastnih sredstev za odkup podjetja ali pa želijo omejiti delež lastnih sredstev, ki jih investirajo, imajo na voljo kot vir financiranja odkupa zunanji lastniški kapital in dolg. Če ju podrobneje razčlenimo, imajo menedžerji za odkup podjetja na razpolago naslednje finančne instrumente (Piatkowski, 2001, str. 10; Suni, 2003, str. 5):

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

Slika 3 prikazuje vire financiranja menedžerskih odkupov in njihove ponudnike.

Slika 3: Viri financiranja odkupov podjetij



Vir: Suni, 2003, str. 10.

Pri nadaljnji izbiri sestave virov financiranja se je potrebno zavedati, da ponudniki različnih vrst sredstev zahtevajo različno stopnjo donosa glede na tveganje. Slika 4 prikazuje različne oblike financiranja menedžerskih odkupov glede na njihovo tveganost in strošek, ki ga predstavljajo za prevzemnike.

Slika 4: Tveganje in donos različnih oblik financiranja odkupov podjetja



Vir: Piatkowski, 2001, str. 14.

### 1.3.5 Prednostni dolg (angl. *senior debt*)

Dolg je obljuba o plačilu določenega zneska v vnaprej dogovorjenem časovnem obdobju (Suni, 2003, str. 6). Prednostni dolg je najcenejša oblika financiranja in je zavarovan z najbolj likvidnimi sredstvi podjetja tarče. V primeru stečaja je na prvem mestu za izplačilo. Prednostni dolg se odplačuje v anuitetah, v fiksno dogovorjenem obdobju. Je najmanj tvegan in najcenejši vir financiranja odkupov, ki ga ponujajo poslovne banke. Podjetja po navadi ne morejo financirati celotne transakcije s pomočjo prednostnega dolga, saj banke niso pripravljene sprejeti takega tveganja oziroma podjetje tarča nima dovolj prvovrstnega zavarovanja.

### 1.3.6 Podrejeni dolg (angl. *subordinated debt*)

Posojilodajalci te vrste dolga verjamejo v sposobnost družbe tarče za doseganje stabilnih denarnih tokov, poplačilo njihovega dolga pa je podrejeno plačilu prednostnega dolga. Podrejenost po definiciji pomeni transakcijo, kjer se eden izmed posojilodajalcev strinja, da njegova posojila ne bodo odplačana pred odplačilom posojila tako imenovanih prednostnih posojilodajalcev (Suni, 2003, str. 7). Ker več tvegajo, je njihov zahtevani donos višji, stroški financiranja za prevzemnike pa ravno tako. Vmesni dolg (angl. *mezzanine debt*) je hibridni instrument, uvrščen med prednostni dolg in lastniški kapital, in je zavarovan s sredstvi, ki niso bila uporabljena za zavarovanje prednostnega dolga. Zaradi večjega tveganja prinaša višji donos za posojilodajalca, za prevzemnike pa je cenejši kot lastniški kapital. Posojilojemalcu omogoča več prožnosti pri odplačevanju dolga in je največkrat strukturiran kot kratkoročni dolg. Druga oblika podrejenega dolga so obveznice z visoko donosnostjo (angl. *high yield bonds*), poznamo jih tudi pod imenom *junk bonds*. Takšne obveznice bonitetne hiše vrednotijo z oceno, ki je pod znanimi ocenami, ali pa sploh niso vrednotene. Podrejene so prednostnemu dolgu in navadno nezavarovane, zato prinašajo veliko večji donos v primerjavi z drugim dolgom in so visoko tvegane.

### 1.3.7 Lastniški kapital

Lastniški kapital je eden glavnih virov financiranja MBO-jev. Na osnovi sposobnosti menedžerjev zagotoviti dovolj lastnih sredstev se tudi ostali akterji odločajo o možnosti izvedbe MBO-ja. Večji kot je delež kapitala, ki ga zagotovi menedžment, večji je njihov

nadzor nad podjetjem in večja možnost zaslužka. Izbor primernih skladov tveganega kapitala in specialistov za odkup, ki zagotovijo manjkajoči kapital za izvedbo odkupa, je zelo pomemben. Menedžerska ekipa naj primerja njihove strategije in izbere tiste vlagatelje, ki imajo sorodno vizijo odkupa podjetja. Zavedati se je potrebno, da ti vlagatelji skupaj z menedžerji največ tvegajo in zahtevajo tudi najvišji donos. Kapitalski vlagatelji največ pozornosti namenjajo donosnosti vloženega kapitala, obliki ter času izhoda. Tveganje in konkurenca med kapitalskimi vlagatelji pa določata zahtevani donos kapitalskih vlagateljev. Vlagatelji ustvarjajo dobičke z unovčevanjem svojih naložb, zato je zanje pomembno, da čim bolje določijo čas in način »žetve« (Petrič, 2002, str. 17).

Tabela 1 prikazuje različne vire sredstev za izvedbo menedžerskega odkupa in zahtevane stopnje donosa s strani ponudnikov teh sredstev. Vidimo, da najmanjši donos zahtevajo ponudniki prednostnega dolga, ki pa je najbolj zavarovan s sredstvi podjetja tarče. Največji donos pričakujejo menedžerji in specializirani skladi, ki zagotovijo lastniški kapital in največ tvegajo.

*Tabela 1: Stroški finančnih sredstev pri financiranju odkupov podjetij*

<b>FINANČNA SREDSTVA</b>	<b>DONOS</b>
Prednostni dolg	LIBOR* + 2-2,5 %
Vmesni ("mezzanine") dolg	10–25 % IRR**
Lastniški kapital (skladi)	25–40 % IRR**
Lastniški kapital (menedžment)	>100 %

Legenda: LIBOR\* (angl. *London Interbank Offered Rate*): londonska medbančna obrestna mera  
IRR\*\* (angl. *Internal Rate of Return*): notranja stopnja donosnosti

*Vir: Suni, 2003, str. 19.*

Končna ugotovitev je, da imajo prevzemniki na razpolago več možnih načinov financiranja odkupa. Najcenejši je notranji vir financiranja. Opredelimo ga kot neto denarni tok podjetja, ki se ga lahko porabi za poplačilo dolgov. Od zunanjih virov financiranja je najcenejši prednostni dolg bank, ki pa je zavarovan s prvovrstnim premoženjem podjetja. Ko celotnega odkupa ni možno financirati samo s prednostnim dolgom, se menedžerji odločijo za podrejeni dolg. Izbirajo lahko med vmesnim dolgom ali obveznicami z visoko donosnostjo. Za resnost izvedbe odkupa morajo prevzemniki zagotoviti tudi lastniški kapital. Ta je sestavljen iz lastnih sredstev menedžerjev in kapitalskih vlagateljev. Večji kot je delež menedžerskega kapitala, večja sta nadzor nad podjetjem in možnost zaslužka ob uspešnem zaključku MBO-ja.

### **1.3.8 Prevzemna premija**

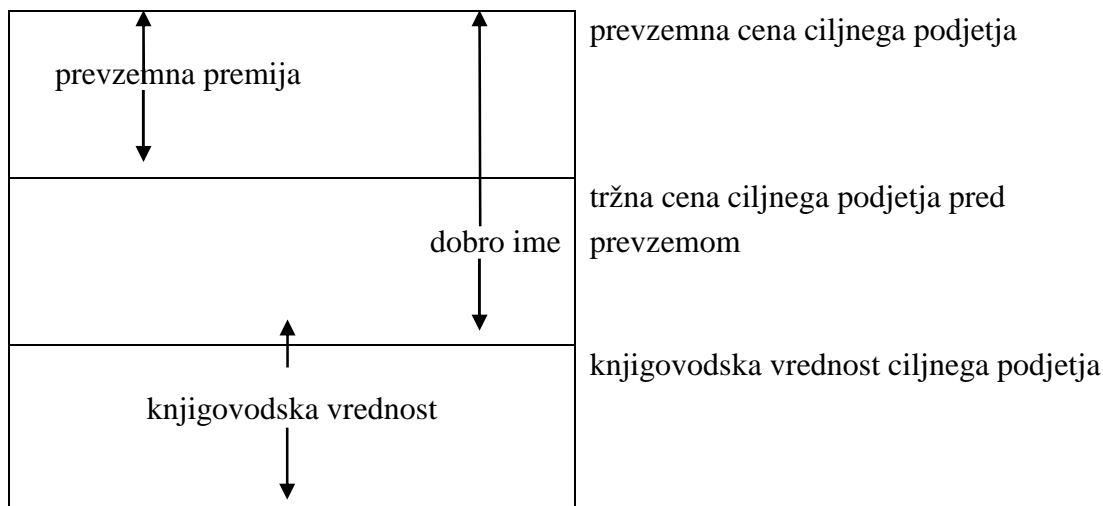
Prevzemnik mora za odkup podjetja obstoječim lastnikom plačati določeno prevzemno ceno. Razlika med prevzemno ceno in tržno ceno delnice ciljnega podjetja pred prevzemom se

imenuje prevzemna premija. Prevzemna cena je cena, ki jo mora prevzemnik plačati za vsako delnico ciljnega podjetja in se oblikuje s pogajanjem med prevzemniki in lastniki podjetja. V prevzemni ponudbi je to cena, ki prevzemniku omogoča pridobiti zadostno število delnic ciljnega podjetja, ki omogočajo nadzor nad podjetjem.

Prevzemna cena je lahko višja, če se za prevzem ciljnega podjetja zanima več prevzemnikov ali če prevzemno ponudbo po izhodiščni prevzemni ceni sprejme malo delničarjev in zato prevzemnik ceno zviša oziroma objavi novo prevzemno ponudbo, ki jo je pripravljeno sprejeti več delničarjev (Damodaran, 2002, str. 692).

Po Damodaranu (2002, str. 92) je prevzemna cena sestavljena iz treh delov. Prvi del predstavlja knjigovodska vrednost premoženja pred prevzemom. Drugi del cene se oblikuje na trgu in torej predstavlja tržno ceno ciljnega podjetja pred prevzemom, ki vključuje tudi dobro ime podjetja, kot ga vrednotijo investitorji na trgu. Prevzemna cena pa poleg dobrega imena vključuje tudi prevzemno premijo, ki jo je pripravljen plačati prevzemnik. Prevzemna premija je po tej opredelitvi tretji sestavni del prevzemne cene. Sestavo prevzemne cene prikazuje slika 5.

Slika 5: Prevzemna cena



Vir: Damodaran, 2002, str.92.

Bešter (1996, str. 58, 59) opredeljuje prevzemno premijo kot razliko med tržno ceno delnic ciljnega podjetja določeno obdobje pred prevzemom in dejansko ceno delnic, po kateri prevzemnik v postopku prevzema odkupi delnice tega podjetja. Prevzemna premija pa lahko odraža tudi druge dogodke, ki niso povezani s prevzemom podjetja (uspešen ali neuspešen poskus prevzema, uporaba ali opustitev obrambnih aktivnosti menedžerjev, nakup s finančnim vzvodom). Višina prevzemne premije je zelo odvisna od razvitosti trga kapitala, saj naj bi učinkovit trg zmanjševal vpliv asimetrije informacij na ceno delnice podjetja. Razlika med tržno in prevzemno ceno bi tako morala biti zanemarljiva in prevzemna premija minimalna. Kljub temu pa so številni avtorji ugotovili (DeAngelo & DeAngelo, Rice, 1984, str. 389), da se z objavo namere o odkupu podjetja vrednost delnic močno poveča in da nekateri menedžerji izkoristijo notranje informacije za nakup delnic. Mnogi avtorji kot vir za

visoke premije navajajo zmanjšanje problema agentov, davčne prihranke, prerazporeditev bogastva ter asimetrijo informacij in z njo povezano podcenjenost (Lehn & Poulsen, 1989, str. 772).

## **2 MENEDŽERSKI ODKUPI V SLOVENIJI**

### **2.1 Kapitalski trg v Sloveniji**

Na popolnoma učinkovitem trgu kapitala velja, da na njem ni mogoče realizirati nadpovprečnih donosov. V realnosti ni popolnoma učinkovitega trga kapitala in na trgu je mogoče realizirati nadpovprečne donose, če smo pripravljeni sprejeti tveganje. Koliko tveganja smo pripravljeni sprejeti, je odvisno od naše naklonjenosti tveganju. Če je na najbolj razvitih trgih delnic težko govoriti in dokazovati njihovo učinkovitost, lahko za trge, ki imajo le nekajletno zgodovino in/ali so po vseh kazalcih večkrat manjši od prej omenjenih, pričakujemo še več težav (Deželan, 1996, str. 55). Med takšne trge štejemo tudi slovenski trg kapitala.

V svojem delu se bom omejil zgolj na slovenski delniški trg, kot del trga kapitala. Na trgu kapitala se sicer trguje z vrsto dolgoročnih finančnih instrumentov oziroma vrednostnih papirjev, ki jih lahko razdelimo na lastniške vrednostne papirje oziroma delnice podjetij in finančnih institucij ter dolžniške vrednostne papirje oziroma obveznice, ki kotirajo tako na organiziranem kot na prostem trgu (Mramor, 2000, str. 41). Na primarnem trgu kapitala izdajatelji različnih dolgoročnih finančnih instrumentov prihajajo do denarja, medtem ko se na sekundarnem trgu kapitala trguje z že izdanimi dolgoročnimi vrednostnimi papirji in posojili.

Slovenski kapitalski trg je začel nastajati v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja; Ljubljanska borza je bila ustanovljena leta 1989. Ima torej kratko zgodovino in je relativno majhen trg. Njegova slabost je majhno število tržnih udeležencev, padanje števila vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi, nizka likvidnost in majhna tržna kapitalizacija. Slovenski kapitalski trg štejemo med razvijajoče se in manj razvite trge, saj se na njem še vedno dogajajo zlorabe notranjih informacij, oškodovanja malih delničarjev, povezano delovanje. V Sloveniji obstaja informacijska neučinkovitost trga kapitala (Mramor et al., 2000, str. 383-397). Pričakovanja slovenskih investitorjev temeljijo predvsem na izkušnjah in informacijah, kaj bodo storili drugi investitorji, namesto na informacijah o dolgoročnih perspektivah podjetij.

Velja prepričanje, da dejavniki, ki določajo temeljno vrednost delnic na razvitih trgih kapitala (čisti dobiček podjetja, pričakovana stopnja rasti dividend, dividenda donosnost itd.), na manj razvitih trgih nimajo velikega ali pa celo nobenega vpliva. Za te države je značilno, da knjižna



vrednost delnice v veliki meri določa njeno tržno ceno, na katero izjemno vplivajo tudi politični in socialni dejavniki (Deželan, 1996, str. 55). Pomembna ugotovitev je tudi, da celo v državah z najbolj razvitimi trgi vrednostnih papirjev (ZDA in Velika Britanija) podjetja z javno prodajo delnic pridobijo relativno majhen del potrebnega kapitala. Tako ne moremo pričakovati, da bo v Sloveniji drugače, predvsem zato, ker je malo verjetno, da lahko z naše borze vrednostnih papirjev prihajajo ustrezni signali in informacije, ki bi usmerjali investicijske odločitve ekonomskih subjektov (Deželan, 1996, str. 59).

Razvoj našega kapitalskega trga je zaznamovala privatizacija družbenega premoženja. Prva delnica olastnjenega podjetja na borzi je bila delnica Kolinske, d. d., v letu 1996. Po končanem lastnjenju opravlja slovenski delniški trg funkcijo koncentracije lastništva podjetij. Po letu 2000 se je pojavil trend prevzemov in združitvev. V letu 2007 pa so vrhunec doživeli menedžerski odkupi podjetij kot oblika konsolidacije lastništva slovenskih podjetij. Vrednost večine delnic na Ljubljanski borzi je v letu 2007 zelo zrasla, in sicer kot posledica pričakovanih novih menedžerskih prevzemov. Po drugi strani pa je veliko podjetij, v katerih je bil izveden menedžerski odkup, a njihove delnice niso nikoli kotirale na borzi.

Zaradi prerazporeditve bogastva in večanja socialnih razlik večina Slovencev na kapitalski trg gleda z nezaupanjem in ima do njega negativen odnos. Obstajata dva koncepta razvoja slovenskega trga kapitala. Prvi obravnava trg kapitala kot orodje v procesu privatizacije, ki bo omogočilo hitro prerazdelitev in koncentracijo lastništva (bogastva) na osnovi nizke začetne ravni cen delnic. V skladu z drugim konceptom naj bi bil trg kapitala stabilen in bi tako omogočal tudi makroekonomsko stabilnost. Ta naj bi se ohranila s postopno in do določene mere nadzorovano prerazdelitvijo lastništva (Mramor, 1996b, str. 6). Prerazdeljevanje premoženja pomeni izgubo zaupanja v trg delnic, hkrati pa neučinkovit trg kapitala.

V prihodnosti lahko pričakujem nadaljnji razvoj slovenskega trga kapitala. Najbolj lahko k povečanju tržne kapitalizacije borze in povečanju prometa prispeva država z nadaljevanjem procesa privatizacije državnih podjetij. Tako na Ljubljanski borzi že kotirata Telekom Slovenije in Nova Kreditna banka Maribor, ki je bila privatizirana konec leta 2007 s prvo javno prodajo delnic državljanom Slovenije in zainteresiranim institucionalnim vlagateljem. V letu 2008 so na borzi pričele kotirati delnice Zavarovalnice Triglav, prav tako so se lastniki Ljubljanske borze odločili za njeno prodajo dunajski borzi. S tem se je končala kratka samostojna zgodovina naše borze. Zaradi strmega padanja vrednosti delnic na naši borzi v drugem polletju 2008 se je zaupanje malih vlagateljev v kapitalski trg zelo zmanjšalo. To je posledica precenjenosti naših delnic glede na primerljive delnice po svetu, na kar so opozarjali številni analitiki, in svetovne bančne krize, ki je do temeljev pretresla finančne trge v septembru in oktobru 2008. Žal se za Slovenijo in svet uresničuje napoved, da večji pretresi na sekundarnem trgu delnic, ki so posledica manipulacij in jih spremlja tudi prerazdelitev bogastva in zniževanje prihrankov prebivalstva, škodijo finančnemu in realnemu sektorju Slovenije in ostalih držav v prehodu (Mramor, 1996, str. 14).

## 2.2 Razlogi za menedžerske odkupe v Sloveniji

Razloge za menedžerske odkupe moramo predvsem iskati v načinu privatizacije slovenskih podjetij in lastniški strukturi, ki se je potem izoblikovala. Lastniška struktura je razpršena, pri čemer državni skladi ostajajo največji posamični lastniki predvsem v največjih javnih družbah. V večini podjetij prevladujejo notranji lastniki (menedžment, zaposleni in bivši zaposleni), ki imajo prek družb pooblaščenk večinski delež. Pomemben delež lastništva imajo tudi nekdanji PID-i (pooblaščenke investicijske družbe), ki so nastali v času certifikatne privatizacije in so v njih državljani vložili svoje lastninske certifikate. Ker v podjetjih zaradi razpršene lastniške strukture ni bilo aktivnih lastnikov, so podjetja obvladovali menedžerji prek prijateljskih nadzornih svetov in s svojo avtoriteto. Prihajalo je do problema agentov, ko vodilni niso zasledovali ciljev lastnikov, ampak so stremeli k rasti podjetja in osebnim koristim. Vladal je *status quo*. Tako je Simoneti (Simoneti et al., 2001, str. 8–10) že leta 2001 ugotavljal, da je za izboljšanje poslovanja privatiziranih podjetij potrebno:

- stabilizirati lastniško sestavo in doseči večjo koncentracijo lastništva,
- povečati delež strateških lastnikov (domačih in tujih),
- zmanjšati nasprotja interesov med skladi (pooblaščenimi investicijskimi družbami, Kapitalsko družbo, d. d., Slovensko odškodninsko družbo, d. d.; tj. v nadaljevanju PID-i, KAD-om, SOD-om) in notranjimi lastniki.

Prav tako je Lahovnik (2002, str. 13) predstavil preventivne ukrepe, ki so jih izvajali slovenski menedžerji pred nezaželenimi prevzemi:

- aktivno spremljanje strukture svojih delničarjev (56 odstotkov podjetij),
- oblikovanje sklada lastnih delnic (35 odstotkov podjetij),
- povečanje deleža v lasti menedžmenta (15 odstotkov podjetij),
- pomemben delež delnic v rokah uprave prijateljskih investitorjev (26 odstotkov podjetij).

Z nadaljnjo privatizacijo podjetij v državni lasti in lastniškim preoblikovanjem PID-ov so se ustaljene lastniške strukture začele podirati. Če želijo menedžerji obvladovati podjetje še naprej, morajo tako odkupiti lastniške deleže države ali finančne družbe in zaradi prekoračitve prevzemnega praga največkrat objaviti prevzemno ponudbo. Večinoma gre za menedžerski ali menedžersko-delavski odkup podjetja. V mnogih podjetjih pa tudi družba pooblaščenka prevzame podjetje.

Mnogi menedžerji so se za odkup podjetja odločili zaradi strahu pred sovražnim prevzemom s strani konkurentov. Ker želijo sami odločati o svoji usodi, se odločijo za menedžerski odkup, saj želijo odločitev o novem lastniku prestaviti na prihodnost in o njej odločati sami. Mnogi poudarjajo kot razlog za odkup tudi ohranitev delovnih mest in proizvodnje na obstoječih lokacijah.

Mnogokrat je razlog za menedžerski odkup izogibanje vmešavanju politike v gospodarstvo. Zaradi velikega lastniškega deleža državnih skladov so imeli člani nadzornih svetov, ki so bili imenovani po političnih zaslugah, velik vpliv na imenovanje uprave in njene poslovne odločitve. Tako se menedžerji z odkupom rešijo neželenih lastnikov. Po drugi strani pa so se mnogi menedžerski odkupi zgodili z vednostjo politične oblasti. Mnogokrat so menedžerji na javnih dražbah odkupili državne kontrolne deleže SOD-a in KAD-a. Tako so presegli prevzemni prag v podjetju in so bili dolžni objaviti ponudbe za prevzem. Brez interesa države, da se umakne iz podjetij oziroma proda svoje lastniške deleže, mnogih menedžerskih odkupov ne bi bilo možno izvesti.

Eden izmed najvažnejših razlogov za menedžerske odkupe pa je nedvomno asimetrija informacij. Kot smo že ugotovili, štejemo slovenski trg kapitala med razvijajoče se trge z nizko likvidnostjo delnic in majhnim obsegom trgovanja. Veliko trgovanja poteka na osnovi notranjih informacij, a se ga neuspešno preganja. Zaradi tega so bile delnice številnih podjetij podcenjene; z njimi se je trgovalo bistveno pod realno ceno. Tržne cene na borzi tako niso odražale notranje vrednosti podjetja, ki pa jo najbolj poznajo prav menedžerji. Tako je bilo mnogo prevzemov opravljenih po prevzemni ceni, višji od tržne cene, vprašanje pa je, kakšna je realna vrednost podjetja. Zaradi trgovanja na osnovi notranjih informacij in pojava asimetrije informacij lahko pričakujemo, da bodo menedžerji prevzemniki ob izstopu ali prodaji realizirali nadpovprečne donose, kar je bil tudi njihov cilj.

### 2.3 Prevzemna zakonodaja

Področje združitvev in prevzemov obravnava Zakon o prevzemih (v nadaljevanju ZPre), ki je bil sprejet julija 2006 in nazadnje dopolnjen v juliju 2008, ter Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD), ki je bil prav tako dopolnjen v juliju 2008. Smisel zakonodaje, ki pokriva področje prevzemov podjetij, ni njihovo preprečevanje, ampak omejevanje tistih dejavnosti udeležencev prevzemov (predvsem menedžerjev in ciljnih podjetij), ki bi lahko škodovala njihovim delničarjem in drugim udeležencem na trgu kapitala. Gre predvsem za zaščito malih delničarjev (Bešter, 1997, str. 43).

ZGD pravi, da se družba lahko statusno preoblikuje z združitvijo, delitvijo, s prenosom premoženja in s spremembo pravnoorganizacijskih oblik. Zakon menedžerskih odkupov ne obravnava posebej, a za prevzeme in odkupe veljajo določila tega zakona. Za menedžerske odkupe je bistveno, da dopolnitev ZGD-ja iz julija 2008 še vedno dovoljuje pridobivanje lastnih delnic v višini 10 odstotkov skupnega števila delnic ali pri delnicah z nominalnim zneskom na 10 odstotkov osnovnega kapitala družbe, na osnovi sklepa skupščine delničarjev, in to velja tri leta. Odkup lastnih delnic je lahko eno izmed najbolj spornih področij pri menedžerskih odkupih, saj bi lahko menedžerji z zmanjšanjem osnovnega kapitala podjetja brez odkupa delnic od lastnikov pridobili večinski delež v podjetju. Z zmanjšanjem osnovnega kapitala ali umikom lastnih delnic se spremeni lastniška struktura podjetja in poveča se delež obstoječih lastnikov.

Bistvo ZPre je enakopravno obravnavanje vseh delničarjev. Preveznik mora vsem lastnikom posamezne vrste vrednostnih papirjev ponuditi odkup pod enakimi pogoji. Odkup se izvede v denarju, nadomestnih vrednostnih papirjih, s kombiniranim plačilom ali z alternativnim plačilom. Zakon temelji na standardnih načelih, objavljenih v direktivi Evropske unije, št. 90/C 240/09, z dne 14. 09. 1990. Ta načela so:

- Enako obravnavanje vseh delničarjev: pomeni, da mora ponudnik v primeru poskusa prevzema vsem delničarjem ciljnega podjetja ponuditi odkup pod enakimi pogoji.
- Zaveza za prevzem: kadar posamezna oseba pridobi nadzorni delež (po našem zakonu v višini 25 odstotkov), je zavezana dati ponudbo za odkup vsem drugim delničarjem. S tem dobijo manjšinski delničarji možnost izstopa oziroma odprodaje delnic, kadar novemu nadzornemu lastniku ne zaupajo več, hkrati pa možnost realizacije prevzemne premije.
- Dolžnost razkritja podatkov: načelo je namenjeno zmanjševanju asimetrije na trgu informacij o vrednostnih papirjih ciljnega podjetja, s tem pa se zmanjšuje tudi možnost za trgovanje na osnovi notranjih informacij. O nameri za prevzem in pomembnih informacij za lastnike morajo biti obveščeni vsi lastniki.
- Omejitev določenih obrambnih dejanj menedžmenta ciljne družbe: načelo prepoveduje upravi ciljnega podjetja izvajanje tistih dejavnosti, katerih edini namen je preprečiti prevzem. Za nekatera obrambna dejanja (kjer se pojavljajo nasprotja interesov) pa mora uprava pridobiti soglasje skupščine delničarjev.

V januarju 2008 so stopile v veljavo nove spremembe ZPre in Zakona o bančništvu. S temi dopolnitvami poskuša slovenska vlada omejiti menedžerske prevzeme, pri katerih je delež lastnega kapitala menedžerjev prevzemnikov zelo majhen. Po mnenju zakonodajalca namreč menedžerski odkupi z visokim finančnim vzvodom pomenijo izčrpavanje podjetja tarče in nepošteno bogatenje menedžerjev na račun ostalih delničarjev in zaposlenih, brez velikega osebne vložka kapitala s strani menedžerjev. Tako mora prevzemnik Agenciji za trg vrednostnih papirjev dokazati, da za plačilo vrednostnih papirjev družbe tarče ni zastavil delnic ali premoženja družbe tarče, ki niso v lasti prevzemnika. Posojilo, najeto za plačilo delnic družbe tarče, ne sme biti zavarovano z delnicami tarče. Prav tako sprememba Zakona o bančništvu bankam ne dopušča, da bi bile zastavljene delnice družbe tarče primerna oblika zavarovanja za zmanjšanje kreditnega tveganja. Banke morajo za tovrstna tveganja oblikovati dodatne rezervacije, kar podraži posojila, ki jih banke ponujajo prevzemnikom za poplačilo delničarjev tarče. Vseeno pa to le delno omeji menedžerske prevzeme, saj lahko prevzemniki najamejo posojila pri tujih bankah, za katere slovenski zakon ne velja.

Dodatna dopolnila ZPre iz julija 2008 (ZPre-1B) določajo strožja pravila za prevzeme družb, katerih delnice ne kotirajo na borzi. V takšnem primeru bo sodišče na predlog prevzemnika imenovalo enega ali več revizorjev, ki bodo sestavili pisno poročilo o primernosti cene v prevzemni ponudbi. Poročilo bo priloga prospekta za javno ponudbo. Namen tega dopolnila je zaščita malih delničarjev družb, ki ne kotirajo na borzi, saj ti težko ocenijo ali izvedo realno ceno delnic prevzetega podjetja. Drugo dopolnilo zakona se nanaša na končni prevzemni prag, ko prevzemniku ni več treba dati ponudbe za prevzem. Pred dopolnitvijo zakona je

veljalo, da obveznost prevzemne ponudbe preneha, ko je prevzemnik, ki je nekoč že izvedel uspešen prevzem, z nakupi pridobil več kot 75 odstotkov družbe. Po novem obveznost prevzema preneha, ko več kot 75 odstotkov lastništva preseže s ponudbo za prevzem. Hkrati novela zakona tudi določa, da se zakon uporablja za tiste nejavne delniške družbe, ki imajo najmanj 250 delničarjev ali štiri milijone evrov celotnega kapitala. To pomeni pomembno razširitev, saj se po novem zakon uporablja, ko je izpolnjen eden izmed pogojev (v preteklosti oba!), pri čemer je vrednostni pogoj razširjen na celotni kapital. Pred novelo je vrednostni pogoj veljal zgolj za osnovni kapital.

Po kratkem pregledu slovenske prevzemne zakonodaje lahko sklenemo, da je zakonodaja povsem ustrezna in da načeloma ustrezno ščiti male delničarje. Problem je, ker se zakonodaja v preteklosti in sedanjosti ni spoštovala in ni bilo sodnih epilogov kršitev prevzemne zakonodaje in izigravanja malih delničarjev. Prav tako so dopolnitve zakonodaje sledile šele, ko so bili menedžerski prevzemi nejavnih družb večinoma končani in so bili prevzemi, financirani s krediti z zastavo delnic družb tarče, že odobreni in izvedeni.

### **3 MENEDŽERSKI ODKUP PODJETJA JATA EMONA, D. D.**

#### **3.1 Predstavitev podjetja Jata Emona, d. d.**

##### **3.1.1 Nastanek družbe Jata Emona, d. d.**

Jata Emona, d. d., Ljubljana, Agrokombinatska 84, je nastala s spojitvijo družb Jata Reja, d. d., Ljubljana, Agrokombinatska 84, in Emona Krmila, d. d., Ljubljana, Kavčičeva 72, na podlagi spojitvene pogodbe z dne 27. 06. 2001. Obe družbi sta bili z 21. 12. 2001 izbrisani iz sodnega registra, istega dne pa je bila kot pravni subjekt v sodni register Okrožnega sodišča v Ljubljani vpisana novoustanovljena družba Jata Emona, d. d. (v nadaljevanju Jata Emona), ki je v pravnem prometu začela delovati s 01. 01. 2002. Družbo Jata Emona se upravlja po dvotirnem sistemu. Uprava družbe je dvočlanska, sestavljata jo predsednik uprave Stojan Hergouth, univ. dipl. inž., MBA, in član uprave Marko Močan, univ. dipl. ekon. Oba člana uprave sta bila do združitve leta 2002 predsednika uprav do tedaj samostojnih podjetij. Stojan Hergouth je bil predsednik uprave družbe Jata Reja, d. d., Marko Močan pa predsednik uprave družbe Emona Krmila, d. d. Osnovne dejavnosti podjetja Jata Emona so proizvodnja in prodaja krmil in surovin za krmila (področje krmil) ter proizvodnja in prodaja jedilnih in valilnih jajc ter reja in prodaja perutnine (področje perutnine).

Združeno podjetje Jata Emona je postalo nosilec povezovalnih procesov v slovenski perutninski industriji in proizvodnji krmnih mešanic. Od podjetja KŽK, d. o. o., Kranj so 14. 05. 2002 odkupili mešalnico krmil v Škofji Loki. V mesecu februarju 2003 je sledil nakup mešalnice v Ajdovščini, katere lastnik je bila družba Mlinotest, d. d., iz Ajdovščine. Nato so v juniju 2003 od delniške družbe Farme Ihan, d. d., odkupili njihov proizvodnji obrat za mešanje krmil v Kočevju. Največji prevzem je upravi družbe uspel v letu 2005. V oktobru

2005 so postali 57-odstotni lastnik podjetja Pivka perutninarstvo, d. d. iz Košane pri Pivki. 01. 02. 2006 je družba Jata Emona od Kmetijske zadruge Krka, z. o. o., iz Novega mesta odkupila njihovo mešalnico krmil, locirano na Povhovi ulici 3 v Novem mestu.

Na osnovi aktivnosti podjetja lahko rečemo, da je panoga proizvodnje krmil v zadnjih letih doživela proces konsolidacije, saj sta na trgu ostala le dva večja igralca, in sicer Perutnina Ptuj, d. d., in Jata Emona. Govorimo lahko o duopolu na slovenskem tržišču, pri čemer Jata Emona proda večino krmnih mešanic na trgu (farme, zadruge, kmetje), Perutnina Ptuj pa večino proizvodnje porabi za lastne potrebe. Podobno je stanje na področju pridelave piščančjega in puranjega mesa, kjer je slovenski trg prav tako razdeljen med dva glavna igralca. Perutnina Ptuj je največji ponudnik piščančjega in puranjega mesa na slovenskem trgu, sledi ji Pivka perutninarstvo, ki je v večinski lasti Jate Emone.

Glave dejavnosti družbe Jata Emona so sledeče:

- proizvodnja in prodaja krmil za vse vrste domačih živali
- trgovina na debelo z žiti, semeni in krmo
- proizvodnja in prodaja jedilnih in valilnih jajc
- reja in prodaja perutnine
- trgovina na drobno

Proizvodnja jajc in reja perutnine se opravljata na večjem številu farm, ki so lokacijsko razpršene v neposredni okolici Ljubljane in Mozirja. Proizvodnja krmil poteka v treh mešalnicah, in sicer v Ljubljani, Škofji Loki in Novem mestu.

### **3.1.2 Področje perutnine**

Jata Emona je danes na področju intenzivne proizvodnje kokošjih jedilnih jajc in reprodukcije perutnine za trg vodilna v slovenskem prostoru. Začetki perutninske dejavnosti segajo v leto 1957. Sledile so si razne organizacijske spremembe, od začetne proizvodnje pod okriljem Perutninske farme do proizvodnje v okviru delniške družbe Jata Reja.

Področje perutnine je heterogeno, sestavljeno iz dveh nosilnih programov, reprodukcije in proizvodnje jedilnih jajc, v obratu predelave pa izvajajo proizvodnjo pasteriziranih jajčnih izdelkov. Reprodukcijska perutnine za trg pokriva:

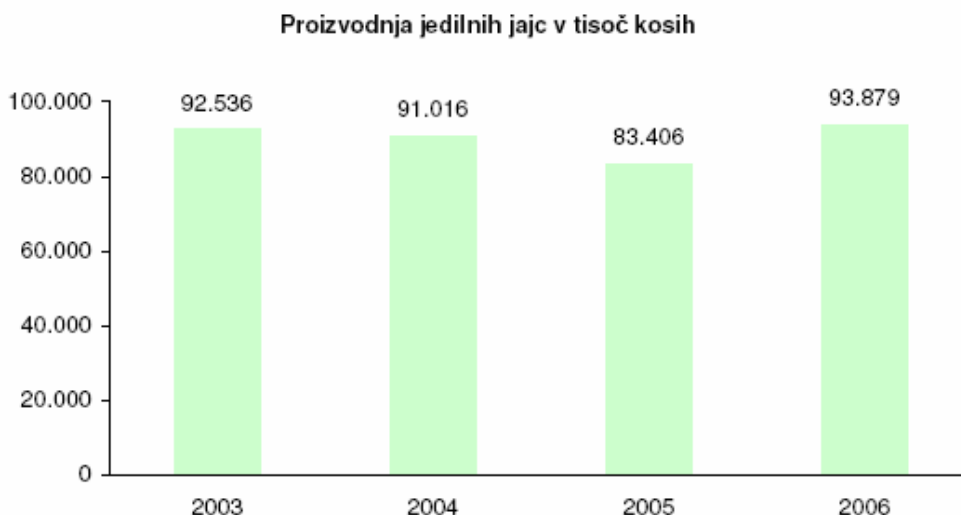
- komercialne nesnice jedilnih jajc (lahka linija) in
- piščance za pitanje (težka linija)

Lahka linija zajema vzrejo plemenskih živali (lahkih staršev), proizvodnjo valilnih jajc, valjenje in vzrejo podmladka za proizvodnjo jedilnih jajc. Težka linija zajema vzrejo plemenskih živali (brojlerskih staršev), proizvodnjo valilnih jajc za piščance, valjenje, nekaj pa je tudi proizvodnje delno vzrejenih piščancev za manjše rejce.

V okoliščinah, ko je trg jedilnih jajc še vedno neurejen, saj se več kot polovica slovenske porabe jedilnih jajc priredi v tako imenovani samooskrbi in prodaja na sivem trgu, je Jata Emona prepoznavna po največji regularni proizvodnji jedilnih jajc v Sloveniji.

Slika 6 prikazuje letno proizvodnjo jajc v obdobju 2003 do 2006.

Slika 6: Proizvodnja jedilnih jajc v letih od 2003 do 2006



Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d. d.

Predelava jedilnih jajc v letu 2006 je znašala 21.398.000 jajc. Proizvodnja jajčnih izdelkov se je glede na leto 2005 povečala za 34 odstotkov. Največ se je povečala proizvodnja jajčnega melanža (za 43 odstotkov), proizvodnja jajčnega rumenjaka in beljaka pa za 11 oziroma 15 odstotkov.

Slika 7 prikazuje količinsko proizvodnjo jajčnih izdelkov v obdobju 2003 do 2006 in delež posameznega proizvoda.

Slika 7: Proizvodnja jajčnih izdelkov



Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d. d.

### 3.1.3 Področje krmil

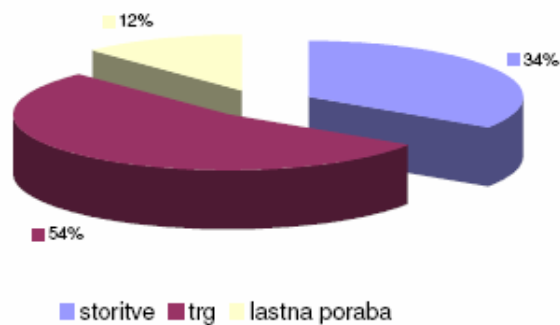
Jata Emona je najstarejši proizvajalec krmil v Sloveniji. Začetki proizvodnje segajo v leto 1955, ko je bila ustanovljena takratna Emona Tovarna močnih krmil, kasneje Emona Krmila, d. d., Ljubljana, ustanovljena leta 1996 v procesu lastninskega preoblikovanja. Družba proizvaja in prodaja dopolnilne in popolne krmne mešanice za vse vrste domačih živali, beljakovinske, mineralne in vitaminske dodatke in premikse. Med pomembnejše dejavnosti spada tudi trgovina z žiti in ostalimi surovinami za krmila.

Na poslovnem področju krmil imajo tri programe: prodajo krmil (gotova krmila, mineralno-vitaminske dodatke, superkoncentrate in premikse), prodajo storitev, pri kateri je nabava surovin v domeni naročnika, in prodajo surovin.

Slika 8 kaže strukturo proizvodnje krmil v letu 2006, slika 9 pa proizvodnjo krmil v letih 2003 do 2006.

*Slika 8: Struktura proizvodnje krmil*

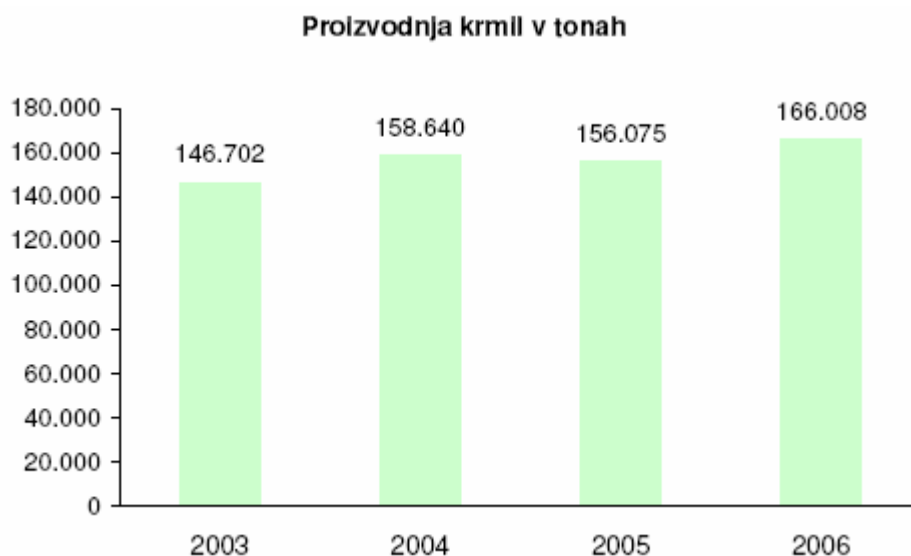
**Struktura proizvodnje krmil v letu 2006**



*Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d .d.*



Slika 9: Proizvodnja krmil v letih 2003 do 2006



Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d. d.

Kot je razvidno iz slike 9, je rast proizvodnje in prodaje pri krmilih konstantna. Omeniti velja, da je tudi obseg slovenskega trga porabe krmil dokaj konstanten in se giblje okoli številke 450.000 ton letne porabe. Največ krmil se proizvede za goveji (krave molznice, goveji pitanci) in prašičji program (prašiči pitanci), nekoliko manj pa za področje perutnine (kokoši nesnice, vzreja jarkic, brojlerjev in puranov).

Prihodke po posameznih poslovnih področjih in njihov delež v obdobju od leta 2003 do 2006 prikazuje tabela 2 (podatki so v 1000 SIT):

Tabela 2: Prihodki po poslovnih področjih

	<b>Prihodki</b>	<b>Delež</b>	<b>Prihodki</b>	<b>Delež</b>	<b>Prihodki</b>	<b>Delež</b>	<b>Prihodki</b>	<b>Delež</b>
<b>Poslovno področje</b>	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%
<b>Krmila</b>	5.633.060	65,9	6.461.136	69,3	5.530.403	67,4	6.309.100	69,7
<b>Perutnina</b>	2.743.755	32,1	2.695.154	28,9	2.490.702	30,3	2.402.757	26,6
<b>Ostalo</b>	169.015	2,0	162.141	1,7	190.007	2,3	337.422	3,7
<b>Skupaj</b>	<b>8.545.830</b>	<b>100,0</b>	<b>9.318.431</b>	<b>100,0</b>	<b>8.211.112</b>	<b>100,0</b>	<b>9.049.278</b>	<b>100,0</b>

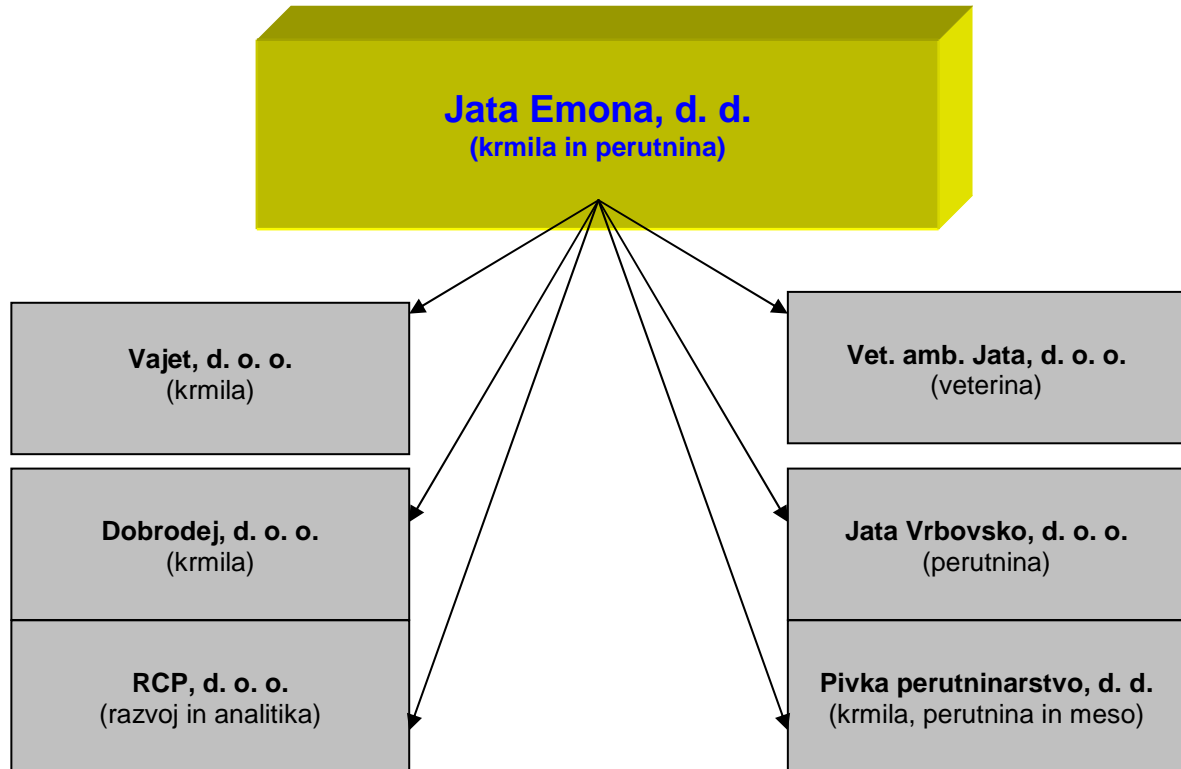
Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d. d.

Iz tabele 2 je razvidno, da prihodki na področju krmil vrednostno zelo nihajo, kar je posledica nihanja cen surovin na domačem in svetovnem trgu. Na področju perutnine je opazen trend padanja prihodkov kot posledica ukinjanja določenega dela perutninske proizvodnje in njene selitve v odvisno podjetje Pivka perutninarstvo, d. d.

### 3.1.4 Skupina Jata Emona

Skupino Jata Emona predstavljajo krovna družba Jata Emona in šest odvisnih družb, ki delujejo na različnih poslovnih področjih in jih prikazuje slika 11 na naslednji strani.

Slika 10: Skupina Jata Emona, d. d.



Vir: Letno poročilo 2005 Jate Emone, d. d.

Vajet, d. o. o., in Dobrodej, d. o. o., sta odvisni družbi, ki delujeta na poslovnem področju krmil. Razvojni center za prehrano, d. o. o., in Veterinarska ambulanta Jata, d. o. o., sta prav tako odvisni družbi s posebnim statusom in delujeta na področjih, ki jih zakonodaja obravnava kot dejavnosti posebnega družbenega pomena, zato morata izpolnjevati posebne kadrovske in materialne pogoje. Jata Vrbovsko, d. o. o., je odvisna družba s poslovnega področja perutnine in edina odvisna družba, ki deluje v tujini. V družbi Pivka perutninarstvo, d. d., ima Jata Emona 57-odstotni lastniški delež. Družba deluje na poslovnem področju krmil in perutnine, največ prihodkov pa ustvarja prireja piščančjega mesa.

#### **Vajet, d. o. o.**

Sedež družbe Vajet je v Ajdovščini, Tovarniška cesta 14. Je nekdanji mešalnični obrat podjetja Mlinotest, d. d., iz Ajdovščine, ki se je koncem leta 2002 odločilo, da ga proda najboljšemu ponudniku. Družba je s poslovanjem pričela 01. 02. 2003, njena edina ustanoviteljica pa je bila družba Jata Emona. Obrat je klasična lokalna mešalnica, ki s svojimi izdelki oskrbuje predvsem lokalne trge Primorske, Tolminskega in Notranjske, nekaj svojih izdelkov pa prodajo tudi na Gorenjsko, Dolenjsko in Koroško. Znotraj skupine Jata Emona

naj bi imela družba Vajet poslanstvo prodiranja na italijansko tržišče in tržišče hrvaške Istre ter razvoja specializiranih krmil za športne konje.

#### **Dobrodej, d. o. o.**

Družbo je leta 1990 ustanovil Florjan Peperko in jo leta 2000 prodal tedanji družbi Emona Krmila, sam pa je ostal v podjetju še naprej zaposlen kot njegov direktor. Obrat je premiksarna za maloserijske specialne proizvode, pretežno s področja mineralno-vitaminskih dodatkov. Znotraj skupine Jata Emona ima poslanstvo pokrivanja lokalnih trgov severovzhodne Slovenije z mineralno-vitaminskimi dodatki in izdelavo lizalnih kamnov ter mineralno-vitaminskih pogač.

#### **Razvojni center za prehrano, d. o. o.**

Osnovni dejavnosti centra sta razvojnoraziskovalno delo na področju humane in animalne prehrane ter kontrola kakovosti krmil, živil in njihovih sestavin (surovin). Status raziskovalne enote in izvajanje raziskovalnorazvojnih projektov omogočata tudi zaposlovanje in usposabljanje mladih raziskovalcev, katere sofinancira Ministrstvo za šolstvo, znanost in šport. Razvojni center za prehrano ima status neprofitne razvojne družbe, v skupini Jata Emona pa vlogo ekskluzivnega izvajalca kemijske analitike s področja preverjanja kakovosti krmil in izvajalca prehrabnih in informacijskih projektov s področja živinoreje, ki jih sofinancira država.

#### **Veterinarska ambulanta Jata, d. o. o.**

Ustanovljena je bila v letu 1996 z namenom opravljanja veterinarske dejavnosti in zdravstvenega varstva po Zakonu o veterinarstvu. Po koncesijski pogodbi z Ministrstvom za kmetijstvo, gozdarstvo in prehrano izvaja javno veterinarsko službo. Veterinarska ambulanta Jata torej deluje predvsem kot koncesionirana specialistična veterinarska ambulanta, registrirana tudi za področje deratizacije, dezinfekcije in dezinsekcije. V skupini Jata Emona ima status ekskluzivnega izvajalca veterinarskih storitev, delno pa je aktivna tudi na področju deratizacije, dezinfekcije in dezinsekcije. Skupina tako zadrži del akumulacije, ki bi drugače odtekla v druge koncesionirane družbe.

#### **Jata Vrbovsko, d. o. o.**

Družba je bila ustanovljena 11. 08. 2003, njena edina ustanoviteljica je družba Jata Emona. Osnovna dejavnost družbe je proizvodnja in prodaja valilnih jajc in dan starih živali lahke in težke pasme. Poslanstvo družbe Jata Vrbovsko je proizvodnja in prodaja perutninskega repromateriala na hrvaškem trgu in trgu jugovzhodne Evrope.

## **Pivka perutninarstvo, d. d.**

Podjetje je največja odvisna družba v skupini Jata Emona, kupljena oktobra 2005. Jata Emona ima v njej 57-odstotni lastniški delež. Pivka perutninarstvo je drugi največji proizvajalec perutninskega mesa v Sloveniji. Njena osnovna dejavnost je prireja piščančjega mesa, ki zajema več medsebojno vertikalno povezanih faz. To so:

- priprava krmnih mešanic
- reja jarkic in prireja valilnih jajc
- valjenje dan starih piščancev različnih vrst
- vzreja piščancev, puranov in kuncev za zakol
- klanje živali in priprava mesa za prodajo
- predelava mesa

Glavni asortima družbe predstavljata proizvodnja in prodaja svežega in zamrznjenega piščančjega mesa in izdelkov, dopolnilni pa proizvodnja in prodaja svežega in zamrznjenega puranjega in kunčjega mesa ter izdelkov iz tega mesa. Sledijo proizvodnja in prodaja kokošjega mesa, konzumnih jajc, valilnih jajc težke in lahke pasme, vzrejenih jarkic, živih brojlerjev, kuncev, kokoši, petelinov, proizvodnja in prodaja vseh vrst močnih krmil in prodaja žit. Vizija družbe je biti eden izmed najkvalitetnejših ponudnikov perutninskega mesa in izdelkov v Republiki Sloveniji, na trgih bivše Jugoslavije in na bližnjih trgih članic Evropske unije.

## **3.2 Izvedba odkupa Jate Emone, d. d.**

### **3.2.1 Lastniška struktura podjetja pred odkupom**

Jata Emona, d. d., je delniška družba, nastala s spojitvijo podjetij Jata Reja, d. d., in Emona Krmila, d. d., in posluje od 01. 01. 2002 dalje. Osnovni kapital družbe je razdeljen na 3.197.534 kosovnih delnic, do preoblikovanja je to pomenilo 3.197.534 delnic z nominalno vrednostjo 1000 SIT. Delnice so izdane v nematerializirani obliki, emisijska vrednost delnic je enaka njihovi nominalni vrednosti. Delnice podjetja so bile uvrščene na prosti trg Ljubljanske borze in se je z njimi prosto trgovalo pod oznako JAMR.

Celotni kapital družbe je na dan 31. 12. 2005 znašal 5.437.868.000 SIT, knjigovodska vrednost delnice pa 1.722 SIT. V letu 2005 je znašal promet z delnico na borzi 66.367.000 SIT. Za delnico podjetja je značilno, da se je z njo izredno malo trgovalo in je zelo nelikvidna. Število delničarjev se je v letu 2005 zmanjšalo za 41, in to predvsem v skupini lastnikov posamičnih fizičnih oseb. Na zadnji dan leta 2005 je bilo v registru vrednostnih papirjev pri KDD-Centralni klirinško depotni družbi, d. d., (v nadaljevanju KDD) vpisanih 844 delničarjev.

Tabela 3: Lastniška struktura podjetja glede na status lastnika na dan 31. 12. 2005

<i>Status lastnika</i>	<i>Število delnic</i>	<i>Odstotek lastništva</i>
Državna sklada	566.756	17,72
Investicijski skladi	1.710.535	53,50
Pravne osebe	124.959	3,91
Fizične osebe	714.714	22,35
Lastne delnice	80.570	2,52
<b>Skupaj</b>	<b>3.197.534</b>	<b>100,00</b>

Vir: Letno poročilo 2005 Jate Emone, d. d.

Iz tabele 3 je razvidno, da so glavni lastniki v podjetju investicijski skladi, ki so delnice pridobili v času privatizacije, državna sklada in mali vlagatelji.

Tabela 4: 10 največjih delničarjev podjetja na dan 31. 12. 2005

<i>Največjih 10 delničarjev po velikosti</i>	<i>Število delnic</i>	<i>Odstotek lastništva</i>
NFD Holding, d. d.	1.224.267	38,28
Zvon 1 Holding, d. d.	486.268	15,20
Kapitalska družba, d. d.	284.744	8,90
SOD, d. d.	282.012	8,81
Jata Emona, d. d.	80.570	2,51
Zajec Jože	65.569	2,05
VS Galileo (KD Group)	51.345	1,60
Mis Matija	35.086	1,09
Hergouth Stojan	17.608	0,55
Močan Marko	16.094	0,50
<b>Skupaj</b>	<b>2.543.562</b>	<b>79,49</b>

Vir: Letno poročilo 2005 Jate Emone, d. d.

Na osnovi lastniške strukture podjetja v tabeli 4 lahko rečemo, da so podjetje obvladovali investicijski skladi skupaj z vodilnimi delavci podjetja in državnima skladoma. Lastništvo je bilo izredno skoncentrirano, saj je deset največjih lastnikov obvladovalo skoraj osemdeset odstotkov kapitala. Podjetje je imelo stabilno lastniško strukturo, z upravo, ki je obvladovala največje delničarje oziroma so ji bili ti naklonjeni. Tipičen primer slovenskega podjetja s tranzicijskimi lastniki. Lastniki se niso veliko vpletali v poslovanje podjetja, saj je panoga, v kateri podjetje deluje, specifična. Podjetje je bilo uspešno in se je s prevzemi utrdilo kot tržni

vodja na področju krmil in proizvodnje jajc na slovenskem tržišču. Podjetje deluje v zreli gospodarski panogi s konstantnimi denarnimi tokovi in stabilno dividendno politiko. Za prevzem s strani finančnih vlagateljev ni zanimivo. Špekulativno zanimiva je samo lokacija proizvodnje krmil v Ljubljani, v neposredni bližini BTC-ja, saj je za slovensko prestolnico znano pomanjkanje gradbenih lokacij.

*Tabela 5: Izplačilo dividend v letih 2002 do 2005 za preteklo leto*

2002	2003	2004	2005
40 SIT	42 SIT	46 SIT	48 SIT

*Vir: Letno poročilo 2005 Jate Emone, d. d.*

Iz tabele 5 je razvidno, da je trditev o stabilni dividendni politiki podjetja točna, saj vrednost izplačane dividende vztrajno narašča.

V letu 2006 je slovenska vlada nadaljevala s postopnim in načrtovanim umikom iz gospodarstva. To je pomenilo odprodajo lastniških deležev državnih skladov (SOD, KAD) v podjetjih, ki niso strateško pomembna in v katerih je bila država manjšinski delničar. Tako je bil v oktobru 2006 objavljen oglas za javno zbiranje ponudb za odprodajo državnih lastniških deležev v 85 podjetjih, med njimi tudi 17,71-odstotni delež v podjetju Jata Emona.

V decembru 2006 se je lastniška struktura družbe bistveno spremenila, saj so svoje delnice v družbi prodali Zvon 1 Holding, d. d., ter KAD in SOD. Od KAD-a in SOD-a je skupno 566.756 delnic oziroma 17,71 odstotkov vseh delnic Jate Emone odkupila družba Analožbe, d. o. o., Erjavčeva ulica 2, Nova Gorica. Zvon 1 Holding je 486.268 delnic oziroma 15,20-odstotni delež prodal družbi Irgam, d. o. o., Miklošičeva 18, Ljubljana. Podjetje Irgam je v lasti vodstvenih delavcev družb iz skupine Jata Emona.

Leta 2006 je bil promet z delnico podjetja na Ljubljanski borzi, do objave za odprodajo državnega lastniškega deleža, zelo skromen. Tečaj na borzi je nihal v razponu med 551 SIT in 1078 SIT za delnico, pri čemer je bila delnica zelo nelikvidna in so jih prodajale predvsem fizične osebe. V letu 2006 je bila delničarjem izplačana dividenda v višini 38 SIT bruto. Celotni kapital družbe na dan 31. 12. 2006 je znašal 5.149.187.000 SIT, knjigovodska vrednost delnice pa 1.706 SIT. Število delničarjev se je glede na začetek leta zmanjšalo za 54, tako da je bilo na zadnji dan leta 2006 v registru vrednostnih papirjev pri KDD-ju vpisanih 790 delničarjev.

Tabela 6: Lastniška struktura podjetja glede na status lastnika na dan 31. 12. 2006

<i>Status lastnika</i>	<i>Število delnic</i>	<i>Odstotek lastništva</i>
NFD Holding, d.d. (investicijski sklad)	1.224.267	38,28
Ostale pravne osebe	1.270.673	39,73
Fizične osebe	524.145	16,39
Lastne delnice	178.449	5,58
<b>Skupaj</b>	<b>3.197.534</b>	<b>100,00</b>

Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d. d.

Tabela 7: 10 največjih delničarjev podjetja na dan 31. 12. 2006

<i>Največjih 10 delničarjev po velikosti</i>	<i>Število delnic</i>	<i>Odstotek lastništva</i>
NFD Holding, d. d.	1.224.267	38,28
Analožbe, d. o. o.	566.756	17,71
Irgram, d. o. o.	486.268	15,20
Jata Emona, d. d.	178.449	5,58
Zajec Jože	65.569	2,05
Mis Matija	35.086	1,09
Hergouth Stojan	18.377	0,57
Močan Marko	16.711	0,52
Varga Miro	15.582	0,48
Udovič Blaž	14.721	0,46
<b>Skupaj</b>	<b>2.621.786</b>	<b>81,99</b>

Vir: Letno poročilo 2006 Jate Emone, d. d.

Iz tabele 7 je razvidno, da se je lastništvo glede na status lastnika spremenilo, in sicer je med investicijskimi skladi ostal kot lastnik samo največji (NFD Holding), zato se je njihov delež zmanjšal. Med lastniki ni več državnih skladov, zmanjšal se je delež fizičnih oseb, povečala pa sta se deleža pravnih oseb in lastnih delnic. Iz tabele največjih lastnikov izhaja, da se je delež največjih delničarjev malenkostno povečal, zelo pa se je spremenila njihova sestava. Delež lastnikov, fizičnih oseb, se ni spremenil. Med največjimi lastniki se pojavita dve novi pravni osebi, ki sta kupili delnice državnih skladov in investicijskih družb in vzajemnih skladov. Podjetje Irgram je v lasti vodilnih delavcev iz skupine Jata Emona; povečal se je delež lastnih delnic v lasti podjetja. Menedžerji tako neposredno prek lastnih deležev, podjetja Irgram in sklada lastnih delnic konec leta 2006 in pred objavo prevzemne ponudbe obvladujejo skoraj četrtinski lastniški delež v podjetju.

### **3.2.2 Motivi in razlogi vodstva podjetja za odkup**

Pri vsakem menedžerskem prevzemu podjetja se je potrebno vprašati, zakaj se menedžerji odločijo za prevzem podjetja in ali je samo denar oziroma zaslužek tisti motivator, ki žene menedžerje. Vsekakor je možnost hitre obogatitve eden izmed glavnih motivov, da se menedžerji odločijo za prevzem, saj jih to spodbuja, da v vodenje vložijo še več dela in odgovornosti. Tudi v Jati Emoni je izkušena menedžerska ekipa ob najavi prodaje državnega deleža podjetja in pasivnosti ostalih največjih lastnikov izkoristila enkratno priložnost za prevzem podjetja. Po trditvah vodilnih menedžerjev pa je bil motiv zaslužka podrejen cilju, da se v podjetju zagotovi dolgoročno stabilna lastniška struktura, z lastniki, ki bodo imeli interes dolgoročno razvijati podjetje. Hkrati se je potrebno zavedati tveganja, ki so ga sprejeli menedžerji. V odkup pogosto vložijo velik del svojega osebnega premoženja, dodatno svoja posojila, namenjena odkupu, zavarujejo s svojim osebnim premoženjem, zato so zelo zainteresirani za uspeh podjetja, saj lahko neuspeh pomeni ne samo materialni, ampak pogosto tudi profesionalni bankrot menedžerjev samih (Kavčič, 1994, str. 24). Prevzemniki so najeli dolgoročno posojila in zastavili osebno premoženje ter pričakujejo, da bodo najeta posojila za prevzem odplačana v roku desetih let na osnovi dobrega poslovanja podjetja, ki ga vodijo.

Dodaten, pomemben motiv za prevzem podjetja je bila tudi nevarnost sovražnega prevzema. Stabilna lastniška struktura, ki je menedžerjem zagotavljala predvidljivost in stabilnost poslovanja, se je porušila. Šele ob spreminjanju lastniških razmerij v podjetju so menedžerji začeli razmišljati o svoji usodi, saj kljub dobremu vodenju podjetja niso mogli odločati o nadaljnji razvojni poti podjetja. Ker so bili glavni lastniki le finančni vlagatelji, ki niso imeli interesa postati večinski lastniki podjetja, so se menedžerji odločili za prevzem, saj so predvidevali, da se bo lastniška struktura vsekakor konsolidirala. Želeli so sami odločati o svoji usodi; obstajalo je prepričanje, da bi v primeru sovražnega prevzema sledili zamenjava vodstva in bistvena sprememba poslovne politike podjetja.

V prevzemni ponudbi sta kot glavni motiv za prevzem navedena zagotovitev nadaljnjega nemotenega opravljanja dejavnosti in razvoja ter ohranjanje delovnih mest. Strah pred izgubo zaposlitve in položaja ter socialna odgovornost do zaposlenih v podjetju Jata Emona sta bila nedvomno pomembna motiva za prevzem. Socialni čut do zaposlenih je gotovo prisoten, saj fluktuacija zaposlenih v podjetju ni velika in zaposleni se med seboj že dolgo poznajo. Vodilna menedžerska ekipa tako skupaj vodi podjetje že dvajset let. V primeru prestrukturiranja poslovanja zaradi povečanja učinkovitosti in dobičkonosnosti v prihodnosti pa lahko pride do težav ob morebitnem odpuščanju zaposlenih.

### **3.2.3 Prisotnost asimetrije informacij**

Eden izmed dodatnih motivov za prevzem podjetja je bila tudi asimetrija informacij. Kot smo že omenili, je bistvo asimetrije informacij, da imajo menedžerji podjetja določene notranje informacije, ki bistveno vplivajo na vrednost podjetja, a so vlagateljem in lastnikom neznane.



Ker so bili lastniki podjetja državni skladi in finančne družbe, ki so lastniški delež pridobili v času privatizacije in niso poznali specifičnosti panoge, v kateri podjetje posluje, le-ti niso bili aktivni lastniki podjetja. Večji delničarji se namreč sploh niso udeleževali skupščine delničarjev podjetja in sej nadzornega sveta, kjer imajo delničarji pravico izvedeti verodostojne podatke o poslovanju podjetja in njegovih načrtih za prihodnost. Edini lastnik, ki se je aktivno vključeval v poslovanje podjetja, je bil največji posamezni lastnik, NFD Holding. Ker je bilo podjetje sposobno voditi stabilno dividendno politiko, ki je zagotavljala štiriodstoten dividendni donos na nominalno ceno delnice, se lastniki niso vključevali v poslovno politiko podjetja. Pasivnost lastnikov, neatraktivnost in nepoznavanje panoge proizvodnje krmil, relativno majhen delež, ki ga je predstavljala naložba v Jato Emono v vrednosti njihovega portfelja, so povzročili, da lastniki niso poznali prave vrednosti delnice podjetja in so bili pripravljeni svoj delež prodati brez temeljite ocene notranje vrednosti podjetja.

Čeprav je delnica Jate Emone kotirala na borzi in se je z njo prosto trgovalo, je bila delnica zelo nelikvidna in njena cena ni odražala realne vrednosti podjetja. Za odpravljanje asimetrije informacij je najučinkovitejša rešitev učinkovit trg kapitala, ki zmanjšuje razliko med tržno in realno ceno delnice. Naša borza pa sodi med razvijajoče se trge kapitala, kjer je trgovanje na osnovi notranjih informacij prisotno, a trg ni učinkovit. Prezemna cena delnice je bila namreč veliko nižja od njene knjigovodske cene, je pa bila prevzemna cena bistveno višja od vseh tržnih cen na borzi v letu pred prevzemom in višja od nominalne vrednosti delnice. Menedžerji Jate Emone so bili tako edini, ki so na osnovi vrednosti premoženja podjetja in poslovnih rezultatov poznali notranjo ceno delnice podjetja in so ocenili, da je delnica podcenjena ter se jo splača kupiti. Nelikvidnost delnice in majhen obseg trgovanja na borzi ter nezainteresiranost lastnikov so asimetrijo informacij samo še povečevali. Problem asimetrije informacij je bil tako v Jati Emoni prisoten.

### **3.2.4 Prisotnost problema agentov**

Podjetje Jata Emona je tipično podjetje, v katerem se lahko pojavi problem agentov. Podjetje deluje v zreli gospodarski panogi, ima stabilne denarne tokove in malo perspektivnih projektov. Ker lastniki niso aktivno upravljali podjetje, so imeli menedžerji veliko svobode pri vodenju podjetja in so se osredotočili na rast podjetja s prevzemi. Jata Emona je tako v zadnjih letih prevzela številne manjše konkurente v panogi, v letu 2005 pa so opravili največji prevzem z nakupom podjetja Pivka perutninarstvo. Vodstvo podjetja je za nakupe podjetij porabilo veliko finančnih sredstev, s ciljem povečati velikost podjetja in utrditi svoj položaj na trgu, sama donosnost kapitala lastnikov pa ni bila prioriteta. Menim, da problem agentov v Jati Emoni ni bil prisoten, saj menedžerji niso imeli dodatnih materialnih koristi zaradi rasti poslovanja, v obliki statusnih simbolov in luksuznih vozil, bonitet. Tudi lastniki in nadzorni svet kot njihov predstavnik bi lahko uveljavljali mehanizme nadzora nad menedžerji, a zaradi svoje pasivnosti tega niso počeli. Kot lastniki so to možnost imeli, vendar je niso uporabili. Zato mislim, da je bil z menedžerskim odkupom rešen problem presežnih denarnih tokov, ki pa je ena izmed različic teorije problema agentov. Cilj menedžerjev je bil maksimiranje premoženja podjetja, in ne maksimiranje vrednosti podjetja. Presežni denarni tokovi so

opredeljeni kot presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje vseh projektov v podjetju, ki imajo ob uporabi ustreznega diskontnega faktorja pozitivno neto sedanjo vrednost. Presežki bi morali biti izplačani delničarjem v obliki dividend, saj se sicer zmanjšuje vrednost podjetja, koristi lastnikov pa se ne maksimirajo. V podjetju Jata Emona niso izplačevali maksimalnih možnih dividend, saj so imeli veliko bilančnega dobička nerazporejenega in so ga vlagali predvsem v rast premoženja podjetja. Z menedžerskim odkupom so bili na novo ovrednoteni diskontirani denarni tokovi podjetja in menedžerji so po ugodni ceni kupili podjetje. Z izstopom iz podjetja so lastniki na novo ovrednotili vrednost svoje naložbe, saj je bila prevzemna cena višja od tržne cene na borzi pred prevzemom, in so s prodajo svojih lastniških deležev realizirali prevzemno premijo.

### **3.2.5 Potek MBO-ja in način financiranja**

Po objavi državnih skladov (SOD in KAD) o odprodaji lastniških deležev v podjetju Jata Emona v oktobru 2006 se je dolgoletna lastniška struktura v podjetju spremenila. Ker je bil največji lastnik podjetja finančni vlagatelj NFD Holding, ki ni imel interesa odkupiti državni delež, saj bi moral objaviti prevzemno ponudbo, so se menedžerji v dogovoru z lastniki odločili za izvedbo menedžerskega odkupa podjetja. Zaradi časovne stiske se niso prijavili na dražbo za odkup državnega deleža v podjetju. Na dražbi za prodajo 17,71-odstotnega državnega lastniškega deleža v Jati Emoni je bilo, kot najugodnejši kupec, izbrano podjetje Analožbe iz Nove Gorice, ki je v lasti Abanke Vipe, d. d., iz Ljubljane. Končna cena, ki sta jo dosegla SOD in KAD, je znašala 1010 SIT za delnico (4,21 evra) in je preseгла prvotno ponujeno ceno 760 SIT (3,17 evra) za skoraj 33 odstotkov. Pogodba o prodaji je bila podpisana 19. 12. 2006. Konec novembra 2006 so vodilni menedžerji skupine Jata Emona zaradi časovne stiske pri izvedbi menedžerskega odkupa kupili podjetje Irgram, d. o. o. Podjetje je bilo vpisano v sodni register 29. 11. 2006 (ustanovitev). Sedež podjetja je na Miklošičevi cesti 18, 1000 Ljubljana, njegova direktorica pa je Branka Neffat. Osnovni vpisani in vplačani kapital podjetja znaša 655.800 evrov in je razdeljen med 13 družbenikov. Največja lastnika podjetja sta predsednik uprave Jate Emone Stojan Hergouth in član uprave Marko Močan. Ostali družbeniki so direktorji podjetij znotraj skupine Jata Emona in direktorji sektorjev v podjetju Jata Emona.

Tabela 8: Lastniška struktura družbenikov družbe Irgram, d. o. o., na dan 29. 01. 2007

Družbenik	Delež v družbi
Stojan Hergouth	25,50%
Marko Močan	25,00%
Blaž Udovič	9,50%
Igor Azarov	4,00%
Aleksander Debevec	4,00%
Mihael Gajster	4,00%
Drago Kisilak	4,00%
Evgen Kosmač	4,00%
Stane Kranjec	4,00%
Bojana Morelj	4,00%
Florjan Peperko	4,00%
Janez Poje	4,00%
Janez Rebec	4,00%

Vir: Prevezna ponudba in prospekt za odkup delnic družbe Jata Emona, d. d.

Družbeniki so kupili podjetje z namenom prevzema podjetja Jata Emona, za kar so družbeniki vložili lastni kapital in posojila, ki so jih dobili z zastavo osebnega premoženja. Namen prevzema podjetja je zagotovitev nadaljnega nemotenega opravljanja dejavnosti in razvoja ter ohranjanja delovnih mest ciljne družbe. Družba Irgram je tipična prevzemna družba, ki so jo menedžerji ustanovili za prevzem družbe tarče. Družba tarča je Jata Emona. Družba Irgram je v decembru 2006 vstopila v lastniško strukturo podjetja Jata Emona prek nakupa deleža finančnega vlagatelja Zvon 1 Holding., ki jim je prodal svoj 15,20-odstotni lastniški delež. Hkrati so potekala tudi pogajanja z največjim lastnikom Jate Emone, NFD Holdingom, o prodaji njegovega deleža podjetju Irgram. Pogajanja so bila uspešna in 12. 01. 2007 je postal Irgram večinski lastnik Jate Emone. Delež NFD Holdinga je bil odkupljen po ceni 5,22 evra (1.250 SIT) za delnico. S tem dejanjem je podjetje Irgram že postalo večinski lastnik Jate Emone (več kot 54-odstotni lastniški delež). Zaradi prekoračitve 25-odstotnega lastniškega deleža v podjetju je bilo podjetje Irgram dolžno objaviti prevzemno ponudbo za Jato Emono. Prevezna ponudba je bila objavljena 14. 02. 2007 in je veljala do 14. 03. 2007. Prevezna cena je znašala 5,22 evra za delnico, na dan ponudbe za prevzem pa je bilo podjetje Irgram že večinski lastnik Jate Emone (v lasti so imeli 1.776.488 delnic ali 55,56-odstotni lastniški delež družbe tarče). Postopek prevzema je v imenu prevzemnika vodila Abanka Vipa iz Ljubljane, ki je prek svoje hčerinske družbe Analožbe odkupila državni delež v Jati Emona. V času ponudbe za prevzem je podjetje Analožbe prodalo svoj lastniški delež družbi prevzemnici. Podjetje je pri prodaji realiziralo kapitalski dobiček v višini 1 evro po delnici (prevzemna cena 5,22 evra minus cena, dosežena na dražbi, 4,21 evra). Prevezna ponudba je bila uspešna, saj je ponudbo sprejelo 395 delničarjev Jate Emone, ki so bili imetniki 1.076.270 delnic ciljne družbe, kar predstavlja 33,66-odstotni delež vseh delnic ciljne družbe. Podjetje Irgram je tako pridobilo 2.852.758 delnic Jate Emone in je postalo 89,22-odstotni lastnik podjetja. Ker je imela Jata Emona 178.449 lastnih delnic, ki nimajo glasovalne pravice, je prevzemnik pridobil 94,49-odstotni delež vseh delnic z glasovalno pravico.

Financiranje odkupa na poslovanje tarče naj ne bi vplivalo, saj je bil prevzem financiran izključno s sredstvi prevzemnika. Menedžerji so vplačali lastniške deleže v družbo prevzemnici. Prevzemnik je v prevzemni ponudbi v skladu z ZPre izročil KDD-ju bančno garancijo, izdano s strani Abanke Vipe, za izpolnitev obveznosti izplačila do delničarjev. Prevzemnik je delničarjem ponudil denarno izplačilo. Kot že rečeno, je postopek prevzema v imenu prevzemnika vodila Abanka Vipa iz Ljubljane. Poudariti je potrebno, da so bile razmere na finančnih trgih konec leta 2006 in v začetku leta 2007 ugodne. Na trgu je bilo veliko finančnih sredstev (kreditov), ki so jih banke ponujale po ugodnih obrestnih merah. Če bi se za prevzem podjetja odločili v drugi polovici leta 2008, bi bili stroški kreditiranja prevzema bistveno višji, pripravljenost bank za kreditiranje prevzema pa minimalna.

V primeru menedžerskega odkupa Jate Emone lahko potrdimo, da je šlo za šolski primer in izvedbo MBO-ja, kot ga poznamo v teoriji. Imamo prodajalce, lastnike podjetja, ki so želeli izstopiti; predstavljajo jih državna sklada SOD in KAD, NFD Holding, Zvon 1 Holding. Imamo menedžerje prevzemnike podjetja, ki so izkušeni in dolgo vodijo podjetje. Podjetje deluje v zreli panogi, ima predvidljiv denarni tok in ni zadolženo. Jata Emona postane tako primerna prevzemna tarča. Za namen prevzema ustanovijo (kupijo) prevzemniki novo vmesno podjetje, ki ga predstavlja Irgram, d. o. o. Imamo finančnega investitorja, Analožbe, d. o. o, ki ni vložil denar v novo družbo (Irgram), ampak je odkupil delež državnih skladov in kasneje v času trajanja prevzemne ponudbe prodal delnice tarče prevzemniku. Imamo banko, ki je bila pripravljena financirati odkup in je družbi prevzemnici odobrila posojilo. Banka v našem primeru je Abanka Vipa iz Ljubljane. Njena vloga v naši zgodbi je trojna. Sodelovala je pri izvedbi odkupa, prek hčerinske družbe Analožbe je bila finančni vlagatelj in prevzemnikom je omogočila financiranje odkupa in ga v imenu prevzemnikov tudi izvedla.

### **3.2.6 Viri financiranja menedžerskega odkupa**

Menedžerji so za prevzem podjetja ustanovili družbo Irgram, katere vpisani osnovni kapital 655.800 evrov je bil vplačan v gotovini. Lastniška struktura podjetja je razvidna iz tabele 8, večina lastnikov pa je za vplačilo lastniškega deleža najela bančno posojilo ali del denarja zagotovila iz lastnih prihrankov. Višina posojila je odvisna od deleža posameznega lastnika in njegovih prihrankov; maksimalen delež v podjetju je vreden 167.229 evrov in minimalen 26.232 evrov. Tako lahko ocenimo, da družbeniki za zagotovitev denarja za ustanovitvene deleže niso imeli večjih težav, saj je maksimalni delež enak vrednosti povprečnega hipotekarnega posojila za nakup stanovanja, minimalni pa vrednosti potrošniškega kredita za nakup avtomobila.

Bistveno pri izvedbi menedžerskega odkupa je bilo, da je družba prevzemnika za pridobitev bančnega kredita za nakup delnic podjetja Jata Emona lahko delnice zastavila pri banki. Menedžerski odkup je bil izveden spomladi 2007, spremembe ZPre, ki prepovedujejo zastavitev delnic družbe tarče za pridobitev posojila, pa v januarju 2008. Tako so prevzemniki lahko z relativno majhnim osebnim vložkom prevzeli veliko večje podjetje, saj so za pridobitev posojila še lahko zastavili delnice družbe tarče, ker je to dovoljevala zakonodaja.

Tudi banke, ki so financirale menedžerski prevzem, so bile zadovoljne. Ne pozabimo, jeseni 2006 in spomladi 2007, v času kreditne ekspanzije in presežne likvidnosti, so bile banke zainteresirane kreditirati menedžerske prevzeme. Obrestne mere na medbančnem trgu so bile nizke, tečaji delnic, ki so jih podjetja zastavila za najem posojil, pa so rastli. Banke so imele ustrezno zavarovane kredite, čeprav so že takrat mnogi opozarjali na potencialne probleme. S spremembo Zakona o bančništvu v januarju 2008 so se zaostri pogoji za odobravanje kreditov za menedžerske odkupe, saj morajo banke oblikovati dodatne rezervacije, če je najeti kredit zavarovan z delnicami prevzete družbe. Glede na razsežnosti finančne krize, ki je izbruhnila v septembru in oktobru 2008, banke verjetno niso pripravljene financirati menedžerskih odkupov oziroma bi bile obrestne mere in potrebna zavarovanja nesprejemljivi za večino prevzemnikov.

### **3.2.7 Zaključek MBO-ja in iztislitev malih delničarjev**

Na osnovi uspešne prevzemne ponudbe in določil ZPre, ki delničarjem v podjetjih, kjer presegajo 90-odstotni lastniški delež, omogočajo izključitev manjšinskih delničarjev, so prevzemniki sklicali skupščino podjetja Jata Emona. Skupščina je bila dne 14. 05. 2007, z eno samo točko dnevnega reda: izključitev manjšinskih delničarjev iz družbe.

Ker je bilo podjetje Irgram lastnik 2.852.758 delnic Jate Emone, tj. 89,22-odstotni lastnik podjetja, in je imela Jata Emona 178.449 lastnih delnic, ki nimajo glasovalne pravice, je bil sklep o izključitvi sprejet. Prevzemniki so obvladovali 94,49-odstotni delež vseh delnic z glasovalno pravico. Delničarji so bili upravičeni do denarne odpravnine v višini 5,22 evrov, kot je znašala prevzemna cena. Z dnem 04. 06. 2007 je postalo podjetje Irgram edini lastnik podjetja Jata Emona. Nadzorni svet Jate Emone se je sestel 07. 06. 2007 in potrdil letno poročilo za leto 2006 ter zaradi spremenjene lastniške strukture podal odstopne izjave.

Za 05. 07. 2007 je bila sklicana še zadnja skupščina delničarjev Jate Emone. Podjetje Irgram je kot edini družbenik izglasovalo pripojitev Jate Emone k družbi Irgram., ki se je preimenovala v Jata Emona, d. o. o. 31. 07. 2007 je bila družba Jata Emona, d. d., izbrisana iz registra gospodarskih družb, njen univerzalni pravni naslednik pa je postala družba Jata Emona, d. o. o. Sprejet je bil sklep, da ostane bilančni dobiček nerazporejen in da se bo o njegovi uporabi odločalo v prihodnje. Odpoklicali so nadzorni svet družbe, upravi pa izglasovali razrešnico za leto 2006. Sklenili so tudi umakniti delnice Jate Emone z organiziranega trga vrednostnih papirjev; to se je zgodilo 09. 07. 2007. Tako se je uspešno zaključil menedžerski odkup (angl. *going private*).

Ko ocenjujemo menedžerski odkup Jate Emone, ugotovimo, da so menedžerji v rekordno kratkem času dokončali postopek odkupa. Od novembra 2006 do julija 2007 so ustanovili (kupili) podjetje za izvedbo menedžerskega odkupa (Irgram), odkupili delnice podjetja Jata Emona, d. d., in izključili njegove manjšinske delničarje. S pripojitvijo Jate Emone k družbi Irgram sta prenehali obstajati tako družba tarča kot družba prevzemnica. Vsebinska sprememba pa je velikanska. Lastniška struktura podjetja se je popolnoma spremenila in sedaj

jo obvladuje trinajst fizičnih oseb, vodilnih menedžerjev podjetja. Spremenila se je tudi struktura virov sredstev in povečal se je finančni vzvod. Delež dolga v virih sredstev tako znaša dobrih 70 odstotkov. Podjetje posluje z bistveno manj kapitala in več dolga. Donosnost kapitala se je povečala, hkrati pa so zelo narasli stroški financiranja zaradi najetih posojil. Menedžerji se bodo tako sedaj morali posvetiti tekočemu poslovanju in zagotavljanju zadostnega denarnega toka za nemoteno poslovanje podjetja in poravnavo obveznosti do bank.

## SKLEP

Menedžerski odkupi so ena izmed možnih oblik lastniške konsolidacije podjetij in njihovega strateškega prestrukturiranja. Menedžerski odkup (angl. *MBO-management buy-out*) je oblika prevzema podjetja s strani menedžmenta, z zadolžitvijo na podlagi zastave premoženja podjetja in/ali osebnega premoženja menedžerjev. Menedžerski odkup je tako oblika LBO-ja, kjer se kot kupci podjetja pojavijo njegovi ali zunanji menedžerji. Odkup podjetja z zadolžitvijo (angl. *LBO leveraged buy-out*) je finančna operacija, kjer kupec za nakup podjetja oziroma dela podjetja uporabi zunanje financiranje.

Menedžerski odkupi podjetij so se v Sloveniji dogajali tudi pred leti, a so svoj vrh dosegli v letu 2007. V tistem času smo bili priča veliki ponudbi poceni bančnih posojil, evforični rasti delnic na Ljubljanski borzi in pretiranemu optimizmu vlagateljev. Leto 2008 je prineslo zaostritev prevzemne zakonodaje v Sloveniji, svetovno finančno krizo in drastične padce delnic na svetovnih borzah. Uspešnost menedžerskih prevzemov bomo lahko ocenili v daljšem časovnem obdobju, ko se bo pokazalo, ali so prevzemniki sposobni vračati najeta posojila in hkrati skrbeti za razvoj podjetij v zaostrenih pogojih poslovanja.

V Sloveniji menedžerski odkupi vseeno pomenijo zadnjo fazo v lastniškem preoblikovanju slovenskih podjetij. Umik države iz lastništva podjetij je še dodatno spodbudil menedžerje k odkupom podjetij, ki jih vodijo. Za slovenska podjetja je značilen problem agentov, ko so menedžerji zaradi pasivnosti portfeljskih lastnikov in pomanjkanja strateških lastnikov obvladovali podjetja. Prisotna je asimetrija informacij, ko vodilni menedžerji poznajo pomembne notranje informacije, ki bistveno vplivajo na vrednost podjetij, a jih poslovna javnost ne pozna. Ker je naš trg kapitala razvijajoči se trg, cene na borzi ne odražajo realne cene delnice in trg sam ne odpravlja problema asimetrije informacij. Če smo bili v letu 2007 priča visokim rastem vrednosti vseh delnic, je leto 2008 prineslo velike padce vrednosti in paničen beg vlagateljev z Ljubljanske borze.

Za analizo menedžerskega odkupa podjetja Jata Emona sem se odločil, ker je to aktualen in šolski primer izvedbe MBO-ja, izveden pred spremembo prevzemne zakonodaje, zato so prevzemniki izkoristili vse možnosti, ki jih je stara, nepopolna zakonodaja omogočala. V podjetju je bila prisotna asimetrija informacij, ne pa tudi problem agentov. Z menedžerskim

odkupom je bil odpravljen problem presežnih denarnih tokov, ki pa je ena izmed oblik problema agentov. Vodilni menedžerji podjetja so za potrebe menedžerskega odkupa ustanovili (kupili) vmesno podjetje Irgram, ki je v njihovem imenu objavilo ponudbo za prevzem podjetja tarče, Jate Emone. Viri sredstev za financiranje odkupa so bili osebno premoženje družbenikov podjetja Irgram in posojila Abanke Vipe. Z uspešnim prevzemom in izpeljano iztisnitvijo malih delničarjev si je nato družba prevzemnica pripojila družbo tarčo in nanjo prenesla stroške financiranja najetih kreditov iz denarnega toka podjetja tarče. V podjetju se je zelo povečal finančni vzvod, saj dolgovi predstavljajo kar sedemdeset odstotkov virov sredstev. Zanimivo je, da sta bila glavni motiv za prevzem podjetja njegov dolgoročni obstoj in neodvisnost. Prevzemniki so tako predvsem zasledovali cilj ohranitve podjetja in zagotovitve podjetniške svobode odločanja. Z najavo prodaje državnega deleža je bila namreč lastniška struktura porušena in menedžerji so se počutili nelagodno, saj o svoji usodi niso mogli odločati sami. Prevzemniki nimajo izdelane nobene strategije izstopa iz podjetja in smatrajo vloženi kapital za mrtvi kapital do dokončnega poplačila najetih kreditov. Pričakujejo, da bodo najete kredite za financiranje odkupa povrnili v roku desetih let, z dobrim poslovanjem in dezinvestiranjem poslovno nepotrebne premoženja. Glede na vrednosti vplačanih lastniških deležev v vmesni prevzemni družbi jim zaostrene razmere na finančnem trgu kljub vsemu ne bi smele povzročati težav pri vračanju posojil, ki so jih osebno najeli menedžerji za menedžerski odkup.

Za bivše lastnike podjetja Jata Emona lahko trdimo, da so uspešno izstopili iz lastniške strukture podjetja, saj so vsi, glede na tržno ceno delnice, na borzi realizirali prevzemne premije. Vprašanje je, ali so bile te premije optimalne in ali je država na najboljši način izstopila iz podjetja. Država je svoj lastniški delež na dražbi prodala finančnemu vlagatelju podjetju Analožbe po ceni 4,21 evra, kar je bilo več kot 30 odstotkov na izklicno ceno na dražbi, in država je bila z iztrženim zadovoljna. Vendar je podjetje Analožbe po manj kot enomesečnem lastništvu svoj delež prodalo družbi prevzemnici za prevzemno ceno 5,22 evra in realiziralo visok kapitalski dobiček. Tudi največji lastnik podjetja NFD Holding se je odločil izstopiti iz lastništva in je bil s ponujeno ceno zadovoljen. Po mojem mnenju so lahko zadovoljni tudi mali delničarji, saj je bila prevzemna cena višja od zgodovinsko najvišje tržne cene na borzi in je glede na nelikvidnost slovenske borze in padajoče tečaje v letu 2008 brez prevzemne ponudbe ne bi dosegli. Mali delničarji so lahko delnice prodali po enaki ceni kot največji lastniki družbe, kar je uspeh in zasluga sprejete prevzemne zakonodaje.

Na prevzemno ceno pa lahko pogledamo tudi drugače. Tečaj delnice Jate Emone na Ljubljanski borzi zaradi majhnega obsega trgovanja in nelikvidnosti ter neučinkovitega trga kapitala morda ni predstavljal dejanske vrednosti podjetja. Če primerjamo prevzemno ceno (5,22 evra) s knjigovodsko vrednostjo podjetja (7,12 evra na dan 31. 12. 2006) in nekaterimi ocenami, da je poštena prevzemna cena 7,41 evra, lahko ugotovimo, da bi bila lahko prevzemna cena tudi višja. Menim namreč, da največji lastniki niso vedeli, kako so ovrednotena zemljišča in dolgoročna sredstva v računovodskih izkazih podjetja in kakšen denarni tok je podjetje sposobno zagotavljati. Hkrati je bila panoga proizvodnje krmil za obstoječe vlagatelje nestrateska naložba, saj so lastniki svoja sredstva vlagali v druge panoge

gospodarstva, kjer so imeli bistveno večje in strateško pomembne naložbe. Prav pri oceni notranje vrednosti podjetja menim, da je bila pomemben motiv za prevzem asimetrija informacij, saj so menedžerji z dolgoletnim stažem imeli notranje informacije, ki bistveno vplivajo na vrednost podjetja.

Na koncu bi želel podati še oceno o menedžerjih in njihovi izvedbi odkupa. Izpeljan je bil v zelo kratkem času in na pregleden način. Menedžerji so izkoristili enkratno priložnost, ki se jim je ponudila. Država se je umaknila iz gospodarstva, zaposleni so ohranili delovna mesta, delničarji podjetja so glede na borzni tečaj in likvidnost delnice po primerni ceni izstopili iz podjetja in prejeli prevzemno premijo. Prevzemniki so ugodno kupili podjetje. Izkoristili so možnosti, ki jih je ponujala prevzemna zakonodaja v letu 2007, da so za pridobitev posojil še lahko zastavili premoženje družbe tarče, in ugodne obrestne mere na bančnem trgu. Če bi se za prevzem odločili v letu 2008, bi bil ta bistveno dražji in za njegovo izvedbo bi bilo potrebno zastaviti več osebnega premoženja. Glede na razmere na bančnem trgu je sploh vprašanje, če bi bile banke pripravljene financirati menedžerski odkup. O usodi podjetja sedaj menedžerji samostojno odločajo, a so nase sprejeli tudi veliko tveganje. Ob uspešnem poslovanju v prihodnosti in zadovoljivem denarnem toku, ki bo zagotovil vračilo najetih posojil, bodo na koncu prevzemniki lahko imeli premoženjsko korist. Trenutne razmere na trgu kapitala in poslovno okolje jim niso naklonjeni. Sedaj se morajo menedžerji posvetiti svoji osnovni vlogi v podjetju, tj. skrbi za nemoteno tekoče poslovanje, zagotavljanje zadostnega denarnega toka za poplačilo kreditov in zagotavljanje likvidnosti ter razvoja podjetja. O uspešnosti menedžerskega odkupa bomo lahko podali verodostojne sodbe šele v prihodnosti.



## LITERATURA IN VIRI

1. Antončič, B. (1992). *Odkupi podjetij s strani menedžmenta kot metoda privatizacije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. A. R. (2007). V Jati Emoni izključitev manjšinskih delničarjev. *Finance*, str. 6.
3. Babič, K. (2002). *Managerski odkupi v slovenskih razmerah*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
5. Bešter, J. (1999). Razvoj trga kapitala v Sloveniji: prevzemi podjetij po privatizaciji. *Gospodarski vestnik, Central & Eastern European Privatization Network*, 101.
6. Bešter, J. (2000). *Pri prevzemu so najpomembnejši tržni motivi*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
7. Birley, S. (1984). Success and Failure in Management Buyouts. London: *Long Range Planning*, 17 (3), 32–40.
8. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. (2<sup>nd</sup> ed.) New York: John Wiley & Sons.
9. DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (1987). Management Buyouts of Publicly Traded Corporations. *Financial Analysts Journal*, 38–49.
10. DeAngelo, H. & DeAngelo, L. & Rice, M. E. (1984). Going Private: *Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*. *Journal of Law & Economics*, 27, 367–401.
11. De Caires. (1988). Management Buy-outs. *Euromoney Publications* (147). London.
12. DePamphilis, D. M. (2003). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. *Academic Press*, (2).
13. Deželan, S. (1996). *Učinkovitost trga kapitala: Teorija, empirične raziskave in primer Slovenije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Gaughan, P. A. (2002). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
15. Gregorič, A., Prašnikar, J. & Ribnikar, I. (2000). Corporate governance in transitional economies: the case of Slovenia: *Economic and business review*, 2 (3), 183-207.
16. Hočevar, M. & Jaklič, M. (1999). Slovenski managerski izziv. *Gospodarski vestnik*.
17. Interni podatki Jate Emone, d. d.
18. Interni podatki KZ Krka, z. o. o.
19. Intervju z Andrejem Kotarjem, direktorjem prodaje v Jati Emoni, d. d.
20. Intervju s Stojanom Hergouthom, direktorjem podjetja Jata Emona, d. d.
21. Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Causes and Consequences. Nashville: *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 21–48.
22. Jensen, M. C. (1989a). Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. *Social Science Research Network*.
23. Jensen, M. C. (1989b). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, (september, oktober), 61–74.
24. Kaplan, S. (1989a). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217–254.

25. Kaplan, S. (1991). The Staying Power of Leveraged Buyouts. *National Bureau of Economic Research*.
26. Kavčič, B. (1994). Managerski odkupi podjetij. Lastninjenje in uspešnost podjetij. *XXXII. posvetovanje o ekonomiki in organizaciji podjetij* (str. 21–29). Portorož: Društvo ekonomistov.
27. Kocbek, M. (1999). Prezem podjetij in prevzem gospodarske družbe – pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. *Pravnik*, 54 (6–8), 321–331.
28. Kocjančič, J. (2003). *Notranje podjetništvo kot vir neizkoriščenih priložnosti*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Lahovnik, M. (2000). *Strateški dejavniki priključitev podjetij v državah v tranziciji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Lahovnik, M. (2006). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. Lahovnik, M. (2002, 17. avgust). Prevzemanje=večanje=pogoj za širjenje na tuje trge. *Delo, Sobotna priloga*, str.12-13.
32. Lehn, K. & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, XLIV (3), 771–787.
33. *Letno statistično poročilo 2007*. (2008). Ljubljana: Ljubljanska borza.
34. *Letno poročilo 2005*. (2006). Ljubljana: Jata Emona, d. d.
35. *Letno poročilo 2006*. (2007). Ljubljana: Jata Emona, d. d.
36. M. G. (2006). Državna sklada in D.S.U. prodajajo 85 družb. *Delo*, str. 3.
37. Malus, B. (2004). *Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
38. Milivojevič, G. (2002). *Managerski odkup podjetij pri spreminjanju lastništva slovenskih podjetij: primer BTC, d. d.* Ljubljana: Ekonomska fakultet a.
39. Mramor, D. (1996a). Revolution With Finance. *3<sup>rd</sup> Conference On Alternative Perspectives On Finance Proceedings*.
40. Mramor, D. (1996b). *Capital Market in Slovenia: Development, Status and Dilemmas* (str. 1-7). Ljubljana.
41. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
42. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
43. Obvestila o podjetjih [Abanka Vipa, d. d.]. Najdeno 25. maja 2007 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/novinarsko/obvestila>
44. Petrič, T. (2002). *Managerski odkupi v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Piatkowski, M. (2001). Leveraged in Poland. *Warsaw: Centre for Transformation, Integration and Globalization Economic Research at the Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management*, 1- 47.
46. *Poročilo o razvoju 2003*. (2003). Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
47. *A Practical Guide to MBOs* (2003). London: Deloitte & Touche Corporate Finance.
48. Prašnikar, J., Domadenik, P. & Svejnar, J. (1999). Prestrukturiranje slovenskih podjetij v poprivatizacijskem obdobju. Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. *Gospodarski vestnik*, 251–271.

49. *Prevezemna ponudba in prospekt za odkup delnic Jata Emona, d .d.* (2007). Ljubljana: Abanka Vipa, d. d.
50. Simoneti, M., Bohm, A., Damijan, J. P., Majcen, B., Rems, M. & Rojc, M. Spremembe v strukturi in koncentraciji lastništva ter poslovanje podjetij po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji v razdobju 1995–99 (empirična in institucionalna analiza). *CEEPN*, 1-99.
51. Spletna stran [Jata Emona, d. d.]. Najdeno 9. maja 2007 na spletnem naslovu <http://www.jata-emona.si>
52. Srakar, Š. (2003). *Menedžerski odkupi podjetij s poudarkom na primeru BTC*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
53. STA. (2007). Manjšinske delničarje bodo izključili iz lastništva Jate Emone. *Delo*, str. 11.
54. STA. (2007). Vodstveni delavci Jate Emone pridobili 90 odstotkov družbe. *Delo*, str. 9.
55. Suni, J. (2003). *Mezzanine Finance in Leveraged Buyouts*. Helsinki: Helsinki University of Technology.
56. Šarc Majdič, S. (2007). *Prezemi in prevzemne premije: Teoretični in empirični vidik*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
57. Van Horne, J. C. (1992). *Financial management and policy*. (10th ed.) Englewood Cliffs: Prentice Hall.
58. Wright, M. et al. (1991). *Buy-ins and Buy-Outs: New Strategies in Corporate Management*. London: Center for Management Buy-out Research University of Nottingham.
59. Wright, M., Robbie, K., Thompson, S. & Starkey, K. (1994). Longevity and the Life-Cycle of Management Buy-outs. *Strategic Management Journal*, (15), 215–227.
60. Wright, M. & Robbie, Ken. (1996). The investor led buy-out: A new strategic option. *Long range Planning*, 29 (5), 691-702.
61. Wright, M., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W. & Dail, J. (2001). Finance and management buyouts: Agency versus entrepreneurship perspectives. *Venture Capital*, 3 (3), 239–261.
62. Zakon o gospodarskih družbah. (2005). *Uradni list RS*. (Št. 15/2005, 17. februar 2005).
63. Zakon o prevzemih. (1997). *Uradni list RS*. (Št. 47/1997, 1. avgust 1997).
64. Zakon o prevzemih. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 79/2006, 27. julij 2006).
65. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o gospodarskih družbah. (2008) *Uradni list RS*. (Št. 10/2008, 30. januar 2008).
66. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o bančništvu. (2008). *Uradni list RS*. (Št. 1/2008, 4. januar 2008).
67. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih. (2008). *Uradni list RS*. (Št. 1/2008, 4. januar 2008).
68. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o gospodarskih družbah (ZGD- 1B). (2008). *Uradni list RS*. (Št. 68/2008, 8. julij 2008).

69. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (ZPre- 1B). (2008). *Uradni list RS*. (Št. 68/2008, 8. julij 2008).