

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

TEORETIČNI VIDIKI MANAGERSKIH ODKUPOV PODJETIJ

Ljubljana, marec 2004

Boštjan MALUS

IZJAVA

Študent Boštjan MALUS izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. 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 13.4.2004

Podpis: _____

UVOD	1
1 POJEM MANAGERSKI ODKUP IN NJEGOVE RAZLIČICE	4
1.1 ODKUP PODJETJA Z ZADOLŽITVIJO	4
1.2 MANAGERSKI ODKUPI PODJETIJ OD ZNOTRAJ	5
1.3 MANAGERSKI ODKUP PODJETIJ OD ZUNAJ	6
1.4 ODKUPI PODJETJA GLEDE NA NJEGOVE POTREBE	7
1.5 STATISTIČNI PREGLED MANAGERSKIH ODKUPOV V EVROPI	8
2 MOTIVI UDELEŽENCEV PRI MANAGERSKIH ODKUPIH PODJETJA	12
2.1 UDELEŽENCI MANAGERSKIH ODKUPOV PODJETJA	12
2.2 MOTIVI PRODAJALCEV	12
2.2.1 <i>Vir ponudnikov podjetij za managerske odkupe</i>	13
2.3 MOTIVI KUPCEV	14
2.4 KONFLIKT INTERESOV	16
2.4.1 <i>Pravilo 13e-3, ki ga uporabljajo v ZDA</i>	17
2.4.2 <i>Vloga nadzornega sveta pri managerskem odkupu</i>	18
2.4.3 <i>Vloga finančnih svetovalcev pri managerskih odkupih</i>	18
2.4.4 <i>Vloga specialistov za odkupe</i>	20
2.5 ODNOSI MED UDELEŽENCI MANAGERSKIH ODKUPOV PO IZVEDENEM ODKUPU	21
3 IZVEDBE IN FINANCIRANJE MANAGERSKEGA ODKUPA	24
3.1 GLAVNE ZNAČILNOSTI PODJETJA, PRIMERNEGA ZA MANAGERSKI ODKUP	24
3.2 GLAVNI KORAKI MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETJA	26
3.3 IZVEDBA MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETJA	30
3.4 STRUKTURA (MANAGERSKEGA) ODKUPA PODJETJA	31
3.4.1 <i>Odkup sredstev (premoženja) podjetja</i>	32
3.4.2 <i>Odkup delnic (kapitala) podjetja</i>	33
3.5 OSNOVNE OBLIKE ODKUPOV PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO	34
3.6 FINANCIRANJE ODKUPOV	37
3.6.1 <i>Prednostni dolg (senior debt)</i>	38
3.6.2 <i>Podrejeni dolg (subordinated debt)</i>	40
3.6.3 <i>Lastniški kapital (common equity)</i>	43
3.6.4 <i>Stroški financiranja</i>	45
3.7 KAPITALSKA SESTAVA PODJETJA PO IZVEDENEM ODKUPU	46
3.7.1 <i>Zatikalniki (ratchets)</i>	47
3.7.2 <i>Lastništvo managementa in vrednost podjetja</i>	48

4	MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENSKEM OKOLJU.....	53
4.1	LASTNIŠKA SESTAVA SLOVENSkih PODJETIJ	53
4.2	FINANCIRANJE MANAGERSKIH ODKUPOV V SLOVENIJI.....	56
4.3	PРАВNA UREDITEV MANAGERSKIH ODKUPOV V SLOVENIJI	57
	4.3.1 <i>Zakon o gospodarskih družbah</i>	57
	4.3.2 <i>Zakon o prevzemih</i>	58
4.4	DRUŽBA POOBLAŠČENKA	59
4.5	PREDLOG ZAKONA O SPREMEMBAH IN DOPOLNITVAH ZAKONA O PREVZEMIH.....	60
5	UČINKI ODKUPA PODJETJA.....	62
5.1	VISOKE PREMIJE PRVOTNIH DELNIČARJEV	62
5.2	PREDNOSTI »PRIVATE« PRED »PUBLIC« (RAZLOGI ZA VISOKE PREMIJE PRVOTNIH LASTNIKOV)	65
	5.2.1 <i>Asimetrija informacij</i>	65
	5.2.2 <i>Zmanjšanje problema agentov</i>	66
	5.2.3 <i>Teorija presežnih denarnih tokov</i>	69
	5.2.4 <i>Nadzorna funkcija dolga</i>	70
	5.2.5 <i>Prerazporeditev bogastva</i>	70
	5.2.6 <i>Davčni prihranki (prenos bogastva od davčnih zavezancev k lastnikom)</i>	75
	5.2.7 <i>Ostale prednosti »private« proti »public«</i>	76
5.3	POZITIVNE LASTNOSTI ODKUPOV PODJETIJ NA RAVNI CELOTNEGA GOSPODARSTVA DRŽAVE	77
5.4	UČINKI ODKUPA NA POSLOVANJE PODJETJA	78
5.5	IZSTOP OZIROMA »ŽETEV«	81
6	ZAKLJUČEK.....	83
	LITERATURA.....	86
	VIRI.....	93
	SLOVARČEK SLOVENSkih PREVODOV TUJIH IZRAZOV	94

UVOD

Za vsako razdelitveno (masovno) privatizacijo je značilno, da postane lastniška sestava v privatiziranih podjetjih bolj ali manj naključna. Za mnoge je takšna privatizacija lahko najbolj poštena, vendar pa je glavna težava razdelitvene privatizacije prav v razpršenosti lastništva. Številni udeleženci sodelujejo zgolj kot privatizacijski posredniki (začasni lastniki), ki si na dolgi rok ne želijo ostati lastniki podjetij, saj si tega zaradi premoženjskega položaja ne morejo privoščiti. Prav tako zaradi svoje razpršenosti in pasivne vloge ne dajejo dovolj moči in motivacije možnim aktivnim delničarjem (managerjem, strateškim lastnikom) za začetek prepotrebne strateškega prestrukturiranja.

V skladu s teorijo in izkušnjami je optimalna lastniška sestava usklajena z ekonomskimi značilnostmi podjetij (njihovo velikostjo, kapitalsko oziroma delovno intenzivnostjo in uspešnostjo poslovanja) ter zagotavljajo strateško prestrukturiranje in upravljanje. V Sloveniji so se po formalnem koncu procesa odprave družbene lastnine (konec leta 1998) zgodile določene spremembe v lastniški sestavi podjetij, vendar pa prave konsolidacije lastništva še ni bilo. Prav v neuspehu konsolidacije lastništva gre iskati razloge, zakaj so slovenska podjetja še vedno brez strateških lastnikov, saj ti v podjetjih z razpršenim lastništvom le s težavo pridobijo dovolj velik lastniški delež, ki bi jim omogočil izpeljavo prepotrebne strateškega prestrukturiranja.

Prav managerski odkupi so eden izmed načinov, ki omogočajo izpeljavo hitre koncentracije in konsolidacije lastništva, saj lahko tudi sami managerji nastopijo v vlogi strateških lastnikov. Poleg tega imajo managerski odkupi pri managerjih tudi močan motivacijski učinek za izboljšanje poslovanja podjetja.

V Sloveniji je javno mnenje glede managerskih odkupov zelo občutljivo. Javnost s težavo sprejema naraščajoče socialne razlike in v managerskih odkupih vidi zgolj bogatenje posameznikov s pomočjo tujega kapitala. Nekateri sporni postopki v času odprave družbene lastnine in tudi zadnji moralno vprašljivi managerski odkupi samo povečujejo dvome javnosti. Po drugi strani pa javnost ne vidi tveganja, ki ga managerji sprejemajo ob takšnih dejanjih, čeprav ti ponavadi zastavijo velik del svojega premoženja.

Glavni cilj tega dela je z znanstveno deskripcijo proučiti različne vidike managerskih odkupov in ugotovitve prenesti na slovenske razmere. Ugotavljali bomo možnosti, ki jih managerski odkupi lahko ponudijo za konsolidacijo lastništva. Obenem pa bomo tudi prikazali javnosti, da je managerski odkup – če gre za pregleden in v skladu z zakonom izveden odkup – povsem zakonita operacija.

S tem magistrskim delom želimo spodbuditi managerje k razmišljanju o odkupu podjetja in jim ponuditi teoretično oporo v obliki vodnika skozi težave in nevarnosti, s katerimi se lahko

srečajo pri odkupu podjetja z zadolžitvijo. Ker management pri MBO pričakuje ustrezno pomoč tudi s strani svetovalnih hiš, bo to delo lahko tudi v pomoč pri oblikovanju njihovih storitev.

Metode dela, uporabljene pri izdelavi magistrskega dela, so temeljile predvsem na proučevanju teoretične podlage, ki je bila osnova za raziskovanje managerskih odkupov v tujini in Sloveniji. Pomagali smo si z viri, članki in prispevki s področja managerskih odkupov, glavni del metodologije pa je bilo proučevanje strokovne literature tujih in domačih avtorjev s tega področja. V proučevanje smo vključili tudi lastno znanje, pridobljeno med dodiplomskim študijem in še posebno med rednim podiplomskim študijem.

Magistrsko delo je sestavljeno iz petih sklopov poglavij. V prvem delu se bomo ukvarjali s pojmom »odkup z zadolžitvijo (LBO)« in še posebno z izpeljanko LBO – managerskim odkupom. Ukvarjali se bomo z odkupi podjetij glede na njihove potrebe, poleg tega bomo skozi statistične številke osvetlili trenutne razmere na področju managerskih odkupov v Evropi.

V drugem delu bomo proučevali udeležence managerskih odkupov in njihove motive ter pričakovanja glede izvedbe takšne vrste operacij. Z odkupom managerji, ki sodelujejo pri odkupu, do neke mere ponovno postanejo podjetniki. Pojavljajo se v vlogi lastnika in v vlogi upravljavca, managerja podjetja. Poskušali bomo prikazati tiste gonilne sile, ki vodijo managerje do takšne odločitve. Poleg motivov kupcev (managerjev) so pomembni tudi motivi prodajalcev (lastnikov). Preverili bomo, zakaj se odločijo ravno za prodajo svojim managerjem in ne drugim zunanjim lastnikom. Narava managerskih odkupov je takšna, da sami managerji pogosto naletijo na konflikt interesov, zato bomo prikazali vlogo, ki jo morajo pri takšnih transakcijah odigrati nadzorni sveti in še posebno člani teh nadzornih svetov. Odkup podjetja je zahteven proces, zlasti za managerje, ki morajo poleg sodelovanja pri pogajanjih z lastniki voditi tudi tekoče posle podjetja. Managerji pri izvedbi odkupov pogosto računajo na znanje in izkušnje, ki jih v takšen posel lahko prinese sodelovanje s svetovalci oziroma specialisti za odkupe. Zato bomo v tem poglavju predstavili tudi vlogo slednjih pri managerskih odkupih.

Tretji del je namenjen izvedbi in financiranju odkupov. Predstavljene bodo različne strukture managerskih odkupov, ki se pojavljajo v strokovni literaturi, hkrati pa jih lahko najdemo tudi v praksi. Za odkup niso primerna vsa podjetja. Zato je izredno pomembno, da management pred odločitvijo za odkup dobro pretehta, ali je njihovo podjetje sploh primerno za odkup. Zato bo to poglavje namenjeno tudi glavnim značilnostim podjetij, primernih za odkup. Slovenske razmere na trgu kapitala in trgu denarja se močno razlikujejo od razmer v tujini. Zato bomo predstavili izkušnje tujine s financiranjem odkupov in razmere, ki vladajo na področju financiranja managerskih odkupov v Sloveniji.

V četrtem poglavju se bomo ukvarjali z lastniško sestavo slovenskih podjetij. Proučevali bomo njeno razpršenost ter možnosti za konsolidacijo in koncentracijo te strukture. Družba pooblaščenka je posebnost slovenskega ekonomskega okolja, zato bomo predstavili njene posebnosti in vlogo, ki jo lahko in jo je že odigrala pri managerskih odkupih v Sloveniji. Predstavili bomo tudi, kako so managerski odkupi vpeti v slovensko zakonodajo, še posebno v Zakon o gospodarskih družbah in v Zakon o prevzemih.

Za mnoge ekonomiste so managerski odkupi problematična tema, saj menijo, da managerji pridobijo koristi na račun drugih udeležencev odkupov. Prav razlogom za visoke premije in prednostim »private« pred »public« je namenjeno peto poglavje. Predstavili bomo tudi pozitivne učinke, ki jih lahko managerski odkupi prinesejo posameznemu podjetju in celotnemu gospodarstvu. Za mnoge managerje je glavni motiv za odkup podjetja obogatitev. Zato bomo pozornost namenili tudi izstopu (»žetvi«) oziroma načinom, kako lahko managerji realizirajo zeleni donos za svoj podvig in prevzeto tveganje.

Ugotovitve, do katerih smo se dokopali med izdelavo magistrskega dela, bodo predstavljene v zaključnem poglavju.

1 POJEM MANAGERSKI ODKUP IN NJEGOVE RAZLIČICE

1.1 ODKUP PODJETJA Z ZADOLŽITVIJO

Leveraged buy-out (v nadaljevanju LBO) oziroma odkup podjetja z zadolžitvijo se je pojavil v 60. letih prejšnjega stoletja v Združenih državah Amerike. Njegove značilnosti so bile nekoliko drugačne, kot so danes. Pri prvih LBO je šlo za manjša podjetja, ki so le redko imela več kot 20 milijonov dolarjev prihodkov. Finančni podporniki niso nikoli imeli deležev oziroma delnic podjetja, saj je bilo financiranje zavarovano s stvarnimi (zastavnimi) pravicami nad premoženjem (*secured financing*) ciljnega podjetja. Uspešnost LBO je v želji po večjem donosu vlagateljev povzročila uporabo teh operacij tudi v bolj tveganih in kapitalsko obsežnih primerih. Zato so finančne družbe na začetku 70. let začele financirati te operacije brez jamstev (*unsecured financing*). V zameno za prenos kapitala so postale delničarke ciljnih (*target*) podjetij v prepričanju, da bodo kupljena podjetja ustvarjala dobiček. Šele konec 80. let prejšnjega stoletja je LBO postal takšen, kot ga poznamo danes. Finančne družbe niso več lastnice premoženja oziroma nimajo nikakršne stvarne pravice na njem. Edino jamstvo, ki ga imajo, je samo virtualno in hipotetično – dobičkonosnost ciljne družbe. Poslovni načrti postanejo tako vedno bolj pomembni, kajti ti vlagateljem omogočajo ugotavljanje stopnje tveganja (Varanelli, 2001, str. 356). Dodaten zagon LBO so dale tako imenovane visoko tvegane obveznice (*junk bonds*¹), ki so jih družbe začele uporabljati pri prevzemih drugih podjetij (Gaughan, 2002, str. 330).

Danes je LBO finančna operacija, kjer kupec za nakup podjetja oziroma dela podjetja uporabi zunanje financiranje (bančna posojila, dolžniške vrednostne papirje, kapital tretjih oseb in drugo) (Piatkowski, 2001, str. 6). Kupčeva lastna sredstva so pri financiranju zgolj manjšinski delež, večinski delež sredstev pa se zagotovi z zunanjim financiranjem. Pobudniki operacije ad hoc ustanovijo novo podjetje (*shell company*) za namen odkupa delnic ciljne družbe. Bistvo takšne finančne operacije je, da temelji na pričakovani sposobnosti ciljne družbe, da ustvarja dobiček oziroma denarni tok. Obenem pa so po združitvi obeh podjetij likvidna sredstva kupljenega podjetja skupaj s prihodnjimi denarnimi tokovi poroštvo in viri za odplačilo zunanjih posojil (Alkhafaji, 1991, str. 57; DePamphilis, 2003, str. 558).

Čeprav je povečanje finančnega vzvoda glavna značilnost LBO, pa so s to transakcijo povezane tudi druge spremembe. Odkupi so strukturirani tako, da se močno poveča lastniški interes managerjev za podjetje. Spremembe v upravljanju podjetja (*corporate governance*) so posledica vstopa novih lastnikov v podjetje, ki aktivno nadzirajo strategijo managementa in njeno izvrševanje. Glavni vlagatelji pri LBO so lahko posebni investicijski skladi (*buy-out*

¹ Izraz *junk bonds* se je prvič pojavil v 60. letih prejšnjega stoletja. Vendar to še ne pomeni, da visoko tveganih obveznic niso poznali že prej. Skozi zgodovino so jih zgolj različno poimenovali. Dolgo časa so jim rekli *low-grade bonds* in *high yield bonds*, v 30. in 40. letih prejšnjega stoletja »*Fallen Angels*«, v 60. letih pa so jih imenovali »*Chinese Paper*. Več o tem glej Gaughan, 2002, str. 330.

funds), pokojninski skladi ali pa zavarovalna podjetja, ki pa navadno delujejo kot pasivni vlagatelji. Izbiro naložbene strategije in nadzor nad kupljenim podjetjem prepustijo specialistom za odkupe. Gre za tako imenovani problem zastojkarstva (*free rider problem*).¹ Lahko rečemo, da je vložek in s tem tveganje s strani specialistov za odkupe neprimerno manjše v primerjavi z drugimi vlagatelji, ki vlagajo v njihove sklade. Vendar pa imajo specialisti za odkupe dva pomembna motiva za zagotovitev uspeha LBO posla. Prvič, visoka donosnost pri takšnih naložbah je lahko velik motivator. Verjetnost obstoja v poslu temelji na njihovi uspešnosti preživetja LBO podjetja. Drugič, negativni LBO lahko slabo vplivajo na ugled specialistov za odkupe, kar lahko močno oteži zbiranje sredstev v prihodnje (Easterwood, Seth, Singer, 1989, str. 30).

Visoka zadolženost, visok lastniški delež managementa, aktivno upravljanje podjetja in izguba dostopa podjetja do trga kapitala so pomembne ločnice med LBO podjetji in drugimi podjetji (Palepu, 1990, str. 247). Pri LBO podjetju kazalec celotni dolg na celotni kapital tipično preseže 85 odstotkov (Kaplan, 1991, str. 1). Zamenjava dolga za kapital v lastniški sestavi podjetja pa omogoči tudi večjo koncentracijo lastniške sestave (Wright et al., 2001, str. 243).

1.2 MANAGERSKI ODKUPI PODJETIJ OD ZNOTRAJ

Management buy-out (v nadaljevanju MBO²) je preprosto ena izmed oblik LBO, kjer notranji management oziroma del managementa sodeluje pri nakupu lastniškega deleža kupljenega podjetja (Kocbek, 1999, str. 329; Cook, Easterwood, Martin, 1992, str. 102).³ Večina LBO 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). Gre torej za LBO, ki ga je spodbudil notranji management (DePamphilis, 2003, str. 558; Machiraju, 2002, str. 1). V podjetju zaposleni managerji 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). Zato je tak nakup zelo primeren za managerje in podjetnike, ki nimajo dovolj lastnih sredstev, da bi sami izpeljali običajen nakup – prevzem podjetja (Alkhafaji, 1991, str. 57). Vendar je treba poudariti, da management zagotovi svoj delež sredstev na podlagi lastnih prihrankov in posojil, za ta posojila pa morajo zastaviti velik del svojega premoženja. S tem

¹ Gre za problem, ko se en subjekt odpove nadziranju tretjega, saj ve, da bo to namesto njega storil drugi subjekt. Več o tem v Besanko, Dranove, Shanley, 2000, str. 189.

² Managementa buy-out (MBO) ne gre zamenjevati z Management By Objectives, ki se tudi označuje s kratico MBO.

³ Psihologijo v ozadju MBO lahko primerjamo z nakupom hiše, kjer je velik del nakupa financiran s posojili, na koncu pa upamo, da jo bomo lahko prodali za več, kot je bila kupljena, in to brez sodelovanja banke pri delitvi dobička.

managerji pokažejo svojo zavezo in jamstvo za resnost skupnega podjetja (Kocbek, 1999, str. 329).

MBO se kot oblika odkupa pogosto pojavlja, ko podjetje odproda podružnico ali pa del matičnega podjetja. Pri tem gre za tako imenovani *divisional buy-out*. Prvič se pojavi v začetku 80. let prejšnjega stoletja v Združenih državah Amerike in Veliki Britaniji, sredi 90. pa se je razširil tudi drugod po svetu. Takšen način prodaje podjetja omogoča sprostitev določenih možnosti v poslovanju podjetja, ki so bile pod prejšnjo neučinkovito organizacijsko sestavo onemogočene (Wright et al., 2001, str. 247).

Kadar v odkupu podjetja sodelujejo vsi zaposleni, gre za tako imenovani *employee-led buy-out (EBO)*. Takšen odkup je primeren za podjetja, kjer velika večina zaposlenih poseduje pomembna znanja za uspeh podjetja. Pomembno je tudi, da gre za podjetje s stabilnim poslovanjem in z majhnimi potrebami po vlaganju. Težava nastane, ko se takšna podjetja znajdejo v težavah in je treba izpeljati prestrukturiranje, ki pa je zaradi različnih interesov lastnikov močno oteženo (Management and employee buy-outs in central and eastern Europe (EBRD), 1993, str. 14).

1.3 MANAGERSKI ODKUP PODJETIJ OD ZUNAJ

Če notranji management nima dovolj znanja za nadaljnje vodenje oziroma prevzem podjetja, lahko podjetje kupi management od zunaj. S tem dejanjem se zamenja obstoječi management (Wright, Kitamura, Hoskisson, 2003, str. 357). Takšen nakup imenujemo *management buy-in (MBI)*. Iz povedanega sledi, da se MBI razlikuje od MBO zgolj po tem, od kod prihaja kupec, od zunaj oziroma od znotraj.

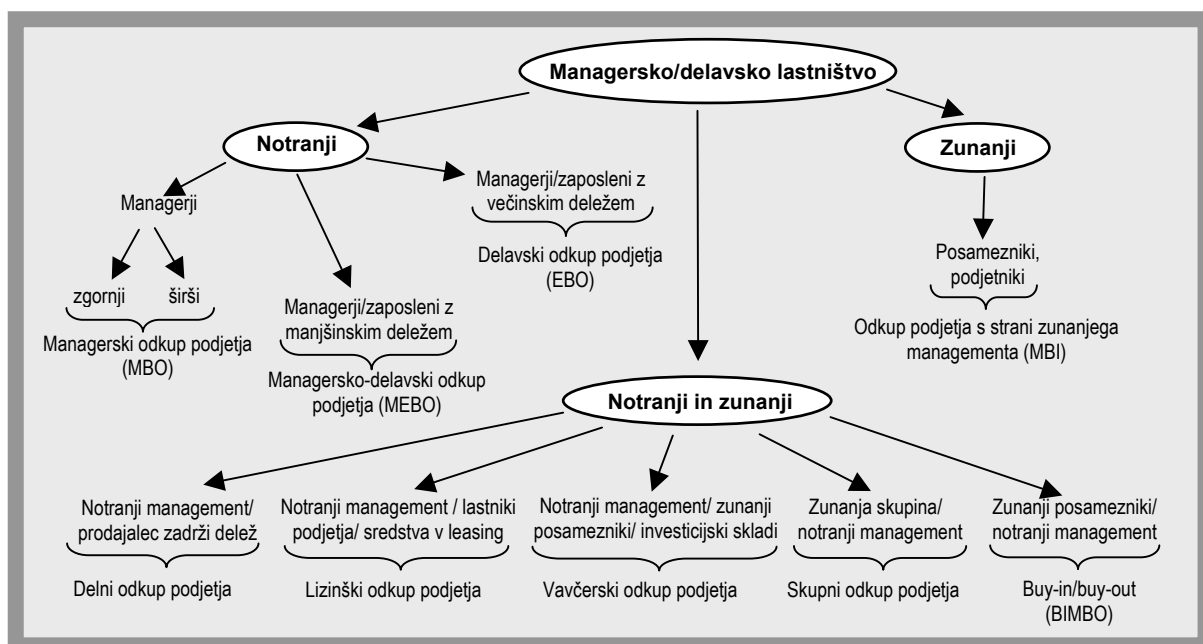
Management, ki prihaja od zunaj, ponavadi nima dovolj informacij in znanja o kupljenem podjetju oziroma o panogi, v kateri deluje podjetje, zato je MBI veliko manj uspešen v primerjavi z MBO. Posledično so se razvile hibridne oblike odkupov management buy-out/buy-in. Pri teh lahko vlagatelji pripeljejo v podjetje managerje od zunaj ter z njimi dopolnijo manjkajoča znanja in sposobnosti notranjih managerjev, hkrati pa zmanjšajo vpliv asimetrije informacij¹ (Wright et al., 2001, str. 252).

Poleg že omenjenih oblik managerskih odkupov so se razvile še naslednje (Management and employee buy-outs in central and eastern Europe, 1993, str. 15; Varanelli, 2001, str. 356): *management-led employee buy-out (MEBO)*, *management buy-in/buy-out (BIMBO)*, *joint*

¹ Več o tem v poglavju 5.2.1, str. 65.

*buy-in, partial buy-out, voucher buy-out, lease buy-out, family buy-out, corporate buy-out, institutional buy-out, fiscal buy-out*¹ in druge.

Slika 1: Vrste odkupa podjetja



Vir: Management and employee buy-outs in central and eastern Europe (EBRD), 1993, str. 14.

V Sloveniji so se bolj kot klasične oblike managerskih odkupov (MBI, MBO in druge) uveljavili notranji odkupi podjetij, v katerih sodelujejo management in zaposleni. Značilnosti teh odkupov so (Petrič, 2002, str. 31):

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

1.4 ODKUPI PODJETJA GLEDE NA NJEGOVE POTREBE

Odkup podjetja je tako v strokovnih kot tudi v poslovnih krogih priznan kot eno izmed možnih sredstev za prestrukturiranje podjetja. V strokovni literaturi se pojavljajo tri oblike

¹ Gre za finančno operacijo, namen te je izmikanje plačilu davkov.

odkupa podjetij, glede na njegove potrebe (Wright, Kitamura, Hoskisson, 2003, str. 357), in sicer: učinkovitostni odkup (*efficiency buy-out*), odkup zaradi oživljanja (*revitalisation buy-out*) in podjetniški odkup (*entrepreneurial buy-out*).

Pri *učinkovitostnem odkupu* ciljna poslovna enota (*division*) posluje pod svojimi zmožnostmi, kar je predvsem posledica pomanjkanja primernih spodbud in nadzornih mehanizmov v podjetju. Lahko gre za prevelike naložbe v diverzifikacijo produktov ali pa za prevelike naložbe v vertikalno integracijo (*over investment in vertical integration*). V takšnih primerih ima management poslovne enote pogosto premalo samospodbude za izboljšanje poslovanja. Pomanjkanje znanja na ravni celotnega podjetja pa povzroči šibek nadzor, poleg tega tudi zunanji vlagatelji ne kažejo želje in ne volje za izboljšanje nadzora poslovanja. Takšni odkupi imajo pogosto višji delež dolga v kapitalski sestavi, saj tako vlagatelji prisilijo podjetje, da to ne izrablja denarnih tokov za naložbe v projekte s prenizko pričakovano donosnostjo.

Ko želijo podjetja izboljšati perspektivo rasti določenih poslovnih enot, pogosto uporabijo *odkup zaradi oživitve*. Včasih se zgodi, da imajo velike organizacije premalo primernih mehanizmov za presojanje uspešnosti svojih delov. V takšnih organizacijah so lahko poslovne enote s profitabilnimi in inovativnimi poslovnimi priložnostmi v podrejenem položaju, še zlasti, če za matično družbo nimajo strateškega pomena. Ko se pojavijo potencialno profitabilni projekti, jih lahko matična družba zavrne in nameni sredstva svojim glavnim dejavnostim (*core business*). Managerji poslovnih enot so nad takšnim ravnanjem matičnih družb ponavadi razočarani in se zato želijo rešiti teh težav z odkupom podjetja.

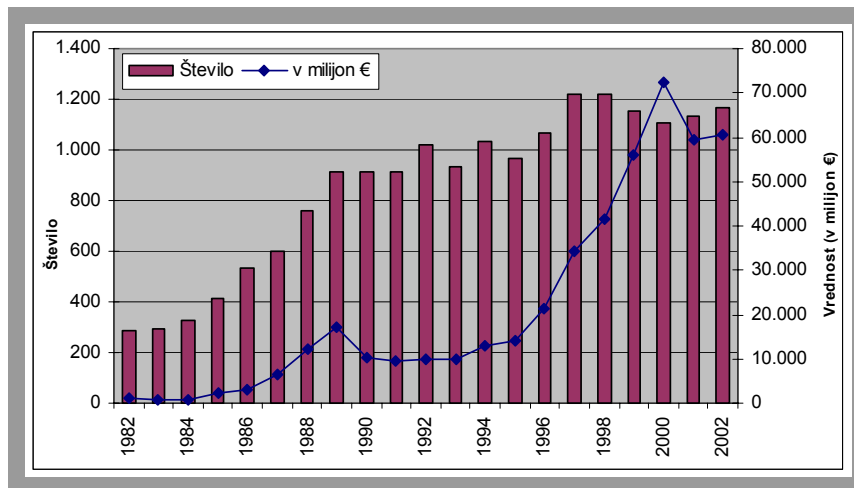
Podjetniški odkup se uporablja v situacijah, kjer so potrebne velike inovacije, na primer v visoko tehnološkem in programerskem sektorju. Navadni korporacijski procesi odločanja so lahko v hitro rastočih panogah, kjer je potrebna hitra odzivnost in kjer obstajajo zgolj pomanjkljive informacije o dogajanju na trgu, zaradi svoje počasnosti in okornosti zelo moteč dejavnik. V takšnem primeru lahko vrnitev k podjetniškemu vodenju močno izboljša poslovanje podjetja.

1.5 STATISTIČNI PREGLED MANAGERSKIH ODKUPOV V EVROPI

Kljub ne ravno najboljšim razmeram v evropskem gospodarstvu so managerski odkupi še vedno na zelo visoki ravni. Po podatkih britanskega Centra za raziskave managerskih odkupov (CMBOR) je leta 2002 celotna vrednost vseh MBO v Evropi znašala 60,4 milijarde evrov (EVCJ, 2003, str. 38). Med državami je daleč v ospredju še vedno Velika Britanija (glej Sliko 3), njen delež presega tretjino vseh evropskih managerskih odkupov, sledita ji Francija in Nemčija. Samo v kontinentalni Evropi, brez upoštevanja Velike Britanije, so se odkupi

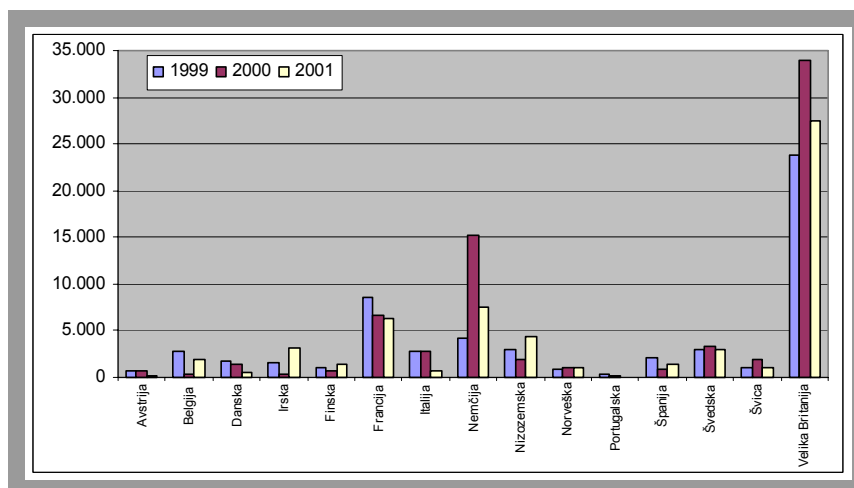
povečali za več kot petino glede na prejšnje leto.¹ Tako visoko rast so pospeševale predvsem transakcije, ki so presegle 500 milijonov evrov, povprečni managerski odkup pa je v letu 2002 znašal 86 milijonov evrov. Razloge za tako visoko rast je treba iskati predvsem v številnih lastniških spremembah med evropskimi podjetji (Planinc, 2003, str. 16).

Slika 2: Težnje pri MBO/MBI v Evropi med leti 1982 in 2001



Vir: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte&Touche v Bård Brath Ingerø, 2003, str. 9; EVCI, 2003, str. 38.

Slika 3: Managerski odkupi podjetij v Evropi med leti 1999 in 2000



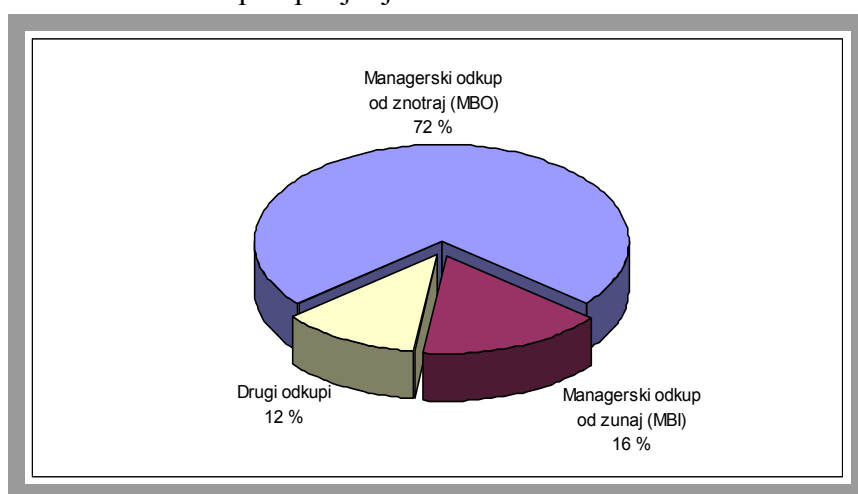
Vir: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte&Touche v Bård Brath Ingerø, 2003, str. 9; CMBOR 12-months UK buyout figures, 2002, str. 41.

¹ V kontinentalni Evropi so managerski odkupi v letu 2001 znašali 31.813 milijonov evrov, v letu 2002 pa 38.700 milijonov evrov.

Leta 2000 je Center za raziskave managerskih odkupov (CMBOR) na pobudo European Private Equity and Venture Associations izdelal vseevropsko študijo vplivov odkupov¹ podjetij na gospodarstva evropskih držav (Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2001, str. 1). Namen študije je bil ugotoviti glavne motive za odkupe in socialne posledice, ki jih prinašajo odkupi, ter vlogo skladov tveganega kapitala pri teh naložbah. CMBOR je poslal 2.359 vprašalnikov evropskim podjetjem, ki so bila odkupljena med leti 1992 in 1997 in pri odkupu katerih so sodelovali skladi tveganega kapitala. Vrnjenih je bilo 300 vprašalnikov, kar je pomenilo 12,7-odstotno odzivnost.

Kar 84 odstotkov podjetij je odgovorilo, da bi – če ne bi bila odkupljena – propadla oziroma bi rasla precej počasneje. Raziskava je pokazala, da so številna podjetja po izvedbi odkupa spremenila svoje poslovne strategije, ki so prinesle pomembno povečanje prihodkov in dobičkov pred davki. Več kot 60 odstotkov podjetij je zaposlenost povišalo in samo 25,5 odstotkov podjetij jo je znižalo. Celotna zaposlenost v proučevanih podjetjih pa se je v povprečju povečala za neverjetnih 47 odstotkov. V raziskavi so med različnimi vrstami odkupov močno prevladovali managerski odkupi od znotraj (72 odstotkov), druge transakcije pa so bile dokaj enakomerno razporejene med managerske odkupe od zunaj (MBI) in druge odkupe.

Slika 4: Razporeditev vrst odkupov podjetij



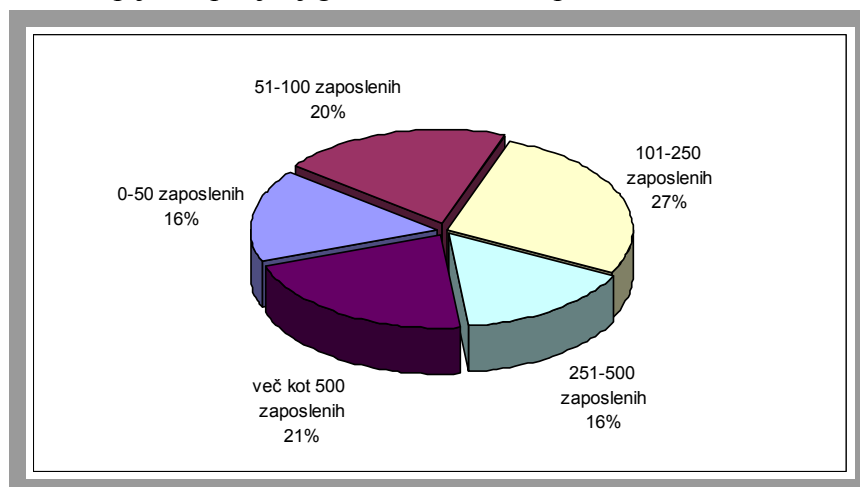
Vir: Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2001, str. 8.

Odkupe so izvajali v vseh gospodarskih panogah, tudi v visoko tehnoloških, vendar pa je bila večina odkupov izvedena v proizvodnih, storitvenih in trgovskih podjetjih. Tudi glede velikosti odkupljenih podjetij in glede števila zaposlenih so bili odkupi dokaj enakomerno

¹ Pod odkup razumemo vse vrste odkupov podjetij, tako management buy-outs (MBO), management buy-ins (MBI) kot tudi druge vrste odkupov, kot so investor-led buyouts (IBO), management-employee buy-outs (MEBO) in drugi.

porazdeljeni (glej Sliko 5). Največ odkupov pa je bilo v podjetjih s številom zaposlenih med 101 in 250, in sicer 27 odstotkov.

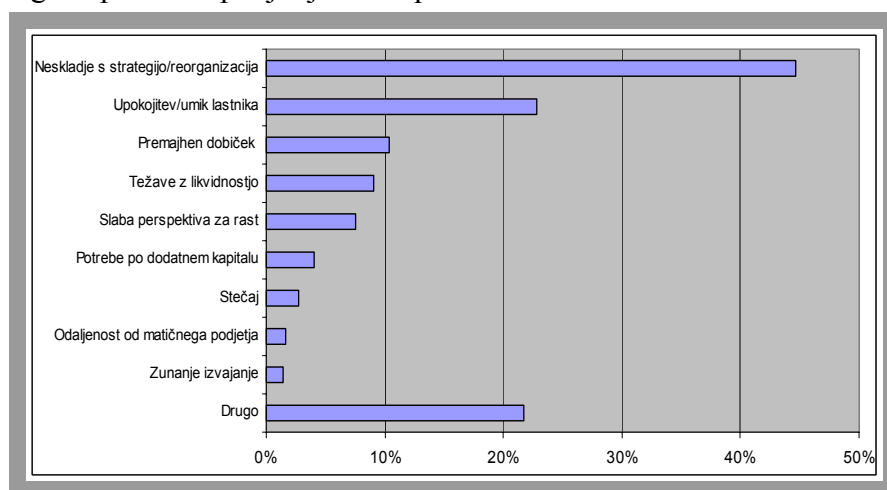
Slika 5: Analiza odkupljenih podjetij glede na število zaposlenih



Vir: Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2001, str. 7.

Skoraj 45 odstotkov lastnikov je kot glavni razlog za prodajo navedlo neskladje s strategijo matičnega podjetja (glej Sliko 6). Malo več kot četrtina odkupov se je zgodila zaradi umika ustanovitelja oziroma upokojitve edinega lastnika. 10,4 odstotka podjetij je bilo odprodanih zaradi premajhnega dobička, likvidnostne težave je imelo 9,1 odstotka podjetij, delež podjetij, ki so potrebovala dodaten kapital, pa je bil štiriodstoten.

Slika 6: Razlogi za ponudbo podjetij v odkup



Vir: Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2001, str. 8.

2 MOTIVI UDELEŽENCEV PRI MANAGERSKIH ODKUPIH PODJETJA

2.1 UDELEŽENCI MANAGERSKIH ODKUPOV PODJETJA

Preden se seznanimo z motivi prodajalcev in kupcev pri managerskih odkupih podjetij, si pogledjmo, kdo je lahko udeleženec v tem poslu (Srakar, 2002, str. 7):

1. *prodajalec*, ki je lastnik podjetja;
2. *ciljno podjetje*, ki je tarča prevzema oziroma katerega delnice so predmet odkupa;
3. *ново podjetje in management podjetja*; ustanovijo ga managerji z namenom nakupa ciljnega podjetja;
4. *vlagatelji – skladi tveganega kapitala*, ki z nakupom delnic novega podjetja financirajo managerski odkup v ciljnem podjetju;
5. *banke, zavarovalnice oziroma druge finančne ustanove*, ki so pripravljene posojati denar za financiranje tovrstnega odkupa.

2.2 MOTIVI PRODAJALCEV

Odločitev o prodaji podjetja ali samo dela podjetja je ena izmed pomembnejših strateških odločitev. Nobena podružnica ni popolnoma samostojna, zato takšno dejanje povzroči spremembe tako v podružnici kot tudi v matičnem podjetju. Od samih pogajanj je odvisno, kako zadovoljna bosta managementa na obeh straneh. Poznamo tri stopnje zadovoljstva ob sklenjenem poslu, to je odvisno od motiva prodajalca (Birley, 1984, str. 34).

Pri prvi stopnji je *zadovoljstvo majhno*, saj je prodajalec navadno prisiljen prodati podjetje oziroma njegovo podružnico. Prodajalec je lahko matično podjetje, ki ga banka prisili v prodajo zaradi poplačila njenih posojil. Lahko gre za prodajo družinskega podjetja ob smrti ustanovitelja (Milivojevič, 2002, str. 10) ali pa za prodajo s strani stečajnega upravitelja zaradi poplačila terjatev (Houlden, 1990, str. 74). Na prvi pogled takšno podjetje nima veliko možnosti za uspeh, saj naj bi novo podjetje vodil isti management. Vendar pa obstaja možnost, da management pred stečajem ni imel ne avtoritete ne dovolj svobode za uspešno vodenje podjetja (Weir, 1996, str. 23). Tu je glavni motiv prodajalca doseči čim višjo ceno.

Pri drugi stopnji gre za *srednje zadovoljstvo*. Navadno je prodaja posledica spremenjene strategije matičnega podjetja, v katero podružnica ne sodi več. Podjetje se odloči, da bo povečalo fleksibilnost in znižalo fiksne stroške, zato določene dejavnosti izloči iz matičnega podjetja. Zaradi manjših potreb po denarju prodajalca bolj zanimajo prihodnji odnosi kot pa sama dosežena cena (Birley, 1984, str. 34).

Pri tretji stopnji je *zadovoljstvo veliko*. Navadno gre za prodajo majhne, nepomembne podružnice, ki je prodana na željo matičnega podjetja oziroma managementa. Ponavadi gre za podružnico, ki posluje z izgubo in ji preti, da jo matično podjetje zapre. Mnogi avtorji takšen proces imenujejo tudi dezinvestiranje (Houlden, 1990, str. 74; Weir, 1996, str. 24). Dezinvestiranje je ponavadi pozitivno sprejeto, saj se tako matično podjetje reši nepotrebnega bremena. Lahko pa je odprodaja posledica potrebe matičnega podjetja oziroma lastnikov po dodatnih finančnih sredstvih (Baruch, Gebbie, 1998, str. 424).

Včasih pa so managerski odkupi podjetij zgolj posledica privatizacije določenih sektorjev gospodarstva (Milivojevič, 2002, str. 11), kot je bilo to v Veliki Britaniji v času laburistične ministrske predsednice Margaret Thatcher¹ (Weir, 1996, str. 24; Baruch, Gebbie, 1998, str. 424).

2.2.1 Vir ponudnikov podjetij za managerske odkupe

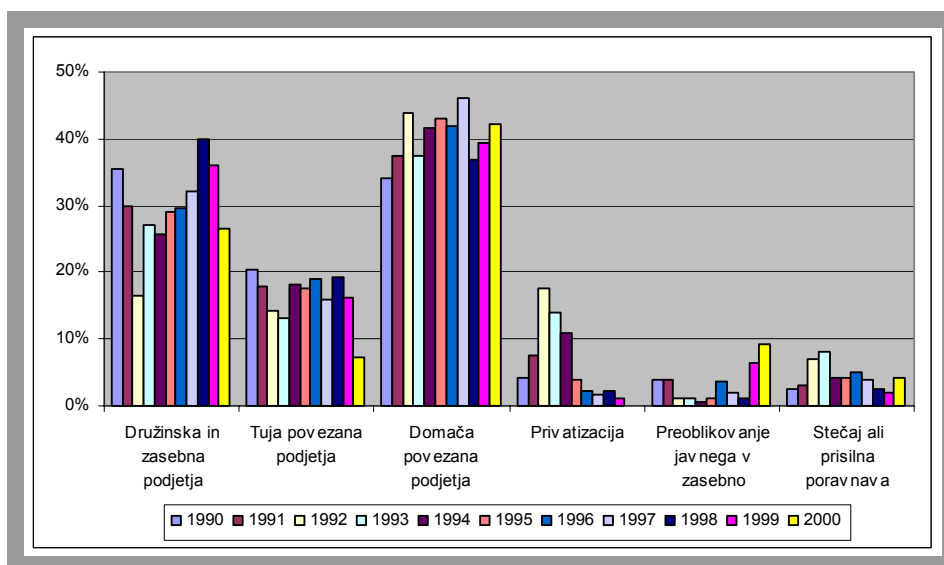
Weir (1996) je v svoji raziskavi, ki je zajemala britanske MBO v obdobju od 1989 do 1992, ugotovil, da so najpogostejši vir podjetij za MBO-dezinvesticije matičnih podjetij. Takšnih podjetij je bilo 87 odstotkov, delež podjetij, odkupljenih v stečaju, je bil osem odstotek, delež podjetij, prodanih ob upokojitvi oziroma umiku lastnika, pa pet odstotek. Visok delež MBO, ki je posledica dezinvestiranja, je mogoče pojasniti z dejstvom, da so se mnoga podjetja v tistem času vračala k svojim osnovnim dejavnostim (*core business*), saj se je prav v tistem času ekonomija približevala recesiji (Weir, 1996, str. 26).

V svoji raziskavi pa sta tudi Wright in Robbie (1996) dobila podobne rezultate. Odkup po stečaju je v obdobju recesije v začetku 90. let prejšnjega stoletja dosegel petino vseh managerskih odkupov. Navadno je šlo za odkupe profitabilnih podružnic, katerih matična podjetja so zašla v težave. Odkupov družinskih podjetij je bilo za dve petini. Največji delež odkupov pa je bila posledica dezinvestiranja velikih podjetij in njihovega prestrukturiranja (Wright, Robbie, 1996, str. 694).

Na Sliki 7 lahko vidimo vire ponudnikov podjetij za managerske odkupe, ki sta jih v svoji raziskavi ugotovila svetovalna hiša Deloitte & Touche in britanski Center za raziskave managerskih odkupov (CMBOR). Najvišji delež so imeli odkupi poslovnih enot od domačih podjetij, sledila so podjetja, pri katerih je šlo za umik ustanoviteljev oziroma prvotnih lastnikov. Tem so sledila preoblikovanja javnih podjetij v zasebna, odkupi poslovnih enot od tujih podjetij in stečaji ter prisilne poravnave (CMBOR, Quarterly Review, 2000, str. 18; A Practical Guide to MBOs: Deloitte & Touche Corporate Finance, 2003, str. 8).

¹ Margaret Thatcher je bila prva ženska ministrska predsednica Velike Britanije. Vlado je vodila v letih od 1979 do 1990.

Slika 7: Vir ponudnikov podjetij za managerske odkupe



Vir: CMBOR, Quarterly Review, 2000, str. 18; A Practical Guide to MBOs: Deloitte & Touche Corporate Finance, 2003, str. 8.

2.3 MOTIVI KUPCEV

Najlažje je zaključiti tiste posle, pri katerih obstaja obojestranski interes za prodajo. Obstajajo tri stopnje odnosov managementa do odkupa podjetja. Pogosto so določene s številnimi osebnimi vprašanji vpletenih, ki ustvarjajo tako imenovane ovire za poskus (*barriers to attempt*) (Birley, 1984, str. 35). *Odnos* do matičnega podjetja je *negativen* v podjetjih, kjer imajo hčerinska podjetja oziroma odvisna podjetja manjši pomen in so zato pogosto prezrta. Management podružnice ne vidi prihodnosti ne zase ne za podružnico. Izhod iz takšne situacije vidi v iskanju službe drugje, v ustanovitvi lastnega podjetja, ki bi konkuriralo obstoječemu, ali pa v odkupu podružnice. *Odnos* je *nevtralen*, če je odločitev za prodajo podružnice že sprejeta. Obstaja zgolj še vprašanje komu. V primeru samostojnosti bi bila podružnica veliko bolj konkurenčna. V podjetjih, kjer je *odnos pozitiven*, je management podružnice v zelo dobrih odnosih z matičnim podjetjem, kljub temu pa verjame, da bi v primeru samostojnosti lahko posloval še bolje.

Obstajajo pa tudi drugi bolj osebni motivi managementa za odkup podjetja. Odkup jim daje možnost hitre obogatitve, zato managerji vlagajo v vodenje svojih podjetij več dela in odgovornosti. Do hitre obogatitve pride, zlasti v državah z razvitim trgom kapitala, z izvedbo prve javne ponudbe delnic¹ (*initial public offering – IPO*) (Alkhafaji, 1991, str. 61). Odkup jim daje več svobode pri odločanju, managerji imajo občutek, da lahko sami odločajo o svoji usodi. Managerji pogosto vložijo v odkup velik del svojega osebnega premoženja, dodatno svoja posojila, namenjena odkupu, zavarujejo s svojim osebnim premoženjem. Zato so zelo

¹ Za prevod glej Mramor, 1999, str. 102.

zainteresirani za uspeh podjetja, saj lahko neuspeh pomeni ne samo materialni ampak pogosto tudi profesionalni bankrot managerjev samih (Kavčič, 1994, str. 24).

Kot lastniki si lahko sami povečajo plače, rešijo se omejitev, ki jih postavlja matično podjetje, povečajo lahko diverzifikacijo svoje proizvodnje, zavarujejo si svoje položaje v podjetju in podobno (Houlden, 1990, str. 74). Management podružnice ima več informacij o vrednosti podjetja, zato verjame, da se bo v prihodnosti vrednost podjetja še povečevala (Frankfurter, Kosedag, 1996, str. 198). Prihaja do tako imenovanega problema *asimetrije informacij*.¹ Podjetje lahko odproda določena sredstva, ki niso nujno potrebna za poslovanje podružnice. Obstaja pa tudi možnost zmanjšanja davčnih obveznosti do države zaradi tako imenovanega davčnega štita (*tax-shield*), saj ima po nakupu novo podjetje večji delež dolga v primerjavi s podjetjem pred MBO (Piatkovski, 2001, str. 6).

Dodaten motiv za odkup podjetja je lahko tudi nevarnost sovražnega prevzema (*hostile takeover bid*). Tako sta Lehn in Poulsen (1989) ugotovila, da je bilo v obdobju od 1980 do 1983 več kot 30 odstotkov odkupov neposredna posledica predhodno dane sovražne ponudbe za prevzem oziroma špekulacij o prevzemu. V obdobju od 1984 do 1987 pa je bila ta številka še nekoliko višja, in sicer 49,7 odstotka (Lehn, Poulsen, 1989, str. 775). Preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto in umaknitev z borze (*going private*) lahko podjetju močno zniža nekatere stroške. Odprte delniške družbe morajo v skladu s pravili borze in z zakonodajo natančno obveščati delničarje o svojem poslovanju, kar močno povečuje stroške poslovanja, predvsem pa omogoča, da konkurenti z lahkoto pridobijo dragocene informacije. Objavljanje četrtnih in letnih poročil o ustvarjenem dobičku pa ustvarja konflikt med kratkoročnim ustvarjanjem pričakovanega dobička in potrebo po dolgoročni rasti. Vendar lahko to deluje tudi pozitivno na podjetje, saj je za doseganje dolgoročne konkurenčnosti prisiljeno vlagati presežne denarne tokove v razvoj (Milivojevič, 2002, str. 10).

V podjetjih, kjer vodilni management že ima zajeten delež delnic podjetja, je lahko njihov motiv za managerski odkup podjetja tudi diverzifikacija njihovega premoženja. S prodajo dela svojih delnic ostalemu managementu in z izvedbo managerskega odkupa z zadolžitvijo se lahko celo poveča njihov delež v podjetju. S tem pa zadržijo svoje položaje in bonitete v podjetju, ki so jih imeli tudi že prej (Elitzur et al, 1998, str. 347).

Podobne motive za odkup podjetja so imeli tudi managerji v vzhodnoevropskih državah v času privatizacij oziroma odprave družbene lastnine.² Vendar so bili različni motivi različno močno izraženi. Najpomembnejši motiv je bil obdržati službo. S spremembo ekonomskega sistema je prišla tudi visoka stopnja brezposelnosti, ki je v nekdanjem sistemu niso bili vajeni, kar je še dodatno okrepilo strah pred brezposelnostjo. Naslednji motiv je bil zagotoviti delo za

¹ Glej poglavje 5.2.1, str. 65.

² Po mnenju prof. Ribnikarja v Sloveniji ni šlo za privatizacijo podjetij, saj ta niso bila v državni lasti. Podjetja v Sloveniji so bila družbena lastnina, kar pomeni, da niso bila v lasti nikogar posebej, ampak od vseh na splošno.

druge zaposlene. Izhodišče za takšno dejanje gre iskati v osnovah prejšnjega sistema, ki je temeljil na socialni odgovornosti do zaposlenih. Težava je nastala, ko so imela takšna podjetja glede na obseg dela kljub prestrukturiranju še vedno preveč zaposlenih. Kljub mnogim letom življenja v sistemu, ki je omejeval podjetniško svobodo, so si mnogi managerji še vedno želeli voditi lastno podjetje (Friedrich et al, 1995, str. 10).

Novi lastniki pogosto govorijo o zadovoljstvu, ki ga imajo pri samostojnem vodenju podjetja, poleg tega se iz managerjev prelevijo v podjetnike,¹ kar jim daje še neko dodatno izpopolnitev. Osborne (1995) je identificiral pet potrebnih strategij za uspešen podjetniški začetek (Osborne, 1995, str. 6):

1. identificiranje neizpoljenih potreb,
2. razvoj novih proizvodov, ki jih trg potrebuje,
3. pripravljeno trženje in finančni načrt,
4. uskladitev tveganj in nagrad,
5. finančna sredstva za uspešen začetek.

Čeprav je v naštetih alineah poudarek na »start-up« podjetjih, enako velja za MBO podjetja. Podjetje sicer že deluje, gre pa za nov začetek, kjer je treba na novo urediti odnose med novimi lastniki in zaposlenimi ter določiti smernice za nadaljnje poslovanje.

2.4 KONFLIKT INTERESOV

Pri managerskih odkupih so managerji srečujejo z morebitnimi konflikti interesov med lastnimi interesi in interesi lastnikov. Managerji, kot predstavniki lastnikov, so odgovorni za vodenje podjetja na način, ki maksimira vrednost lastniških deležev in lastnikom zagotavlja največji možen donos. Vendar pa managerji s ponudbo za odkup podjetja postavijo sebe v popolnoma drugačen položaj. Zdaj je njihov motiv doseči najnižjo možno ceno zase in s tem manjšo korist za lastnike (Gaughan, 2002, str. 317). Prav konflikt interesov pa je tudi razlog, da lastniki pogosto dvomijo o ceni, ki jo ponudijo managerji (De Angelo, DeAngelo, 1987, str. 47). Managerji lahko celo priredijo podatke o poslovanju v veri, da bodo tako dosegli nižjo ceno v primerjavi s ceno, ki bi jo lahko dosegli s prodajo neodvisnemu kupcu (Madden, Marples, Lal, 1990, str. 352).

Od dosežene nižje prodajne cene imajo lahko managerji dvojno korist. Po eni strani nižja cena pomeni nižje stroške nakupa oziroma nižje stroške najetih posojil, po drugi strani pa nižja

¹ Pojem podjetnika se je prvič pojavil že leta 1697, ko Daniel Defoe s pojmom »projector« označuje posameznika s podobnimi lastnostmi in vlogami, kot je Schumpetrov »ustvarjalni podjetnik«. Prvi, ki ga zares vpelje v ekonomsko teorijo, pa je bil Jean Baptiste Say. Zanj je podjetnik usklajevalec proizvodnega procesa (Kocjančič, 2003, str. 2).

cena pomeni manj dolga za podjetje in s tem večjo možnost za preživetje kupljenega podjetja (Lee et al., 1992, str. 59; Wright, Coyne, Robbie, 1987, str. 38).

Obstaja nekaj možnih rešitev tega problema. Lahko se uvede tako imenovano *nevtralizirano glasovanje* (*neutralized voting*), kjer se glasovi ponudnikov za odkup, v kolikor so že lastniki podjetja, ne upoštevajo pri odločitvi za prodajo. Vendar kljub izbiri nevtraliziranega glasovanja obstaja možnost, da so določeni člani nadzornih svetov v zelo dobrih odnosih s ponudniki MBO in zato glasujejo v njihovo korist. Prav tako je lahko zavajajoče mnenje finančnih svetovalcev in investicijskih bank, ki veliko poslujejo z managementom oziroma lahko imajo pri poslu finančni interes (Gaughan, 2002, str. 317).

Pogosto se podjetje odloči za ustanovitev posebne komisije, sestavljene iz nižjih 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). Prav tako je naloga komisije, da omogoči vsem interesentom za nakup podjetja enak dostop do vseh relevantnih informacij (Lee et al., 1992, str. 60).

Na dražbo so poleg zainteresiranega managementa povabljeni tudi zunanji interesenti za nakup podjetja. Prav dražba je najboljša zaščita za male lastnike, saj se prav ti le malokrat odločijo za iskanje pravice na sodišču. V primeru konkurenčne zunanje ponudbe nadzorni svet ne sme dajati prednost ponudbi managementa, saj je bilo to že v zgodovini mnogokrat povod za tožbe (Lowenstein, 1986, str. 156).

2.4.1 Pravilo 13e-3, ki ga uporabljajo v ZDA

V Združenih državah Amerike je v 80. letih prejšnjega stoletja obstajalo prepričanje, da so managerski odkupi podjetji, zaradi posledičnega umika podjetij z organiziranega trga vrednostnih papirjev in zaradi konfliktov interesov, vedno izpeljani na škodo manjšinskih delničarjev. Zato so se celo v ZDA pojavljale radikalne zahteve po omejitvah in celo prepovedih managerskih odkupov (DeAngelo, DeAngelo, Rice, 1984, str. 368).

Prav zaradi teh zahtev je Securities Exchange Commission (SEC) leta 1979 sprejela pravilo 13e-3, ki zahteva obsežno razkritje namenov »going-private«¹ transakcije (DeAngelo, DeAngelo, 1987, str. 47). Informacije, ki jih morajo managerji javno predstaviti, morajo vsebovati naslednje (Gaughan, 2002, str. 319):

1. razkritje vseh možnih zunanjih ponudb v zadnjih 18 mesecih,
2. natančno razložitev poštenosti celotne transakcije,

¹ Skoraj vsa podjetja, ki so izvedla managerski odkup, so se po opravljeni transakciji umaknila z organiziranega trga vrednostnih papirjev.

3. zunanja, neodvisna mnenja o poštenosti transakcije,
4. alternative MBO, ki so bile proučevane,
5. razkritje položajev zunanjih direktorjev.

Pravilo 13e-3 vsebuje koristne informacije, ki jih morajo delničarji upoštevati pri odločanju o »going private«. Kljub nedvoumni koristnosti danega pravila pa pravilo ne preprečuje vseh možnosti managerjev za izigranje malih delničarjev.

2.4.2 Vloga nadzornega sveta pri managerskem odkupu

Čeprav igrajo pravni sistem in nadzorne ustanove države pomembno vlogo pri varovanju interesov lastnikov, imajo prav neodvisni člani nadzornega sveta podjetja glavno vlogo pri zagovarjanju interesov lastnikov. Tako je bilo ugotovljeno, da je – če gre za odkup celotnega podjetja – donos lastnikov neprimerno večji, ko v nadzornem svetu številčno prevladujejo neodvisni zunanji člani. Če gre zgolj za delni odkup podjetja oziroma za odkup podružnice, kjer se vrhni management pogaja z managementom podružnice, pa prednost neodvisnega nadzornega sveta nima več tako velikega pomena (Lee et al., 1992, str. 59).

2.4.3 Vloga finančnih svetovalcev pri managerskih odkupih

Finančni svetovalci bi morali biti vključeni v posel od njegovega začetka do konca, ko je odkup zaključen tudi s pravnega vidika. Za nakup podjetja so potrebna povsem druga znanja, kot so potrebna za vodenje podjetja. Prav neodvisni svetovalci so lahko v veliko pomoč managementu pri pogajanju o ceni in pri drugih pomembnih zadevah (določitvi najprimernejše davčne strukture odkupa, prenosu pokojninskih pravic na nove lastnike in drugem). Njihova naloga je, da presodijo, ali je odkup sploh mogoč (Pearson, 1990, str. 61). Poleg tega poskrbijo, da je ponudba managementa primerna in tako ni razlogov za izpodbijanje managerskega odkupa na sodišču (Coyne, 1987, str. 46). Navzočnost finančnih svetovalcev pomaga pri zmanjševanju konflikta interesov, s katerim se sooča management (Gaughan, 2002, str. 317). Če svetovalci presodijo, da je ponudba managementa neprimerna, jo lahko popravijo, še preden jo predstavijo lastnikom. Tako sta DeAngelo, DeAngelo (1987) v svoji raziskavi ugotovila, da je management v kar 40,6 odstotka proučevanih primerih popravil svojo ponudbo navzgor, da bi se na takšen način ognil sodbam delničarjev (DeAngelo, DeAngelo, 1987, str. 48).

Svetovalci nastopajo pri pogajanjih tudi kot blažilec med managementom, prodajalci in finančnimi ustanovami. Njihova vloga pri pogajanjih je zelo pomembna, saj je prav od pogajanj odvisna uspešna sklenitev MBO posla. Občutljivost pogajanj za zmeraj spremeni odnose med lastniki in managementom, pa čeprav obstaja velik obojestranski interes za sklenitev posla (Coyne, 1987, str. 47). V procesu pogajanj je za management

najpomembnejše, da pri lastnikih ne izgubi ugleda. Če se posel ne sklene, je pogosto najprimerneje kriviti prav svetovalce za neuspeh pogajanj. Prav to dostikrat pomaga, da management in lastniki kljub propadlim pogajanjem ohranijo korektne odnose. Pri pogajanjih je pomembno, da potekajo v nevtralnih okoliščinah, najbolje v prostorih svetovalcev, saj se le tako nobena stran ne počuti zapostavljena. Prav tako je naloga svetovalcev, da razbremenijo management, saj je nemogoče od samega managementa pričakovati, da bo vodil pogajanja, obenem pa skrbel tudi za tekoče posle podjetja.

Naloga finančnih svetovalcev je tudi organiziranje kar se da ugodnega paketa financiranja za izvedbo MBO posla. Finančne ustanove sodelujejo pri transakciji z namenom zaslužiti čim večji donos, tako so svetovalci tisti, ki so plačani, da skrbijo za interese managementa. Prav zato je izjemnega pomena, da management izbere izkušene finančne svetovalce, ki so že sodelovali pri takšnih poslih in ki imajo odlične mednarodne veze. To je še posebno pomembno pri organiziranju finančnega paketa za financiranje odkupa (Coyne, 1987, str. 47). Lahko pa finančne svetovalce najamejo tudi lastniki, da ovrednotijo in podajo svoje neodvisno mnenje o primernosti ponudbe, ki jo da management.

Pri večini odkupov stroške odkupa krije novo odkupljeno podjetje. Zato je pomembno, da so pogoji plačila uslug finančnih svetovalcev pisno določeni že na začetku sodelovanja svetovalcev in managementa. Slednji morajo poskrbeti, da niso osebno odgovorni za plačilo honorarja, če ne pride do izvedbe odkupa. Ponavadi je dogovor takšen, da dobijo svetovalci plačilo zgolj ob uspešni izvedbi managerskega odkupa. Stroški vključujejo plačilo stroškov finančnih in pravnih svetovalcev na strani managementa kot tudi honorar pravnih svetovalcev in strokovnjakov za skrbni pregled (*due diligence*) na strani novih vlagateljev.

Če povzamemo, so glavne naloge finančnih svetovalcev pri managerskih odkupih naslednje (Practical Guide: Management Buy-outs for Managers, Tenon Corporate Finance, 2003, str. 12; A Practical Guide to Management Buyouts, NIB Capital Bank, 2003, str. 33):

1. svetovanje pri pripravi in vsebini poslovnega načrta,
2. izbira treh ali štirih možnih vlagateljev, ki bi bili pripravljene vlagati v podjetje,
3. iskanje primernih ponudnikov posojil glede na naravo in velikost transakcije,
4. v pogajanjih z lastniki določiti čas ekskluzivnega pogajanja in odškodnino v primeru razdrta dogovora,
5. izpogajanje najboljše možne ponudbe za management s strani vlagateljev,
6. sodelovanje z vlagatelji pri pogajanju z lastniki o ceni in drugih pogojih odkupa,
7. svetovanje managementu pri najetju pravnih svetovalcev, specializiranih za takšno vrsto odkupov,
8. ugotavljanje izvedljivosti odkupa in kredibilnosti managerske ponudbe,
9. preprečevanje oziroma izogibanje konfliktom interesov.

2.4.4 Vloga specialistov za odkupe

Treba je razlikovati med finančnimi svetovalci in specialisti za odkupe. Slednji vlagajo lastna sredstva oziroma sredstva svojih vlagateljev v odkup podjetja in s tem postanejo delni lastniki podjetja. Vendar pa se v dnevne dejavnosti managementa ne vmešavajo (Piatkowski, 2001, str. 9). Naloga specialistov je izbira prave tarče, zbiranje kapitala in nadzor sprememb v podjetju, ki bodo znižale stroške in s tem omogočile odplačilo dolga. Sredstva za naložbe pridobijo od pokojninskih skladov, zavarovalnic in bogatih posameznikov (Easterwood, Seth, Singer, 1989, str. 36). Podobno kot drugi skladi tudi skladi specialistov za odkupe omogočajo razpršitev (diverzifikacijo) premoženja in s tem zmanjšanje tveganja za vlagatelje (Gaughan, 2002, str. 308). Vendar pa se naloge finančnih svetovalcev in specialistov za odkupe pogosto prepletajo. Tako je tudi v interesu slednjih, 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 managementu 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 poslovanja podjetja ter zagotavljanje, da management sledi strategiji podjetja, ki je v interesu lastnikov (DeAngelo, DeAngelo, 1987, str. 43).

Tabela 1: Največji svetovni specialisti za odkupe podjetij v letu 1997 (v milijardah USD)

LBO sklad	Velikost sklada
Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR)	5,8
Blackstone Group	3,8
Thomas H. Lee Company	3,5
Hicks, Muse, Tate and Furst	3,5
Forstmann	3,2
Texas Pacific Group	2,5
Skupaj	22,3

Vir: Schiffrin, 1998, str. 131.

Cotter in Peck (2001) sta analizirala 64 podjetij, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo. V svoji analizi sta dokazala, da ima podjetje v primeru večinskega lastniškega deleža s strani specialistov za odkupe manj kratkoročnega in dolgoročnega (senior) dolga, zato je manj izpostavljeno tveganju finančne stiske. V teh primerih specialisti izvajajo aktiven nadzor nad managementom in poslovanjem podjetja. Iz tega lahko sklepamo, da je aktivna vloga specialistov pri nadzoru lahko učinkovita zamenjava za dolg pri nadzoru in motiviranju managerjev. Aktivni specialisti za odkupe torej učinkovito nadomeščajo dolg pri nadziranju managementa, obenem pa znižujejo stroške agentov in stroške finančne stiske (Cotter, Peck, 2001, str. 145).

Kot predstavniki največjih lastnikov imajo specialisti za odkupe velik interes za povečanje vrednosti podjetja. Vendar 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. Tako specialisti za odkup znižujejo stroške velike zadolženosti, saj so učinkovit nadzor tako za lastnike kapitala kot tudi za lastnike dolga. Prav tako imajo specialisti za odkupe pomembno vlogo pri nadzoru managementa zelo uspešnih podjetij. Takšna podjetja so velik del premoženja managerjev, zato postanejo manj naklonjeni tveganju. Posledično postane podjetje manj diverzificirano, saj managerji skrbijo bolj za ohranjanje vrednosti podjetja kot pa za njeno povečevanje (Hoskisson, 2001, str. 255).

2.5 ODNOSI MED UDELEŽENCI MANAGERSKIH ODKUPOV PO IZVEDENEM ODKUPU

Po izvedenem managerskem odkupu podjetja ostanejo na prizorišču še trije subjekti, ki imajo različne interese. Managerji želijo uspešno upravljati podjetje in tako doseči, kar se da velik donos. Za managerski odkup se odločijo, ker lahko tako zaslužijo precej več denarja, kot če bi bili zgolj managerji. Skladi tveganega kapitala želijo doseči čim večji donos na vložena sredstva v čim krajšem času, v poslovanje podjetja pa se ne vmešavajo. Banke so v poslu na dolgi rok, zato jih zanima predvsem varnost njihovih naložb. Imajo pa tudi drugačne želje v zvezi s podjetjem v primerjavi z novimi lastniki (managerji) in drugimi vlagatelji (skladi tveganega kapitala). Njihova želja je stabilno poslovanje podjetja s čim manj vlaganja v tvegane posle in redno izpolnjevanje finančnih obveznosti.

Čas po managerskem odkupu lahko razdelimo na tri obdobja, ki opisujejo razmerja med udeleženci. Prvo obdobje imenujemo obdobje optimizma (*spirit of optimism*). Udeleženci imajo visoka pričakovanja, nič se jim ne zdi nemogoče (glej Sliko 8), delujejo homogeno in si zelo pomagajo med seboj. Ta faza še najbolj spominja na tisto, ki so si jo zamislili sami udeleženci. Mnogi to obdobje imenujejo tudi »medeni tedni«. Uspešen začetek pa ne traja dolgo, če managerji vodijo podjetje še naprej tako kot v obdobju pod okriljem matičnega podjetja (Angwin, Contardo, 1999, str. 499).

Slika 8: Pričakovanja udeležencev MBO posla glede na različna obdobja

OBDOBJE OPTIMIZMA	OBDOBJE INDIFERENTNOSTI	OBDOBJE NEZAUPANJA
Management »Obogateli bomo« • 200 % trud	Management »Obogateli ne bomo ravno takoj«	Management »Preživeti moramo«
Tvegani kapital • Hitri izstop • Visoki donos	Tvegani kapital • Začetek malodušja	Tvegani kapital »Pojdimo ven«
Banke • Dolgotrajno sodelovanje	Banke • Nadzor	Banke • Intenzivna skrb • Financiranje plač

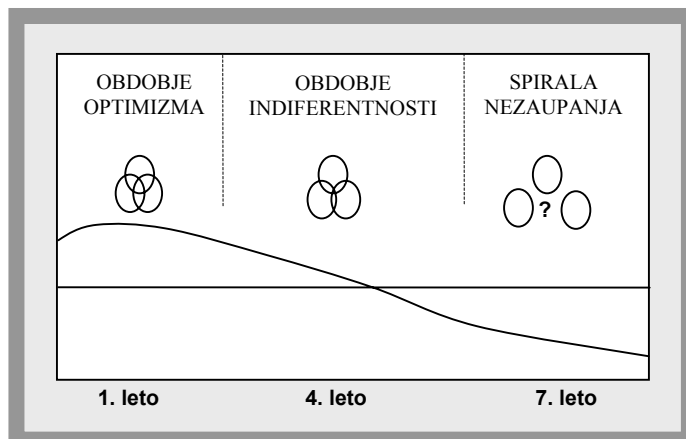
Vir: Angwin, Contardo, 1999, str. 500.

Če ni nikakršnih sprememb v načinu vodenja, se podjetje lahko znajde v obdobju indiferentnosti (*zone of indifference*). Pojavljati se začnejo prvi znaki nezadovoljstva med udeleženci, saj odkup ne izpolnjuje njihovih pričakovanj. Dobri rezultati v začetku so bili lahko zgolj posledica zniževanja stroškov in pa izrabljanja notranjih rezerv. Pojavljajo se prve zahteve po spremembi politike poslovanja. Drug od drugega pričakujejo dejanja za izboljšanje poslovanja. Vlagatelji začnejo tehtati možnosti za izstop.

Če se takšno stanje nadaljuje, nastopi obdobje nezaupanja (*spirit of mistrust*). Poslovanje podjetja se močno poslabša, začne se boj za preživetje. Vezi med udeleženci so že zrahljane, vse več je nesporazumov in nezaupanja med njimi. Delovanje managementa močno omejujejo vlagatelji in banke. Zadrži se samo najbolj perspektivne načrte, druge se opusti. Omejitvene zaveze (*covenants*) so prelomljene, banke se vedno bolj vpletajo v poslovanje podjetja. Njihova glavna skrb je rešitev svojih posojil. Management začne tajiti informacije pred vlagatelji in bankami, zato se banke pogosto vključijo v reševanje podjetja, ko je že prepozno. V tem obdobju je vrnitev v začetno stanje optimizma skoraj nemogoče (Angwin, Contardo, 1999, str. 501).

Slika 9 kaže idealizirano sliko razvoja dogodkov v MBO, ki se ne razvijajo uspešno. Podjetja začnejo zaostajati za industrijskim povprečjem okoli leta štiri. Glavne razloge za zaostajanje je mogoče iskati v prevelikih pričakovanjih managementa in vlagateljev, v izrabi vseh notranjih rezerv, v neprilagodljivosti managementa na spremembe in v pomanjkanju strateških usmeritev. Krogci na sliki predstavljajo odnose med udeleženci in interakcijo med njimi.

Slika 9: Razvoj dogodkov ob neuspešnosti MBO



Vir: Angwin, Contardo, 1999, str. 498.

3 IZVEDBE IN FINANCIRANJE MANAGERSKEGA ODKUPA

3.1 GLAVNE ZNAČILNOSTI PODJETJA, PRIMERNEGA ZA MANAGERSKI ODKUP

Spekter družb, primernih za odkup, je zelo širok, saj morebitna podjetja prihajajo iz vseh industrijskih panog. Najpogosteje je ravno finančna korist glavni motivator za izvedbo odkupa. Dokler naložba prinaša zadovoljive donose, narava posla, s katerim se ukvarja podjetje pri odločitvi za MBO, ne igra velike vloge. Kljub temu dejstvu pa naj bi imelo podjetje, primerno za odkup, naslednje lastnosti (Gaughan, 2002, str. 302):

1. Stabilno in izkušeno managersko ekipo.

Kakovost managerske ekipe je ena izmed najbolj pomembnih elementov uspešnega managerskega odkupa. Stabilnost managementa se pogosto meri s časom, odkar je sedanji management na položaju. Posojilodajalci se počutijo bolj varne, kadar je management na položaju že dalj časa. Podobno gledajo na izkušnje managerjev s prejšnjimi podjetji in kakšne so njihove izkušnje z vzdrževanjem stabilnih denarnih tokov. Če ima management negativne izkušnje iz preteklosti in so imela njihova nekdanja podjetja likvidnostne težave, potem so posojilodajalci veliko bolj previdni pri dodeljevanju posojil. Hkrati morajo managerji tudi osebno vlagati v odkup podjetja, saj le tako lahko posojilodajalce prepričajo o lastni zavzetosti za uspeh MBO (Tenon Corporate Finance, 2003, str. 5). Specialisti za odkupe dajo izkušenosti in sposobnostim managerske ekipe pogosto prednost pred drugimi merili za izbiro naložb (Birley, 1999, str. 114).

2. Stabilne denarne tokove.

V primeru nestabilnih denarnih tokov obstaja velika nevarnost, da podjetje ne bo sposobno odplačevati svojega dolga, s tem pa se poveča verjetnost stečaja. Statistična mera, na primer standardna deviacija, je lahko uporabljena kot merilo stabilnosti denarnih tokov. Čeprav se navadno uporabljajo pretekli denarni tokovi za napovedovanje prihodnjih, takšen način ni najboljši. Razmere na trgu se pogosto spreminjajo, pa tudi samo ekonomsko okolje lahko postane nenaklonjeno podjetju. Podjetja, ki so predmet managerskega odkupa, imajo ponavadi za seboj zelo uspešno preteklost, brez likvidnostnih težav in nihanj v denarnih tokovih (Alkhafaji, 1991, str. 61).

Za stabilne denarne tokove pa je pomembno, da ima podjetje prepoznavne blagovne znamke in močen položaj na trgu, obenem pa ne sme biti občutljivo na ciklična nihanja celotne ekonomije ter ne sme delovati v panogi, podvrženi stalnemu tehnološkemu razvoju (Rappaport, 1990, str. 97). Podjetja morajo biti sposobna doseči konkurenčne prednosti (*competitive advantage*) na trgu, kar lahko dosežejo z nizkimi stroški ali pa z diferenciacijo svojih proizvodov (Easterwood, Seth, Singer, 1989, str. 37). Podjetja z visokimi zahtevami po vlaganjih v razvoj za ohranitev konkurenčnih prednosti niso primerni kandidati za visoko

zadolžitev, s tem pa tudi niso primerna za managerski odkup (Easterwood, Seth, Singer, 1989, str. 37). Prav tako za managerski odkup niso primerna podjetja, ki delujejo v hitro rastočih in zelo profitabilnih panogah, kjer obstaja velika verjetnost novih vstopov v panogo in obstaja majhno število ovir za vstop. Dobavitelji in kupci naj bi imeli čim manj pogajalske moči nasproti podjetju, ki je možna tarča managerskega odkupa (Easterwood, Seth, Singer, 1989, str. 37).

V ZDA se odkupi podjetij najpogosteje dogajajo v zrelih industrijah, kot so živilska, trgovska, tobačna industrija, kjer so nepremičnine učinkovito sredstvo za zaščit posojil (Thompson, Wright, Robbie, 1992, str. 416). Tobačna in živilska industrija sta predstavljal eno tretjino vseh odkupov podjetij med leti 1978 in 1988, v času, ko so odkupi najbolj cveteli (Rappaport, 1990, str. 98).

Nenehne dodatne finančne potrebe visoko tehnoloških podjetij so ovire za odplačevanje posojil, zato ta podjetja niso primerna za izvedbo managerskega odkupa. Navadno imajo kratko zgodovino poslovanja, le malo sredstev, ustreznih za zavarovanje dolga, obenem pa so tudi bolj tvegana od drugih podjetij. Ker njihova cena temelji na prihodnjih priložnostih za rast, je razmerje med ceno in prihodki (*P/E ratio*) zelo visoko, kar še dodatno otežuje odkup. Pri podjetjih, primernih za MBO, je prodajna cena navadno le malo nad knjigovodsko vrednostjo podjetja (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 402).

3. Prostor za zniževanje stroškov.

Posojila, potrebna za financiranje managerskega odkupa, so dodatno breme za podjetje. Takšen pritisk se lahko močno zmanjša, če obstajajo v podjetju skrite rezerve, s katerimi se lahko stroški znižajo. Podjetje lahko zniža stroške na različne načine. Lahko gre za odprodajo sredstev, ki podjetju povzročajo zgolj stroške za poslovanje, pa niso nujno potrebna. Podjetje lahko odredi strog nadzor nad vsemi stroški podjetja, kar se je že mnogokrat izkazalo kot uspešen instrument za zniževanje stroškov. Kljub prepričanju velikega številnih kritikov managerskih odkupov, da se stroški znižajo predvsem zaradi odpuščanja proizvodnih delavcev, sta Lichtenberg in Siegel (1989) v svoji raziskavi dokazala, da pomeni odpuščanje proizvodnih delavcev zgolj minimalni delež vseh odpustov. Pri odpuščanju delavcev, ki je posledica zniževanja stroškov, gre predvsem za administrativne delavce.

4. Lastniški interes managerjev.

Zavarovanje za posojilodajalce so sredstva podjetja in naložbe v kapital podjetja s strani managerjev in zunanjih lastnikov. Večja kot je kapitalska blazina oziroma zaščita posojilodajalcev, bolj varne se slednji počutijo. To hkrati pomeni manjšo verjetnost, da bodo ob prvih težavah zapustili podjetje in likvidirali njegova sredstva. V 80. letih prejšnjega stoletja so bile zahteve posojilodajalcev za zavarovanje odkupa podjetja z zadolžitvijo zaradi takratnih razmer na trgu odkupov podjetij veliko manjše, kot so danes (Gaughan, 2002, str. 303).

5. Čim manj zadolženo podjetje.

Čim manj ima podjetje dolga v svoji bilanci stanja v primerjavi s sredstvi, primernimi za zavarovanje dolga, večja je možnost, da se to podjetje zadolži in tako financira odkup podjetja. Če podjetje že uporablja močan finančni vzvod za svoje financiranje, potem obstaja manj možnosti za financiranje odkupa.

6. V lasti naj bi imelo oddvojljiva sredstva oziroma poslovne enote.

Če podjetje tarča poseduje sredstva oziroma proizvodne enote, ki niso glavna dejavnost podjetja, jih lahko odproda in tako zmanjša zadolženost podjetja. Podjetje lahko celo pridobi posojila ob predpostavki, da bo prodalo določena sredstva oziroma poslovne enote. Težava lahko nastane, kadar ugotovitve o vrednosti sredstev oziroma poslovnih enot temeljijo na nerealnih predpostavkah. V skrajnem primeru lahko nezmožnost odprodaje poslovnih enot po predvideni ceni in v predvidenem času pomeni tudi stečaj podjetja. Odkupe podjetij, ki temeljijo na odprodaji sredstev oziroma poslovnih enot podjetja, imenujemo »*break-up*« odkupi.

Maupin, Bidwell in Ortegren (1984) so analizirali značilnosti podjetij, ki se odločijo za izvedbo MBO, v primerjavi z javnimi podjetji. Ugotovili so razlike pri finančnih in računovodskih kazalcih odkupljenih podjetij v primerjavi z ostalimi. Na osnovi ugotovitev so določili glavne značilnosti, ki pogojujejo uspešnost MBO, te pa so (Maupin, Bidwell, Ortegren, 1984, str. 442):

- Večji kot je delež managerjev in članov nadzornega sveta v lastniški sestavi podjetja, lažje se izvede MBO.
- V primerjavi z industrijskim povprečjem obstaja višji denarni tok glede na vrednost podjetja.
- Denarni tok je visok v primerjavi s sredstvi podjetja.
- Cena delnic podjetja na trgu je znatno nižja v primerjavi s knjižno vrednostjo.
- Podjetje redno izplačuje stabilne, v primerjavi z drugo industrijo pa nadpovprečne dividende.

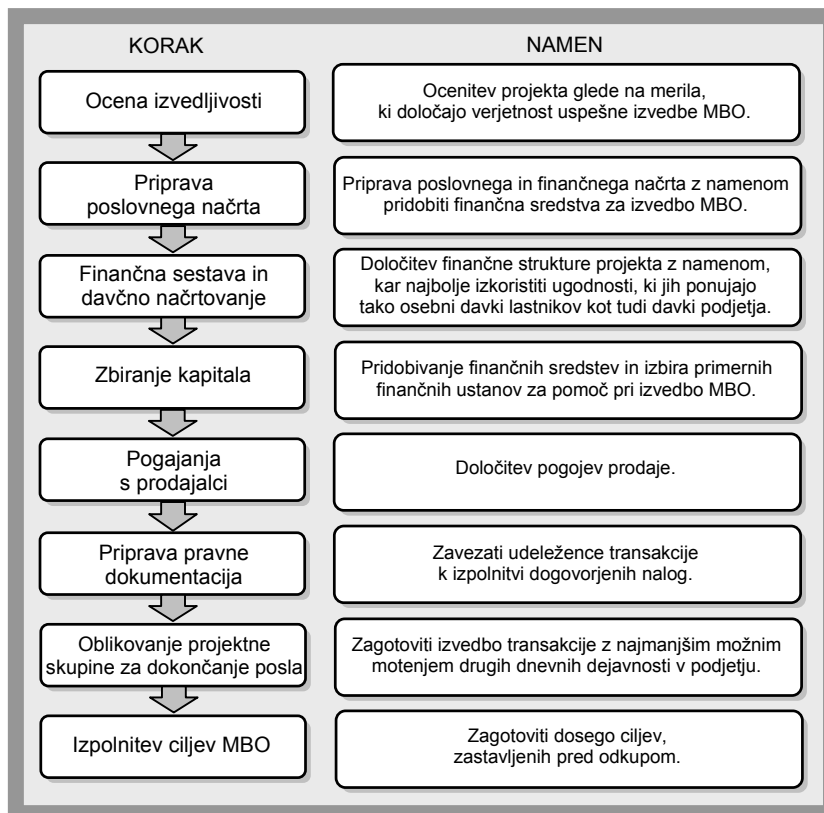
Če torej strnemo dane ugotovitve, lahko rečemo, da je podjetje, primerno za odkup, molzna krava z izkušenim managementom, ki posluje v »nezanimivi« industrijski panogi in je brez dolga oziroma je malo zadolženo.

3.2 GLAVNI KORAKI MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETJA

Izvedba managerskega odkupa je zahteven proces, ki terja veliko časa. V proces niso vključeni samo managerji, prodajalci in svetovalci za odkupe, ampak tudi odvetniki, bankirji, ponudniki tveganega kapitala, specialisti za odkupe, računovodje, revizorji in morda tudi

zaposleni, sindikati, stranke in dobavitelji. Proces je še posebno zahteven za managerje, ki želijo odkupiti podjetje, saj morajo tudi sami sodelovati pri pogajanjih, obenem pa morajo voditi tudi tekoče posle podjetja. Treba se je zavedati, da ne obstaja tipični MBO, prepoznavamo pa posamezne korake, ki so skupni večini managerskih odkupov. Tipične korake pri managerskih odkupih si lahko ogledamo na Sliki 10.

Slika 10: Koraki pri izvedbi managerskega odkupa podjetja



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

MBO je priložnost, ki je le redko načrtovana. Ko pa se pojavi priložnost za odkup, se morajo managerji hitro odločiti, saj je lahko, če se obotavljajo, podjetje prodano drugemu kupcu. Res pa je tudi, da nekateri lastniki nikoli ne bi pomislili na prodajo managementu, če sam management ne bi tega predlagal. Tako lahko zainteresirani managerji močno povečajo svoje možnosti, če sami naredijo prvi korak. Včasih je koristno, če lastnikom predlog za odkup predstavijo izbrani svetovalci za odkupe. Tu pa je potrebna previdnost, saj je glede na naravo odnosa med managementom in lastniki verjetno boljše, da lastnikom idejo o odkupu predstavi sam management. Pri vsakem odkupu je zelo pomembno, da management že v prvem koraku prouči možnosti za izvedbo samega odkupa, koristno pa je tudi, če poiščejo pomoč izkušenih svetovalcev za odkupe.

Poslovni načrt je izredno pomemben dokument, saj ni zgolj pripomoček za zbiranje finančnih sredstev, ampak ga lahko management pri izvedbi odkupa uporabi tudi kot »aide-memoria«.¹ S poslovnim načrtom management določi osnovo za finančno sestavo in lastnikom predstavi svojo finančno ponudbo (Petrič, 2002, str. 8). Gre torej za prodajni dokument, ki kaže na zavzetost managerjev pri odkupu. Predstavljati mora vizijo managerjev, kako bodo vodili podjetje v prihodnosti in ustvarjali vrednost za lastnike. Načrtovanje mora biti realno in kredibilno, pomembno je, da vključuje vse morebitne nevarnosti, s katerimi se podjetje lahko sreča v prihodnosti. Poslovni načrt je tudi merilo, s katerim vlagatelji presojujejo uspešnost managerske ekipe v prihodnosti.

Poslovni načrt za izvedbo managerskega odkupa podjetja mora pripraviti management podjetja. Obvezni deli poslovnega načrta so (Practical Guide: Management Buy-outs for Managers, 2003, str. 10):

- V uvodu morajo biti predstavljene vse glavne točke odkupa in pa potrebe po finančnih sredstvih.
- Natančna predstavitev zgodovine podjetja, osnovni podatki o podjetju, predstavitev izdelkov oziroma storitev, prodajnih trgov, distribucijskih poti, razvojnih načrtov, predstavitev strategije trženja in drugo.
- Analiza trga, položaj podjetja na trgu ter analiza konkurence.
- Natančni podatki o managerski ekipi, o njihovem položaju v podjetju, njihovi izobrazbi, izkušnjah ter podatki o njihovih prejšnjih delovnih mestih.
- Finančni podporniki navadno zahtevajo revidirana poročila za obdobje od treh do petih let.
- Srednjeročne in dolgoročne finančne projekcije – bilanca stanja, izkaz uspeha, izkaz denarnih tokov.
- Managerska ekipa mora podrobno razložiti strateške razloge za predlaganje MBO.

Finančna sestava odkupa se izoblikuje skozi sam proces, vendar mora management skupaj s svojimi svetovalci za odkupe že vnaprej pripraviti okvirni koncept oziroma strukturo financiranja, ki je po njihovem mnenju najprimernejša in najbolj realna. Pomembno je tudi davčno načrtovanje, saj se tako management lahko izogne stroškom, ki jih prinašajo davčne obveznosti pri izvedbi MBO.

Z namenom pridobitve finančnih sredstev za izvedbo odkupa management in njegovi svetovalci izbranim možnim vlagateljem in bankam predstavijo poslovni načrt. Če gre za odkup manjše vrednosti, lahko celotne vire financiranja priskrbi en sam vlagatelj oziroma banka,² če pa gre za večjo transakcijo, se morajo različni vlagatelji združiti oziroma povezati med seboj in pripraviti skupno ponudbo. Vlagatelji in banke, ki pokažejo zanimanje za

¹ Knjiga ali zapiski za pomoč spominu.

² Banke so zaradi prevelikega prevzemanja tveganja le redko same pripravljene financirati odkup.

sodelovanje, v naslednji fazi pripravijo svoje ponudbe in predstavijo pogoje za sodelovanje. Ponavadi obstaja en sam glavni vlagatelj, s katerim management sodeluje še vrsto let po izvedbi odkupa.

Pogajanja o pogojih odkupa potekajo skozi celoten proces, ko pa je izbran glavni vlagatelj, se lahko začnejo pogajanja o ceni. Namen začetne stopnje pogajanj je ugotoviti motive prodajalca, njegova pričakovanja glede cene ter identificirati dejavnike, ki vplivajo na ceno odkupa. Za management je pomembno, da je v tem obdobju dosežen dogovor o času ekskluzivnosti (*period of exclusivity*), v katerem lastniki ne bodo iskali drugega kupca. Pogajanja med lastniki in managerji so ponavadi prežeta s čustvi, obenem pa so managerji v podrejenem položaju, saj lahko neuspešen odkup zanje pomeni tudi izgubo zaposlitve (Pearson, 1990, str. 61). Zato je pametno, da po sklenitvi dogovora o osnovnih pogojih odkupa vodilno vlogo pri pogajanjih prevzame svetovalno podjetje. Kot nevtralni udeleženec laže predstavi problematične teme. Pri pogajanjih pa je pomembno vključiti tudi same specialiste za odkupe, saj prav ti dajejo prodajalcu občutek večje kredibilnosti odkupa. Tako izginejo tudi zadnji dvomi lastnikov, da management ne bo sposoben priskrbeti finančnih sredstev za odkup. Pogoji odkupa so navedeni v tako imenovanih »*Heads of Agreement*«, kjer je tudi zapisano obdobje, v katerem mora biti izveden celoten odkup.

Na prošnjo finančnih podpornikov kupec oziroma management pogosto izda tudi tako imenovano pismo o zavezi (*commitment letter*), s katerim se finančni podporniki zavežejo k financiranju odkupa. Obenem pa jim omogoči dostop do vseh podatkov iz podjetja tarče, na podlagi katerih lahko naredijo analizo tveganja in ovrednotijo sredstva, namenjena zavarovanju dolga (DePamphilis, 2003, str. 570).

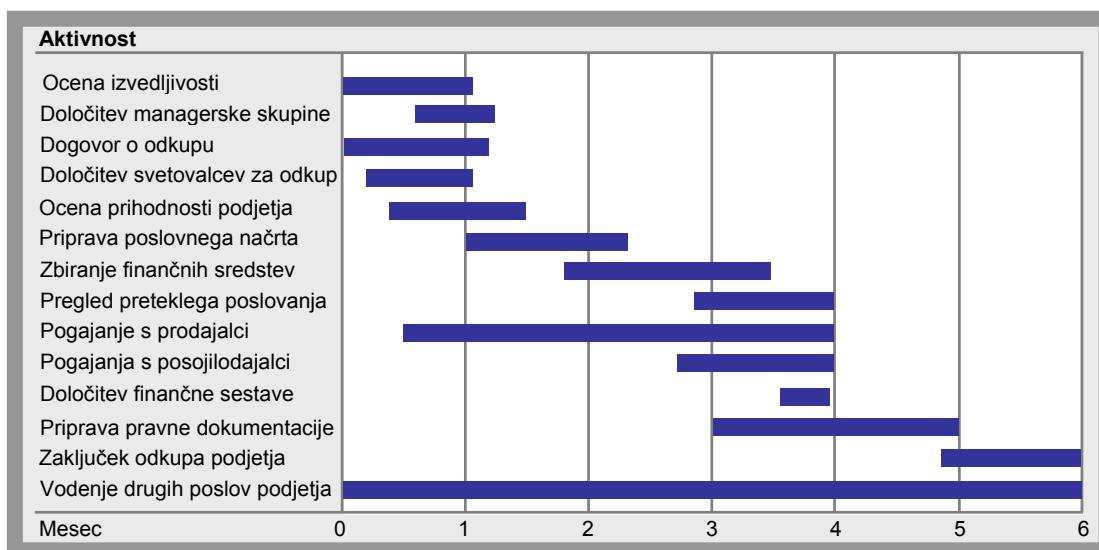
Preden je celotna transakcija zaključena, je treba narediti še skrbni pregled (*due diligence*)¹ in pripraviti pravne dokumente, ki pa so navadno zelo kompleksni in zahtevajo veliko časa (glej Sliko 11). Preden banke in drugi vlagatelji podpišejo pogodbe, zahtevajo skrben pregled poslovanja podjetja. Namen tega pregleda je, da se vlagatelji in banke popolnoma seznanijo s stanjem in zmogljivostmi podjetja ter dobijo resnični vpogled v stanje podjetja. Do te faze financiranje odkupa temelji predvsem na informacijah, ki jih je priskrbel sam management. Pravniki morajo pripraviti pogodbo o nakupu delnic (*share purchase agreement*), delničarske pogodbe, pogodbe o ustanovitvi novega podjetja (podjetja NewCo), delovne pogodbe in drugo. Pogodba o odkupu delnic je narejena na podlagi »*Heads of Agreement*«. Če skrbni pregled odkrije določena neskladja, mora biti omogočeno, da lahko tako prodajalci kot tudi

¹ Skrbni pregled (*due diligence*) lahko vsebuje različne vrste pregledov. Tako skrbni pregled tržne podstrukture (*commercial due diligence*) raziskuje predvsem proizvode, stranke in glavne trge, na katerih prodaja podjetje. Navadno ga napravijo vlagatelji sami. Tržno poročilo (*market report*) je lahko dodatek k trgovskemu skrbnemu pregledu in ga izdelajo svetovalci. Vsebina računovodskega poročila (*accountant's report*) je lahko različna. Navadno pa vsebuje podatke o preteklih prihodkih in poslovanju podjetja, podatke o sredstvih podjetja, o davčnih obveznostih in drugo. Pravni skrbni pregled (*legal due diligence*) se osredotoči na lastništvo sredstev, predvsem na nepremičnine, in lastništvo intelektualnih pravic.

sami kupci v pogodbo vnesejo določene spremembe. Zelo pomemben je tudi čas prenosa lastninske pravice in obveznosti na nove lastnike, zato mora biti tudi to v pogodbi natančno opredeljeno.

Na podlagi delničarske pogodbe in pogodbe o ustanovitvi novega podjetja se določijo tudi razmerja med managementom in drugimi vlagatelji po odkupu. Glavna vprašanja, ki jim je treba nameniti posebno pozornost, so: poslovodna in upravljalna sestava, zaščita manjšinskih pravic, jamstva, ki jih managerski ekipi določijo vlagatelji, predpisi o razpolaganju in prodaji delnic v lasti managerjev, kapitalska sestava in dogovor o zatikalnikih, naknadno financiranje in razdelitev donosov ob morebitni »žetvi« (A Practical Guide to Management Buyouts, 2003, str. 29).

Slika 11: Časovni okvir izvedbe managerskega odkupa podjetja



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

3.3 IZVEDBA MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETJA

Managerski odkup podjetja je kot transakcija dokaj preprost in najpogosteje poteka na naslednji način (Petrič, 2002, str. 3):

- MBO skupina ustanovi prevzemno podjetje (NewCo), temu sledi
- prevzem/odkup (vseh) sredstev podjetja tarče (asset purchase) ali
- prevzem delnic podjetja tarče (share purchase) in takoj nato pripojitev (reverse merger) prevzemnega podjetja (NewCo) podjetju tarči ali
- neposredna pripojitev prevzemnega podjetja podjetju tarči.

Managerska skupina, zainteresirana za odkup, ustanovi prevzemno podjetje (NewCo) izključno samo zaradi izvedbe odkupa. Nato prevzemno podjetje (NewCo) sklene kupoprodajni dogovor z lastnikom o odkupu podjetja. Lahko gre za eno podjetje, več podjetij ali pa zgolj za posel v lasti prodajalca brez formalne poslovne identitete. Pred izvedbo odkupa mora prevzemno podjetje zbrati finančna sredstva za financiranje odkupa. Gre za postopek v dveh delih. Najprej management in drugi vlagatelji v lastniški kapital kupijo delnice oziroma deleže novoustanovljenega prevzemnega podjetja (NewCo). V drugem delu finančne ustanove, predvsem ponudniki prednostnega in vmesnega dolga, priskrbijo posojila za izvedbo odkupa (Suni, 2002, str. 4).

3.4 STRUKTURA (MANAGERSKEGA) ODKUPA PODJETJA

V zvezi z managerskimi odkupi podjetij moramo ločevati med dvema glavnima strukturama managerskih odkupov glede na vir nakupa (Bešter, 1996, str. 29; Piatkowski, 2001, str. 18):

1. odkup sredstev (premoženja) podjetja in
2. odkup delnic (kapitala) podjetja.

Pri obeh strukturah odkupa je ekonomski rezultat enak, saj vlagatelj v obeh primerih pridobi nadzor nad podjetjem. Čeprav gre navadno za pridobitev kapitala, to je odkup delnic ali deležev družbe tarče, je odkup oziroma pridobitev sredstev v nekaterih primerih privlačnejša.

V skladu s slovensko davčno zakonodajo se z odkupom sredstev ne prenašajo morebitne negativne davčne implikacije, na primer davčne obveznosti, ki bi jih lahko davčni organi ob morebitnem davčnem pregledu ugotovili pri družbi tarči. Prav tako pridobitev sredstev kupcu omogoča uveljavljanje naložbene olajšave za 40 odstotkov vložene zneska v osnovna sredstva, vendar samo, če je odkup izveden prek gospodarske družbe.

Prek oddelitve določenega dela podjetja z ustanovitvijo novega podjetja (spin-off) je mogoče doseči določen kompromis med odkupom sredstev (premoženja) in odkupom delnic (kapitala) podjetja. Tako se v prvi fazi na novoustanovljeno podjetje prenese del premoženja družbe tarče, nato pa se v drugi fazi delnice oziroma deleži novoustanovljenega podjetja prodajo prevzemniku. Ker gre za univerzalno pravno nasledstvo, se na novoustanovljeno podjetje prenese tudi sorazmerni del davčne izgube,¹ pri tem pa davčne olajšave ostanejo nedotaknjene² (Šešok, 2002, str. 13).

¹ Zakon o davku na dobiček pravnih oseb določa, da se davčna izguba ne prenaša samo, če se davčni zavezanci združijo.

² Davčni organi so dolgo časa zagovarjali stališče, da se pri statusnem preoblikovanju podjetja ob združitvi ali delitvi izgubijo naložbene olajšave. V letu 2001 je upravno sodišče zavzelo stališče, da gre pri statusnem preoblikovanju za univerzalno pravno nasledstvo, zaradi česar se naložbene olajšave ne izgubijo (Šešok, 2002, str. 13).

Managerski odkup lahko izvede neposredno fizična oseba (prevzemnik) ali vmesno/prevzemno podjetje (NewCo), ki ga za potrebe prevzema podjetja tarče ustanovijo prevzemniki. Z davčnega stališča je ugodnejši odkup prek gospodarske družbe. Veljavna slovenska davčna zakonodaja namreč omogoča večje davčne ugodnosti pravni osebi. Ta lahko uveljavlja naložbeno rezervo, upošteva plačane obresti na posojila kot davčno priznan odhodek in ponuja posameznikom, ki so ustanovili vmesno družbo in prek nje ponujajo poslovodstvene storitve odkupljenemu podjetju, različne možnosti pri načrtovanju njihove davčne obveznosti. Poleg tega je ustvarjeni kapitalski dobiček prek davčne osnove za davek od dobička pravnih oseb obdavčen s 25-odstotnim davkom na dobiček, medtem ko je kapitalski dobiček fizičnih oseb najprej obdavčen s 30-odstotnim davkom na kapitalski dobiček,¹ nato pa prek dohodninske osnove še s progresivno stopnjo dohodnine (Šešok, 2002, str. 13).

3.4.1 Odkup sredstev (premoženja) podjetja

Prevzemnik oziroma kupec lahko pridobi nadzor nad drugim podjetjem z odkupom dela ali celote njegovega premoženja (Bešter, 1996, str. 32). Pri tem je usoda gospodarske družbe kot pravnega subjekta, ki je odprodal svoje premoženje, lahko različna. Družba lahko preneha, lahko pa tudi nadaljuje poslovanje, z enako, podobno ali popolnoma spremenjeno dejavnostjo.

Kot je bilo že omenjeno za Slovenijo, tudi za tujino velja, da ima odkup podjetja na osnovi odkupa sredstev določene prednosti. Zlasti je pomembna ta, da kupec prevzame zgolj obveznosti, ki so neposredno povezane s kupljenim sredstvom. Tako kupec ne odgovarja in ni odgovoren za nobene skrite obveznosti podjetja tarče. Prevzemnik ima tudi možnost, da odkupi samo tisto premoženje, ki ga potrebuje oziroma želi. Tako mu ni treba prevzeti vseh zaposlenih, kot če na primer prevzame podjetje kot pravno osebo (Kocbek, 1999, str. 322). Čista identifikacija kupljenih sredstev kupcu tudi omogoča, da se zavaruje zgolj za kupljena sredstva in ne za celotno podjetje oziroma za celotna sredstva in obveznosti. Posledično nakup sredstev podjetju omogoči lažji dostop do zavarovanih finančnih posojil (Piatkovski, 2002, str. 18).

Vendar pa je takšna vrsta odkupa precej zapleten in dolgotrajen postopek, saj zahteva pripravo številnih dokumentov za prenos lastništva nad posameznimi deli premoženja na novega lastnika. Pogosto so potrebna različna soglasja, na primer za zgradbe, kupljene na zakup, obremenjene s hipoteko in dodatna pogajanja za podaljšanje veljavnosti različnih pogodb (franchising, licence itd.) (Bešter, 1996, str. 32).

¹ Treba je omeniti, da se lahko fizična oseba davku na kapitalski dobiček izogne, če svoje naložbe ne proda prej kot v treh letih.

3.4.2 Odkup delnic (kapitala) podjetja

Odkup podjetja z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega števila ali celo vseh delnic z glasovalno pravico neke odprte delniške družbe, in sicer neposredno od njenih delničarjev (Bešter, 1996, str. 31). Takšen nakup se lahko izvede na dva načina, bodisi prek primarnega bodisi prek sekundarnega trga kapitala. V prvem primeru lahko prevzemnik odkupi delnice v postopku izdaje novih delnic in iz naslova povečanja osnovnega kapitala. V drugem primeru pa lahko prevzemnik pridobi delnice od drugih delničarjev na sekundarnem trgu ali na borzi ali zunaj borznega trga. Prevzemnik lahko takšno družbo tudi pripoji oziroma spoji z drugo družbo, tako da prevzeta pravna oseba kot gospodarska družba preneha, pri tem pa podjetje ne preneha, ampak se prenese na novo pravno osebo, kar torej pomeni, da prevzeta družba preneha brez postopka likvidacije (Kocbek, 1999, str. 323).

Postopek odkupa se lahko začne z diskretnim pogovorom managerjev z največjimi lastniki podjetja, vendar morajo (če gre za javno delniško družbo) v določenem trenutku dati neposredno ponudbo za odkup vsem delničarjem ciljnega podjetja (*tender offer*). Ponudba je navadno objavljena v sredstvih javnega obveščanja, predvsem v časopisih, lahko pa se management pri odkupu odloči tudi za uporabo osebne pošte, zlasti če gre za manjše število delničarjev (Bešter, 1996, str. 31).

Odkup delnic podjetja je lahko opravljen veliko hitreje v primerjavi z odkupom sredstev podjetja. Takšen odkup avtomatično omogoča celoten odkup vseh sredstev, vključno s tistimi, ki zaradi svoje narave niso prenosljiva in jih ni mogoče oziroma jih je veliko težje prodati ločeno (pogodbe, dovoljenja, licence, patenti in drugo). Pogostokrat pa so te prednosti izničene, saj kupec z odkupom delnic prevzame odgovornost za vse znane in neznanе obveznosti (okostnjake) podjetja, vendar zgolj do višine svojega kapitalskega vložka v podjetje (Piatkovski, 2001, str. 18). Če se kupec želi izogniti nekaterim obveznostim ali ne želi pridobiti lastništva nad delom premoženja, mora pred odkupom v dogovoru z lastniki poskrbeti za izločitev teh obveznosti in premoženja iz ciljnega podjetja. Pri tem pa je treba opozoriti, da lahko managerji pri managerskem odkupu podjetja za svoja posojila jamčijo tudi s svojim osebnim premoženjem. Prav zaradi navedenih dejstev je financiranje takšnega nakupa dražje. Kljub nekaterim pomanjkljivostim je odkup delnic podjetja najpogostejša oblika odkupa, še posebno za javne delniške družbe, ki kotirajo na borzi.

Uspešnost izvedbe odkupa pa je precej odvisna od financiranja, od časa, ki je potreben za zavarovanje posojil, in predvsem od kakovosti sredstev, namenjenih zavarovanju posojil. Prav kakovostna zavarovanja oziroma sredstva lahko močno znižajo stroške posojil. V nadaljevanju si bomo ogledali nekaj osnovnih oblik izvedb odkupov podjetij in zavarovanja posojil.

3.5 OSNOVNE OBLIKE ODKUPOV PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO

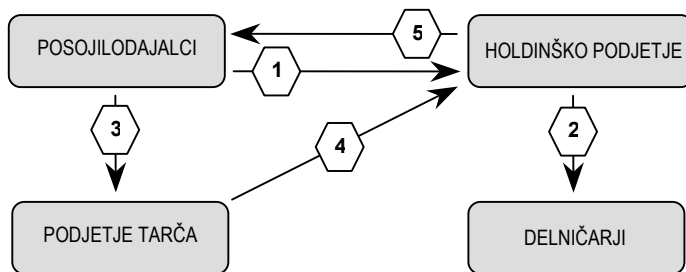
Uspešnost izvedbe managerskega odkupa je pogosto odvisna tudi od oblike odkupa, ki ga management izbere za izvedbo transakcije. V nadaljevanju bomo predstavili pet najpogostejših oblik odkupov podjetij z zadolžitvijo, ki jih najdemo v strokovni literaturi.

Možnost A

1. korak: Posojilodajalci odobrijo nezavarovano posojilo prevzemnemu podjetju (holdinškemu podjetju), ki nato sklene kupoprodajno pogodbo s prodajalcem.
2. korak: S posojenim denarjem nato holdinško podjetje kupi delnice od lastnikov podjetja tarče.
3. korak: Takoj po izvedenem nakupu posojilodajalci ponovno odobrijo posojilo, vendar tokrat neposredno podjetju tarči.
4. korak: Podjetje tarča nato prek izplačila dividend ali prek odobritve notranjega posojila prenese finančna sredstva na holdinško podjetje.
5. korak: Holdinško podjetje nato odplača svoje posojilo posojilodajalcem.

Posojilo, ki si ga je sposodilo holdinško podjetje, je odplačano, podjetje tarča prevzame celotni dolg nase.

Slika 12: Odkup podjetja – možnost A

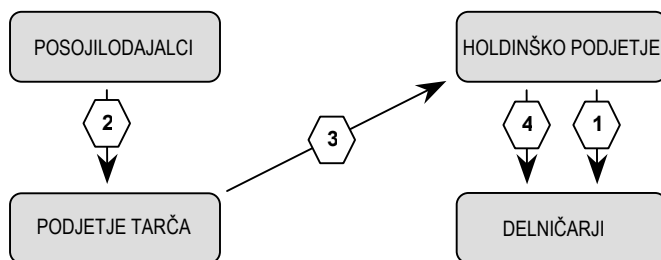


Vir: Piatkowski, 2001, str. 19.

Možnost B

1. korak: Po podpisu kupoprodajne pogodbe med prodajalcem in holdinškim podjetjem slednji nakup delnic podjetja tarče plača z zadolžnico, plačljivo na določen datum v prihodnosti.
2. korak: Po nakupu oziroma odkupu podjetja tarče z zadolžnico posojilodajalci odobrijo posojilo podjetju tarči in ga zavarujejo s sredstvi družbe tarče.
3. korak: Podjetje tarča nato prek izplačila dividend ali prek notranjih posojil prenese finančna sredstva na holdinško podjetje.
4. korak: Holdinško podjetje nato odplača svojo zadolžnico.

Slika 13: Odkup podjetja – možnost B



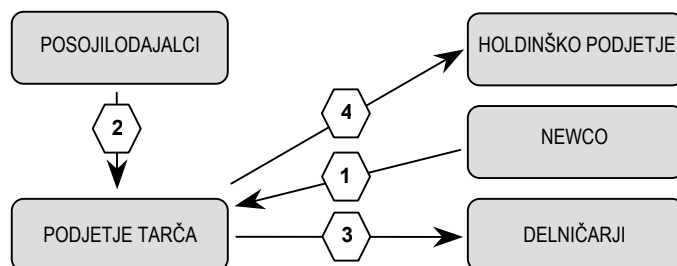
Vir: Piatkowski, 2001, str. 20.

Možnost C

1. korak: Struktura odkupa z gotovino vsebuje združitev podjetja NewCo z družbo tarčo.
2. korak: Združeno podjetje navadno zadrži ime podjetja tarče. Po izvedeni združitvi podjetje tarča začne z zamenjavo svojih delnic v finančne obveznosti do trenutnih lastnikov delnic. Posledično posojilodajalci financirajo podjetje tarčo in svoje terjatve zavarujejo s sredstvi podjetja in prihodnjimi denarnimi tokovi.
3. korak: Pridobljena posojila so nato uporabljena za poplačilo obveznosti do lastnikov delnic.
4. korak: V zadnji fazi se lahko združita podjetje tarča in holdinško podjetje.

Zaradi pravnih in davčnih prednosti je takšen odkup podjetja pri odkupu javnih delniških družb največkrat izpeljan v Združenih državah Amerike.

Slika 14: Odkup podjetja – možnost C



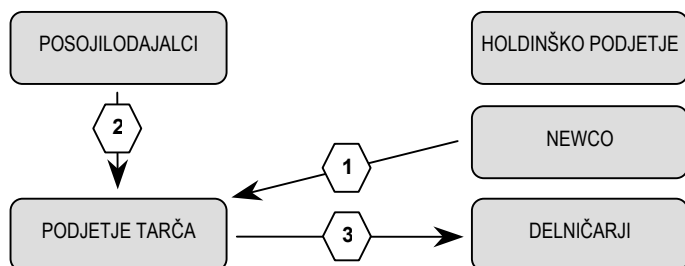
Vir: Piatkowski, 2001, str. 20.

Možnost D

1. korak: Javna ponudba za odkup delnic – podjetje školjka (NewCo)¹ objavi javno ponudbo za odkup delnic podjetja tarče. V skladu s predpisi se podjetje NewCo obveže, da bo odkupovalo delnice po enotni ceni. Hkrati pa največkrat postavi dva pogoja, pod katerima bo odkup veljaven:
 - a. Najnižji delež delnic, ki mora biti odkupljen za veljavnost ponudbe.
 - b. Uspešna združitev s podjetjem tarčo po izvedenem prevzemu.Če eden izmed pogojev ni izpolnjen, se ponudba za odkup razveljavi. Takšna struktura odkupa omogoča nadzor nad celotnim podjetjem brez potrebe po odkupu 100-odstotnega deleža podjetja.
2. korak: Takšen način odkupa omejuje tveganje posojilodajalcev, ki bi financirali odkup delnic šele po zaključitvi združitve podjetja NewCo in podjetja tarče.
3. korak: Prevzeti dolg s strani podjetja tarče je uporabljen za odkup delnic od delničarjev podjetja.

Vse navedene metode odkupa podjetja zmanjšujejo finančno tveganje posojilodajalcev, saj so vsa posojila neposredno zavarovana s sredstvi in prihodnjimi denarnimi tokovi podjetja tarče.

Slika 15: Odkup podjetja – možnost D



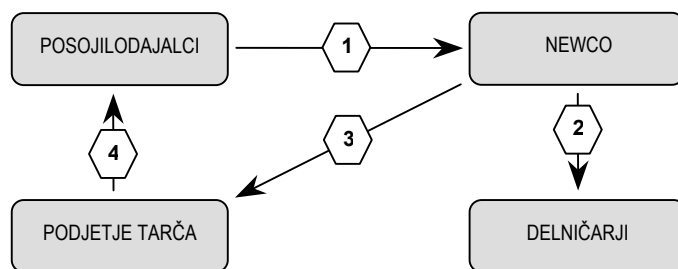
Vir: Piatkowski, 2001, str. 21.

Možnost E

1. korak: Posojilodajalci najprej odobrijo nezavarovano posojilo podjetju NewCo.
2. korak: Posojilo se nato uporabi za financiranje odkupa delnic podjetja tarče.
3. korak: Po odkupu delnic se združita podjetje NewCo in podjetje tarča.
4. korak: Združeno podjetje s svojimi sredstvi in prihodnjimi denarnimi tokovi pomeni dodatno zavarovanje za posojilo posojilodajalcev.

¹ Podjetje školjka (NewCo) se v tuji literaturi pogosto imenuje »special purpose vehicle« (SPV).

Slika 16: Odkup podjetja – možnost E



Vir: Piatkowski, 2001, str. 21.

3.6 FINANCIRANJE ODKUPOV

Management, ki želi izvesti odkup podjetja, se mora zavedati, da kupnina ni edini strošek pri odkupu podjetja, treba je upoštevati še stroške dolga in transakcijske stroške. Financirati je tako treba (Petrič, 2002, str. 14):

- kupnino za delnice ali sredstva,
- obstoječi dolg (podjetja tarče),
- morebitne potrebe za dodatni obratni kapital,
- stroške prevzema,
- zmanjšano za denar in denarne ekvivalente podjetja tarče,
- zmanjšano za denar iz dezinvestiranja (odprodaje delov podjetja oziroma poslovno nepotrebnih stalnih sredstev).

Finančna sestava managerskega odkupa je močno odvisna od naslednjih dejavnikov (Wright et al., 1991, str. 166): velikosti transakcije, zmožnosti managerjev in zaposlenih, da priskrbijo lastna sredstva, finančnih in poslovnih projekcij, kakovosti sredstev za zavarovanje dolga, pripravljenosti prodajalca, da sodeluje kot posojilodajalec pri odkupu in drugo. Prodajalec lahko odobri odloženo posojilo, lahko pa celo kupi določeno število delnic novega podjetja. Lastnik se ponavadi odloči za takšno potezo, ko verjame, da ima podjetje boljšo perspektivo, kot jo vidi management in drugi udeleženci odkupa. Uspešen MBO bo strukturiran tako, da bo uspešno uporabil finančna sredstva za maksimiranje vrednosti podjetja. Za doseg takšnega cilja pri managerskem odkupu navadno uporabimo veliko dolga. Hkrati pa posojilodajalci lahko zavarujejo svoja posojila večinoma zgolj s prihodnjimi denarnimi tokovi podjetja in samo v manjši meri tudi s sredstvi podjetja.

Managerski odkupi so večinoma financirani z dolgom, ker (Petrič, 2002, str. 3):

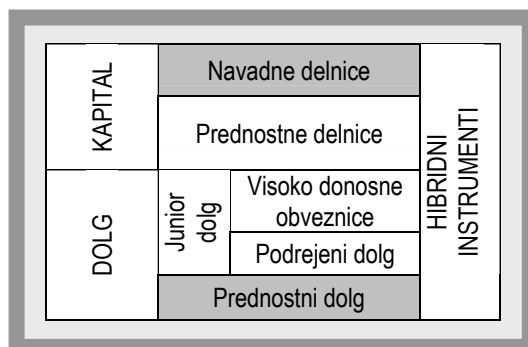
- Managerji ponavadi nimajo zadostnih sredstev, da bi lahko odkupili celotno podjetje.
- Managerji želijo omejiti delež lastnih sredstev, ki je namenjen odkupu.

- Managerji želijo omejiti delež zunanjih vlagateljev v lastniški kapital, kot so skladi tveganega kapitala, da bi tako obdržali čim več nadzora nad podjetjem.
- Dolg je cenejši od lastniškega kapitala.

Pri odločitvi o finančni sestavi nakupa ima management na voljo dva osnovna instrumenta za financiranje odkupa. To sta lastniški kapital in dolg. Če razčlenimo omenjena instrumenta še naprej, lahko rečemo, da management za odkup podjetja navadno uporabi naslednje finančne instrumente (glej Sliko 17) (Cummaudo, 1999, str. 46; Piatkowski, 2001, str. 10; Suni, 2003, str. 5):

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

Slika 17: Finančni instrumenti za financiranje managerskega odkupa



Vir: Suni, 2003, str. 5.

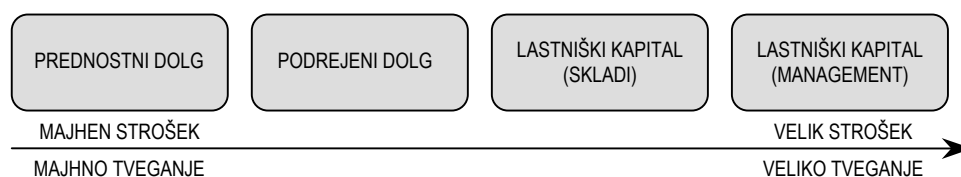
Pri odločitvi o vrsti financiranja je najbolje, da se najprej določi potrebno velikost prednostnega dolga. Z največjo možno izkoriščenostjo prednostnega dolga lahko po eni strani management maksimira nadzor nad odkupljenim podjetjem, po drugi strani pa je takšen oblika dolga tudi najcenejša. Ne smemo pa pozabiti, da bodo imeli tudi drugi kapitalski vlagatelji svoje zahteve (Business Link, 2002, str. 10).

3.6.1 Prednostni dolg (*senior debt*)

Na splošno je dolg obljuba o plačilu določenega zneska v vnaprej dogovorjenem časovnem obdobju (Suni, 2003, str. 6). Glavna prednost takšne vrste dolga je, da je najcenejša oblika razpoložljivega financiranja, saj je navadno zavarovan z najbolj likvidnimi sredstvi podjetja tarče (nepremičninami, zemljišči, opremo, terjatvami, zalogami in drugim) in je v primeru stečaja na prvem mestu za poplačilo.

Prednostni dolg se odplačuje v anuitetah v fiksno določenem obdobju. Doba odplačevanja pri managerskih odkupih znaša ponavadi od pet do sedem let, v zadnjem obdobju se povišuje tudi na deset let. Takšna vrsta dolga je za posojilodajalca najmanj tvegana, vendar hkrati prinaša tudi najmanjši donos. Obrestna marža, ki jo računajo banke za prednostna posojila, namenjena odkupom podjetij, v povprečju znaša od dva do 2,5 odstotka nad bančnim stroškom dolga¹ (Suni, 2003, str. 6; Business Link, 2002, str. 10). Hkrati pa je treba poudariti, da obresti niso edini strošek najema posojila, saj različne provizije lahko že ob najemu poberejo od dva do tri odstotke vrednosti posojila (Figueroa, 2002, str. 12).

Slika 18: Tveganje in donos različnih oblik financiranja odkupov podjetja



Vir: Piatkowski, 2001, str. 14.

Posojilodajalec mora pri zavarovanju dolga najprej določiti kakovost sredstev, kar naredi s kvalificiranjem sredstev. Za zavarovanje dolga navadno upoštevajo 85 odstotkov ugotovljene vrednosti terjatev, 50 odstotkov ugotovljene vrednosti nepremičnin, 80 odstotkov ugotovljene vrednosti opreme in 50 odstotkov ugotovljene vrednosti zalog podjetja, v kar pa niso vključeni proizvodi v proizvodnem procesu. Ugotovljena vrednost nepremičnin temelji na prodajni vrednosti in ne na vrednosti, ki jo izražajo poslovne knjige. Zato je odstotek ugotovljene vrednosti nepremičnin, ki se lahko uporabi za zavarovanje dolga, močno odvisen od razvitosti in od trenutnih razmer na trgu nepremičnin (predvsem od likvidnosti trga nepremičnin in od načina vrednotenja nepremičnin). Sredstva, ki so prepoznana kot neprimerna za zavarovanje dolga, se imenujejo nekvalificirana sredstva, navadno gre za terjatve, za katere obstaja majhna verjetnost, da bodo plačane (Gaughan, 2002, str. 301; Gaughan, 1999, str. 300).

Razlogov za relativno ugodnost teh posojil ne gre iskati zgolj v dejstvu, da so takšna posojila zavarovana, ampak tudi v dejstvu, da banke pogosto v posojilne pogodbe vključijo določene omejitvene zahteve (*restrictive covenants*). Te zahteve jasno določijo, kaj posojilodajalec sme in česa ne. Poleg tega pogosto vključujejo finančne omejitve (*financial covenants*) v obliki finančnih kazalcev, ki jih mora podjetje vzdrževati. Banke lahko celo omejijo izplačilo dividend brez njihovega privoljenja ali pa odplačilo vmesnega (*mezzanine*) dolga (Cummaudo, 2002, str. 47). Če podjetje ne dosega v pogodbi določenih zahtev, je lahko

¹ Strošek dolga za banke je navadno EURIBOR ali pa LIBOR (London Interbank Offer Rate). LIBOR navadno imenujemo tudi »Eurodollar Rate« in se izračuna kot obresti, ki bi jih prvovrstna banka dobila na dolarska posojila, na londonskem medbančnem trgu.

kaznovano z višjo obrestno mero, s plačilom pogodbeno določene kazni, v skrajnem primeru pa lahko banka zahteva celo začetek stečajnega postopka (Figueroa, 2002, str. 12).

Če znaša kupnina osemkratni dobiček pred obrestmi in davki, potem evropske banke navadno niso pripravljene financirati več kot 60 odstotkov kupnine s samostojnimi posojili. Višja kot je kupnina, manjši je delež dolžniškega financiranja, saj obstoječi denarni tok lahko vzdržuje le določeno raven kreditiranja. Zato je pomembno, da management pri načrtovanju odkupa vodi skrb o prihodkovnih možnostih in o možnostih odplačevanja posojila (Petrič, 2002, str. 15).

Če zaradi tvegane transakcije ali tveganja glede poslovanja podjetja tarče ni mogoče financirati celotnega odkupa s preprostimi prednostnimi posojili, potem je rešitev za managersko ekipo tako imenovani vmesni dolg (*mezzanine debt*).

3.6.2 Podrejeni dolg (subordinated debt)

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). Posojilodajalci takšne vrste dolga se najbolj zanašajo na stabilne prihodnje denarne tokove podjetja, saj je za poplačilo te vrste dolga potreben presežek nad denarnim tokom, ki je namenjen poplačilu prednostnega dolga.

Dospelost ter plačevanje obresti te instrumente jasno uvršča med dolžniške finančne instrumente. Njihove lastnosti so, razen podrejenosti in s tem povezane donosnosti, zelo podobne prednostnemu dolgu, obenem pa lahko imajo ti instrumenti tudi posamezne lastnosti lastniškega kapitala (Figueroa, 2002, str. 12).

3.6.2.1 Vmesni dolg (mezzanine debt)¹

Vmesni dolg je hibridni instrument, vrsta dolga, ki je umeščena pod prednostni dolg in nad lastniški kapital (Cummaudo, 1999, str. 46). Navadno je zavarovan s sredstvi, ki niso bila uporabljena za zavarovanje prednostnega dolga. Gre torej za dolg, ki je glede zavarovanja podrejen prednostnemu dolgu, s tem pa je za posojilodajalca tudi bolj tvegan. Vmesni dolg je zaradi navedenih razlogov dražji od prednostnega dolga, hkrati pa je cenejši od lastniškega kapitala.

Vmesni dolg posojilojemalcu omogoča večjo prožnost pri odplačevanju, saj je lahko odplačan v obrokih ali pa v enkratnem znesku, tako se glavnica odplača na koncu posojilnega obdobja, v vmesnem obdobju pa se odplačujejo zgolj obresti. Tako je podjetje v zgodnji fazi po odkupu razbremenjeno odplačevanja posojila, kar managementu omogoči mirnejšo konsolidacijo

¹ Literatura pogosto omenja, da gre za tako imenovani nižji podrejeni dolg (*junior subordinated debt*).

poslovanja, saj pritisk na odplačevanje dolga ni tako močan. Prav tako managementu omogoča večjo fleksibilnost pri samem načrtovanju odkupa, brez takšne vrste dolga bi bilo treba izdati dodatni lastniški kapital, kar bi pomenilo manjši nadzor managementa nad podjetjem. S tega stališča gre torej za poceni varianto lastniškega financiranja (Pogue, 1991, str. 59).

Iz navedenega sledi, da so glavne značilnosti vmesnega (*mezzanien*) dolga oziroma financiranja naslednje (Suni, 2003, str. 8):

1. Vmesno (*mezzanine*) financiranje je podrejeno prednostnemu (*senior*) dolgu.
2. Navadno je odplačano ob dospelosti.
3. Zaradi podrejenosti je naložbeno tveganje večje kot pri prednostnem dolgu. Posledično posojilodajalec zahteva višji donos.
4. Vmesno financiranje kot donos vsebuje obresti v denarju, ki so lahko fiksne ali pa spremenljive. Poleg obresti v denarju pa vmesno financiranje kot donos vsebuje še eno ali dve obliki naslednjih donosov:
 - a. Kapitalsko komponento, ki daje lastniku vmesnega dolga pravico do navadnih delnic NewCo podjetja v prihodnosti. Navadno gre za delniške opcije ali pa za delniška poroštva. Takšna komponenta je s tujko pogosto imenovana »*equity kicker*«. ¹
 - b. Nekapitalsko komponento, ki daje lastniku vmesnega dolga dodatno pogodbeno dogovorjeno plačilo. Dodatno plačilo ima lahko različne oblike. Lahko gre za premijo oziroma plačilo, plačano za ponovno odobritev vmesnega (*mezzanine*) dolga ob dospelosti, ali pa za obresti na vmesni (*mezzanine*) dolg, ki se prištevajo dolgu, nato pa je celotni dolg (s prištetimi obrestmi) odplačan na določen dan v prihodnosti ali pa ob prodaji podjetja. S tujko to imenujemo »*Payment-In-Kind*« oziroma PIK.

»**Equity kicker**« Odkup podjetja je tvegana transakcija za ponudnike vmesnega (*mezzanien*) dolga, saj navadno takšen dolg ni zavarovan. Zato ponudniki vmesnega dolga zahtevajo višje obresti in ponavadi tudi »*equity kicker*«. Ta instrument (v zameno za tveganje) posojilodajalcu omogoča določene koristi od povečanja vrednosti podjetja (Gaughan, 2002, str. 306). Lahko gre za opcije na delnice, lahko za neposredne delnice podjetja tarče ali pa za prednostne delnice, ki namesto obresti prinašajo dividende in so lahko v določenem času zamenljive za navadne delnice (Business Link, 2002, str. 10). Delež lastništva je lahko zelo majhen, od deset odstotkov, ali pa zelo velik, do 80 odstotkov delnic podjetja tarče. Odstotek je večji, čim večje je tveganje za posojilodajalca.

¹ »*Equity kicker*« so lahko tudi prednostne delnice, ki imajo možnost preoblikovanja v navadne delnice.

»Payment-In-Kind« (PIK)¹ V zgodnjem obdobju po izvedenem odkupa podjetja se lahko pojavi problem servisiranja dolga. V takšnem primeru so možna rešitev tako imenovani »Payment-In-Kind« vrednostni papirji, ki tudi spadajo v kategorijo visoko donosnih obveznic. Glavna značilnost takšnih obveznic² je, da v začetnem obdobju (od tri do deset let) ne prinašajo izplačila obresti v gotovini, dokler se finančno stanje izdajatelja ne izboljša (Gaughan, 2002, str. 337). Kot že samo ime pove, so obresti izplačane v vrednostnih papirjih, navadno v obveznicah iste vrste. S tem se potreba po gotovini za financiranje dolga prestavi za več let, obenem pa se močno zmanjša nevarnost, da bi upniki zaradi neizpolnjevanja pogodbenih obveznostih sprožili stečajni postopek. Vendar pa naj bi se PIK vrednostni papirji uporabljali zgolj, če obstaja velika verjetnost, da se bo prihodnji denarni tok podjetja močno izboljšal (Pogue, 1991, str. 59). PIK vrednostni papirji se najpogosteje izdajajo ob velikih transakcijah ali kot zamenjava za že izdane dolžniške vrednostne papirje (na primer obveznice z visoko donosnostjo), katerih izplačevanje obresti pomeni v danem trenutku preveliko breme za denarni tok podjetja (Figueroa, 2002, str. 13).

Razliko med financiranjem z navadnimi obveznicami in PIK vrednostnimi papirji si lahko ogledamo v Tabeli 2. Pri navadnih obveznicah je strošek obresti vsa leta enak, prav tako je enaka glavnica, ki se ne spreminja in se v celoti (v enkratnem znesku) odplača v zadnjem letu. Pri PIK vrednostnih papirjih pa se obresti prvi dve leti ne plačujejo, se pa za znesek neplačanih obresti povečuje glavnica. Obresti se začnejo odplačevati šele v tretjem letu in se odplačujejo do konca posojilnega obdobja, ko se odplača tudi glavnica.

Tabela 2: Primerjava financiranja z navadnimi obveznicami in PIK vrednostnimi papirji (posojilo v vrednosti 10.000 d. e. in obrestno mero 15 odstotkov)

Leto	DOLG					»PIK« DOLG				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Obresti	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.725	1.984	1.984	1.984
Glavnica	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	11.500	13.225	13.225	13.225	13.225
DENARNI TOK										
Obresti	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	-	-	1.984	1.984	1.984
Glavnica	-	-	-	-	10.000	-	-	-	-	13.225
SKUPAJ	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	-	-	1.984	1.984	15.209

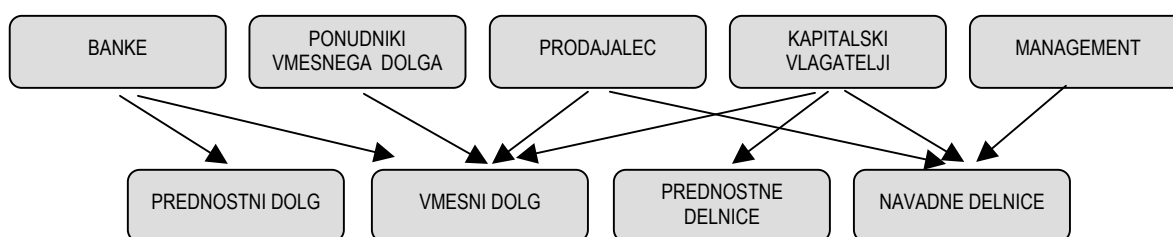
Vir: Pogue, 1991, str. 59.

¹ Praktičen primer uporabe PIK vrednostnih papirjev se je zgodil pri odkupu RJR Nabisca s strani sklada KKR (Kohlberg, Kravis, Roberts&Co.), specializiranega za LBO. Od 25,2 milijarde dolarjev, kolikor je KKR plačal za odkup RJR Nabisca, je bilo skoraj šest milijard dolarjev kupnine v obliki PIK vrednostnih papirjev – prednostnih delnic in zamenljivih obveznic. Prednostne delnice so imele odlog plačila prvih šest let, zamenljive obveznice pa prvih deset let. Minimalna obrestna mera za obe vrsti vrednostnih papirjev je bila 12 odstotkov, kar je pomenilo prihranek v denarnem toku za 700 milijonov dolarjev na letni ravni. Prihranek je bil v letu 1988 večji od tretjine dobička pred obdavčitvijo družbe KKR.

² Ker gre za vrednostne papirje, ki spadajo v skupino obveznic, jih pogosto imenujejo tudi PIK obveznice, in ne zgolj PIK vrednostni papirji.

Vmesni (*mezzanine*) dolg je lahko strukturiran kot kratkoročni dolg, vendar ima ponavadi dobo zapadlosti od šest do osem let. V praksi posojiljemalec vmesni dolg zaradi neugodne cene odplača veliko hitreje, v treh do petih letih. Najpogostejši vir so posebne finančne hiše, ki se ukvarjajo izključno z vmesnim financiranjem, specialisti za odkupe ali pa sami lastniki, ki prodajajo podjetje (glej Sliko 19). Stroški vmesnega dolga navadno znašajo od 3,5 do 4,5 odstotka nad medbančno obrestno mero (LIBOR) in so odvisni od obdobja, za katerega je bilo posojilo odobreno, od hitrosti odplačila in od samega tveganja posojiljemalca (Business Link, 2002, str. 10; AIB Acquisition Finance's Guide to MBOs/MBIs, B.I., str. 15).

Slika 19: Viri financiranja odkupov podjetij



Vir: Suni, 2003, str. 10.

3.6.2.2 Obveznice z visoko donosnostjo (*high yield bonds*)

Pri odkupih podjetij so obveznice z visoko donosnostjo, poznane tudi pod imenom »junk bonds«, navadno obveznice, ki jih izda podjetje NewCo, ustanovljeno izključno z razlogom izvedbe odkupne transakcije. 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. V letu 1985 je bilo med vsemi obveznicami, ki so jih izdala podjetja, 14 odstotkov obveznic z visoko donosnostjo (DePamphilis, 2003, str. 567). Razlog za tako visok odstotek izdanih visoko tveganih obveznic gre iskati v dejstvu, da so bila 80. leta prejšnjega stoletja leta prevzemov in obveznice takšne vrste so bile eden izmed glavnih virov financiranja.¹

3.6.3 Lastniški kapital (*common equity*)

Pri zagotavljanju lastniških virov financiranja sta najpogosteje uporabljena lastna udeležba managerske ekipe in kapitalski vlagatelji.

¹ Obveznice z visoko donosnostjo so se v tem obdobju uporabljale tudi za financiranje hitro rastočih podjetij, kar je bil tudi eden izmed razlogov za tako hitro rast trga visoko tveganih obveznic.

a) Managerska ekipa

Lastniški kapital managerske ekipe je ponavadi eden izmed glavnih dejavnikov pri določanju možnosti za izvedbo MBO. Delež kapitala, ki ga priskrbi managerska ekipa, je ponavadi relativno majhen del celotnega kapitala. Večji kot je ta kapital, večji bo managerski nadzor nad podjetjem in večje bodo koristi od povečanja vrednosti podjetja. Prav finančni vložek managerjev pomeni določeno zagotovilo drugim udeležencem odkupa, da imajo managerji z odkupom resne namene. Vlagatelji niso pripravljeni podpreti financiranja odkupa brez določenega zagotovila o zavzetosti managerske ekipe. Managerji navadno vložijo v odkup znesek vsaj polletne oziroma enoletne plače, pogosto pa je znesek celo višji in je močno odvisen tudi od števila managerjev, ki sodeluje pri odkupu (Petrič, 2002, str. 16; Figueroa, 2002, str. 15; Tenon Corporate Finance, 2003, str. 5; Business Link, 2002, str. 7; AIB Acquisition Finance's Guide to MBOs/MBIs, B.I., str. 17; A Practical Guide to Management Buyouts, NIB Capital Bank, 2003, str. 16). Navadno je prav vrhnji management tisti, ki vloži najvišji znesek. Celotni kapital, ki ga vložijo vsi lastniki, pa ponavadi znaša približno 30 odstotkov cene odkupa (Cummaudo, 1999, str. 46). Če je lastniški kapital pod omenjeno mejo in je finančni vzvod (*gearing*) večji od 70 odstotkov, lahko postane podjetje zelo občutljivo na spremembe obrestnih mer. Posledično je prav cena odkupa tista, ki močno vpliva na uspešnost odkupa.

Obstajajo različne strukture lastniškega kapitala za izvedbo managerskega odkupa. Zato lahko managerji za vložena sredstva dobijo navadne delnice, ki dosegajo največjo donosnost, hkrati pa nosijo tudi največje tveganje, saj so v primeru stečaja na zadnjem mestu za poplačilo terjatev. Zato morajo biti managerji pri svojem vlaganju zelo previdni. Vlagatelji se lahko odločijo za prednostne delnice, ki pa nimajo glasovalnih pravic. So pa takšne delnice manj tvegane od navadnih delnic in bolj od dolga. V praksi se vlagatelji navadno odločijo za kombinacijo navadnih in prednostnih delnic (Business Link, 2002. str. 11).

b) Kapitalski vlagatelji

Izbira kapitalskih vlagateljev se lahko izkaže za zelo pomembno, saj imajo tudi oni veliko moč pri odločanju. Managerska ekipa mora primerjati njihove strategije in izbrati tiste vlagatelje, ki se najbolj ujemajo z njihovo vizijo odkupa. Razlike med vlagatelji se kažejo v različnih dejavnikih (Petrič, 2001, str. 17):

- Nekateri želijo omejiti svoj lastniški delež na manjšinskega, drugi pa želijo maksimirati lastniški delež z navadnimi delnicami.
- Nekateri sami priskrbijo vsa potrebna sredstva, drugi pa pritegnejo k poslu tudi druge vlagatelje. Po eni strani je slednje dobro za prihodnje financiranje rasti podjetja, po drugi strani pa management navadno ni navdušen nad naraščanjem števila vlagateljev.
- Nekateri vlagatelji se osredotočijo zgolj na določene dejavnosti. Drugi na dovolj velike projekte in tretji samo na kratkoročne projekte, ki jim omogočajo hiter izstop oziroma »žetev«.

Kapitalski vlagatelji največ pozornosti namenjajo donosnosti vloženega kapitala, obliki ter času izhoda. Tveganje in konkurenca med kapitalskimi vlagatelji pa določata zahtevani donos kapitalskih vlagateljev. Tako vlagatelji navadno zahtevajo notranjo stopnjo donosa (IRR) za 20 do 30 odstotkov. Vlagatelji ustvarjajo dobičke z unovčevanjem svojih naložb, zato je zanje pomembno, da čim bolj določijo čas in način »žetve« (Petrič, 2001, str. 17).

3.6.4 Stroški financiranja

Obrestna mera za prednostni (*senior*) dolg je navadno odvisna od tveganja in strukture odkupa ter zapadlosti in zavarovanja posojila. Tako stroški za pet do sedemletno posojilo znašajo okvirno EURIBOR plus dva do pet odstotkov na leto (Gaughan, 2002, str. 304; Pogue, 1991, str. 60). V Sloveniji je v preteklosti veljalo TOM plus 5,5 do sedem odstotkov na leto za najboljše stranke, z najbolj kakovostnimi sredstvi za zavarovanje posojila (Petrič, 2002, str. 35). Pri tem pa ne gre pozabiti, da so obrestne mere močno odvisne tudi od razmer na trgu posojil.

Logika donosov vmesnega (*mezzanine*) dolga se razlikuje od logike donosov prednostnega dolga. Oba donosa imata vgrajen donos iz naslova obresti, vmesni dolg pa ima še dodatni donos iz naslova lastništva. Takšne vrste donosi omogočajo lastniku vmesnega dolga dodaten prihodek, ki pa ne ogroža denarnih tokov in s tem zmožnosti podjetja za financiranje prednostnega dolga. Glavna prednost vmesnega dolga je fleksibilnost, saj je lahko prirejen glede na individualne potrebe managerskega odkupa. Osnova vseh financiranj z vmesnim dolgom je, da prinaša višje obresti kot prednostni oziroma zavarovani dolg. Obresti navadno znašajo EURIBOR plus 3,5 do šest odstotkov na leto. Ostali donos pa izhaja iz naslova lastništva (Suni, 2003, str. 20).

Poleg obresti na posojilo mora posojilojemalec banki plačati tudi provizije, ki so odvisne od finančne sestave managerskega odkupa podjetja. Tako lahko celotne neposredne provizije znašajo od 0,6 do tri odstotke bančnega financiranja, odvisne pa so od velikosti transakcije, njene zapadlosti in drugih dejavnikov. Treba je upoštevati tudi posredne stroške, povezane s financiranjem: notarske stroške, zunanja strokovna mnenja, vrednotenje podjetja in drugo (Petrič, 2002, str. 35).

Tabela 3: Stroški finančnih sredstev pri financiranju odkupov podjetij

FINANČNA SREDSTVA	DONOS
Prednostni dolg	LIBOR + 2 – 2,5 %
Vmesni (<i>mezzanine</i>) dolg	10 – 25 % IRR
Lastniški kapital (skladi)	25 – 40 % IRR
Lastniški kapital (management)	>100 %

Vir: Suni, 2003, str. 19.

3.7 KAPITALSKA SESTAVA PODJETJA PO IZVEDENEM ODKUPU

Kapitalska sestava podjetja se po izvedenem odkupu močno spremeni. V njej se pojavita dve pomembni spremembi. Prva je sprememba v lastniški sestavi, kjer management pridobi pomemben (vendar ne večinski) delež lastništva, preostanek pa je v rokah finančnih vlagateljev. Druga sprememba je povečan delež nelastniškega kapitala med viri financiranja, predvsem se poveča delež dolgoročnega financiranja (glej Tabelo 4). Vendar tudi takšna sestava ne ostane dolgo časa, saj si lastniki in posojilodajalci prizadevajo zmanjšati zadolženost podjetja. Eden izmed ciljev podjetja po izvedenem odkupu mora zato biti zmanjšanje zadolženosti in vrnitev k primernejši kapitalski sestavi. Podjetja si navadno prizadevajo vrniti večino posojil v petih do sedmih letih (Gaughan, 2002, str. 307).

Tabela 4: Najpogostejša kapitalska sestava po izvedenem odkupu podjetja

	Odstotek v (%)
Prednostni dolg (<i>senior debt</i>)	5 – 20
Podrejeni dolg (<i>subordinated debt</i>)	40 – 80
Prednostne delnice	10 – 20
Navadne delnice	1 – 20

Vir: Gaughan, 2002, str. 306.

Pogostokrat se pojavlja vprašanje, kdo naj bodo lastniki podjetja. Ali naj bodo to vsi zaposleni ali zgolj ozek krog izbranih managerjev? Optimalno lastniško sestavo podjetja sestavlja koherentna skupina notranjih lastnikov. Pod takšno skupino razumemo tiste posameznike, ki so sposobni izvajati vse pomembnejše funkcije podjetja. Navadno se takšna skupina sestoji iz vodilnih delavcev podjetja (direktorjev, managerjev, nadzornikov, vodij oddelkov in drugih). Za zunanje lastnike podjetja ni nujno, da so koherentna skupina, saj lahko takšno najamejo od zunaj. Ravno nasprotno je z notranjimi lastniki, ki morajo biti koherentni, če želijo biti

uspešni. Zato podjetja s širokim lastništvom vseh zaposlenih ne prinašajo koherentnosti v lastništvo, in prav zaradi tega ne morejo biti uspešna. Iz tega lahko sklepamo, da uspešnost podjetij, ki imajo za lastnike vodilne delavce in druge zaposlene, izhaja predvsem iz lastništva vodilnih delavcev (Zeleny, 1997, str. 243). Lastništvo zaposlenih zlasti ni primerno za podjetja, pri katerih prestrukturiranje zahteva dodatne finančne vire od zunaj in pa odpuščanje zaposlenih (Meyer, 2003, str. 26).

Podobno se dogaja tudi v Sloveniji pri razreševanju problema agentov oziroma njegove nekoliko posebne pojavne oblike v podobi zaposlenih – delničarjev. V podjetjih, kjer imajo zaposleni relativno višje lastniške deleže, so managerji dokaj nemočni pri zniževanju stroškov dela in povečevanju produktivnosti. To pomeni, da podjetja poslujejo slabše, kot bi lahko. Pravzaprav si notranji lastniki (zaposleni) prilaščajo tudi del tistega, kar sicer pripada vsem lastnikom podjetja – tudi zunanjim delničarjem (Bešter, 2000, str. 9).

Po drugi strani pa odkupi s strani vseh zaposlenih (*employee buyouts – EBO*) omogočijo lažje financiranje odkupa, saj tako podjetje pridobi dostop do presežnih pokojninskih sredstev zaposlenih, ki se lahko spremenijo v njihove lastniške deleže v podjetju. Obenem lastništvo vseh zaposlenih omogoča učinkovit nadzor nad delom vrhnjega managementa. Delavci, ki zamenjajo zahteve po višjih plačah in po prispevkih za pokojnine z lastniškim deležem podjetja, omogočijo podjetju višjo zadolženost, saj lahko prosta denarna sredstva porabi za odplačevanje obresti na posojila. Višja zadolženost pa omogoči podjetju izkoriščanje davčnega ščita (Chaplinsky, Niehaus, Van de Gucht, 1998, str. 284). Da pa se zaposleni odpovejo takojšnjim koristim, ki jih prinašajo višje plače, v zameno za lastniške deleže podjetij, morajo biti izpolnjeni nekateri pogoji. Sama država mora z davčnimi ugodnostmi spodbuditi lastniško udeležbo zaposlenih. Zaposleni bodo vlagali v podjetja, za katera verjamejo, da imajo prihodnost. Zato morajo podjetja, ki si želijo višjo udeležbo zaposlenih v lastništvu, nujno poslovati uspešno. Pričakovati gre, da se bodo zaposleni pripravljali odpovedati plačam in jih zamenjati za lastniške deleže zgolj, kadar so že poskrbeli za svojo osnovno eksistenco.

3.7.1 Zatikalniki (*ratchets*)

Zatikalniki so mehanizmi, namenjeni spodbujanju managementa k boljšemu poslovanju, saj delujejo v odvisnosti od poslovanja glede na zastavljene cilje (Petrič, 2002, str. 16). Zatikalniki imajo dvojno vlogo, po eni strani delujejo kot spodbuda managementu, saj je tudi od njih odvisen delež podjetja v rokah managementa, po drugi strani pa so nadzorni instrument za ustanove, ki so priskrbele dolžniški kapital. Hkrati pa lahko vzvratni zatikalnik ob slabšem poslovanju podjetja tudi zmanjša delež lastniškega kapitala v rokah managementa.

Navadno imajo finančne ustanove in management v odkupljenem podjetju različne vrste lastniškega kapitala. Večina lastniškega kapitala finančnih ustanov so zamenljive in/ali

odkupljive prednostne delnice. Obstoj zamenljivih in odkupljivih delnic na določen datum pomeni za management omejitve. Takšen način financiranja hkrati napoveduje datum umika določenih finančnih ustanov iz podjetja, kar je še dodatna nevarnost za management, da se jim dividende in kapitalski dobiček, ki je bil prvotno namenjen njim, izmuzne. Zatikalniki so lahko tudi posebne vrste delnic, ki imajo ob izvedenem odkupu podjetja le malo lastniških pravic. Lastniške pravice in hkrati vrednost takšnih delnic se poveča z doseganjem določenih finančnih ciljev podjetja in ko institucionalni lastniki dosežejo želeni donos.

Kljub številnim prednostim, ki jih prinašajo zatikalniki v poslovanje podjetja, pa imajo tudi določene slabosti. Mnogokrat se zgodi, da dejanja, ki so potrebna za doseganje zastavljenih finančnih ciljev, niso v korist dolgoročnega razvoja podjetja, ampak so usmerjena predvsem v doseg kratkoročnih ciljev. Po drugi strani pa je za management glavna prednost, da jih spodbuja k bolj zavzetemu in predanemu delu, medtem ko je za vlagatelje glavna prednost zmanjšanje tveganja (Pogue, 1991, str. 60).

3.7.2 Lastništvo managementa in vrednost podjetja

Lastniški delež vodilnih ljudi v podjetju je odvisen od številnih dejavnikov. Prvi je zagotovo formalnopravno in gospodarsko okolje, v katerem posluje podjetje. Drugi je tveganost družbe, tega določa stopnja nihanja vrednosti delnice. V bolj tveganih družbah so deleži managerjev navadno večji (Peklar, 2002, str. 46). Drugi dejavniki so navadno še kapitalska intenzivnost, intenzivnost vlaganja in predvsem velikost družbe. V največjih družbah so deleži ponavadi majhni, prav nasprotno pa je z manjšimi in srednjimi podjetji, kjer je delež lahko zelo velik ali pa ga sploh ni. S stališča lastnikov je najprimernejša lastniška sestava oziroma sestava kapitala tista, ki zagotavlja delničarjem najvišjo vrednost njihovih delnice na dolgi rok (Brigham, Daves, 2002, str. 498).

Lastniška udeležba managementa ima dva nasprotujoča si učinka na podjetje. Med pozitivne učinke štejemo tako imenovani usklajevalni učinek (*incentive alignment effect*) in vpliv podražitve prevzema (*takeover premium argument*). Usklajevalni učinek meri usklajenost interesov vodstva z interesi lastnikov. Ob večji povezanosti managementa s podjetjem ta ravna bolj preudarno s sredstvi podjetja, odločitve za tvegane projekte so bolj pretehtane, omeji se zadolževanje podjetja, zmanjšajo se pritiski na izplačevanje nagrad in drugih ugodnosti v korist managementa. Večji kot je lastniški delež managementa, večja je njegova vezanost na podjetje in večja je usklajenost z interesi drugih delničarjev oziroma lastnikov.

Drugi pozitivni učinek je vpliv podražitve prevzema. Lastniki managerji so manj obremenjeni z možnostjo sovražnega prevzema podjetja, saj imajo ponavadi prav oni odločilen glas pri odobritvi prevzema. Obenem pa to zagotavlja višjo prevzemno ceno za vse delničarje podjetja, s tem pa se povečujejo koristi za vse lastnike (Štibler, 2003, str. 44).

Med negativne učinke lastništva managementa pa prištevamo tako imenovani napeljevalni učinek (*entrenchment effect*) in vpliv cene kapitala (*cost of capital argument*). Management s pridobivanjem čedalje večjega lastniškega deleža v podjetju povečuje svoj vpliv, zaradi tega se prek napeljevalnega učinka zmanjšuje vrednost podjetja za druge delničarje. Vedno večji lastniški delež daje managementu tudi vedno več lastniških pravic, prek katerih lahko pomembno vpliva na odločitve skupščine delničarjev. Zlasti je problematičen vpliv pri oblikovanju nadzornih svetov, saj lahko močno odraža vpliv in želje managementa. S tem se zmanjšuje nadzorna moč nadzornega sveta in povečuje možnost sprejemanja pomembnih odločitev, ki niso v skladu z interesi drugih lastnikov.

Drugi negativni učinek je cena kapitala. Večja koncentracija lastništva s strani kogarkoli, ne zgolj managementa, poslabša poslovanje podjetja, ker se povečajo stroški kapitala. Večja koncentracija poslabša likvidnost delnic podjetja na trgu kapitala in s tem zmanjša možnost razpršenega iskanja vlagateljev. Gre za problem, ki se pojavlja predvsem v ekonomijah, kjer je trg vrednostnih papirjev pomemben vir financiranja podjetij (Peklar, 2002, str. 46).

Mehran (1995) je v svoji raziskavi, ki jo je v letih 1979 in 1980 izvedel na 153 proizvodnih podjetjih, ugotavljal odnos med managerskim lastništvom ter vrednostjo podjetja, merjeno z donosom sredstev in Tobinovi Q¹. Ugotovil je, da je vrednost podjetij pozitivno odvisna od lastniškega deleža managementa, prav tako je pozitivno odvisna od managerskih bonusov, ki jih managerji dobijo v obliki lastniških deležev. Tako je predvsem oblika in ne toliko velikost nagrad managerjev tista, ki pozitivno vpliva na motiviranost managerjev in s tem na vrednost podjetij. Mehran pa žal ni ugotavljal zgornjega lastniškega deleža, ki še pozitivno vpliva na poslovanje podjetja (Mehran, 1995, str. 164).

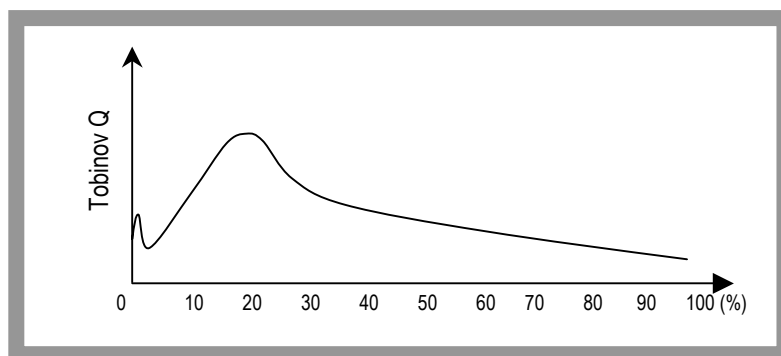
Ugotovil je tudi, da imajo podjetja z večjim številom zunanjih članov nadzornih svetov večje nagrade za managerje v obliki lastništva podjetja. Prav nasprotno so te nagrade negativno odvisne od lastniškega deleža managementa. Zanimiva je tudi njegova ugotovitev, da podjetja z večjim lastniškim deležem v posesti velikih zunanjih institucionalnih lastnikov le poredko nagrajujejo managerje z lastniškimi deleži. To kaže na dejstvo, da nadzor s strani velikih in aktivnih institucionalnih lastnikov uspešno zamenjuje nagrajevanje managerjev z lastniškimi deleži podjetja in drugimi ugodnostmi (Mehran, 1995, str. 179).

V ekonomski teoriji obstaja splošno mnenje, da ima lastništvo managementa pozitiven vpliv na vrednost in poslovanje podjetja, vse dokler lastniški delež ne preseže določene stopnje. Razlike med raziskavami pa se pojavijo pri optimalnem deležu managerjev v lastništvu podjetja. Tako sta Hermalin in Weisbach (1991) ugotovila, da se vrednost podjetja povečuje

¹ Tobinov Q je kompleksno finančno merilo donosnosti premoženja, ekonomska spremenljivka, ki določa delničarsko vrednost oziroma pokaže, kako trg vrednoti nematerialno premoženje podjetja. Visoko vrednost doseže Tobinov Q, kadar ima podjetje poleg fizičnega kapitala veliko neopredmetenih dolgoročnih sredstev, kot so monopolna moč, dobroime, patenti, licence, kakovosten management in podobno.

pri majhnem lastniškem deležu managerjev, manjšem od enega odstotka (glej Sliko 20). Pri tej stopnji so interesi managerjev močno povezani z interesi lastnikov, predvsem pa pri tako nizkem lastniškem deležu management ne more zaščititi podjetja in s tem svojih položajev pred nevarnostjo prevzema. Nizek lastniški delež managerjev pozitivno vpliva na zniževanje stroškov agentov. Nato se vrednost podjetja¹ za kratek interval med enim in petimi odstotki lastništva zmanjša. To je mogoče razložiti z dejstvom, da je pri takšnem deležu lastništva manjša nevarnost prevzema podjetja, kar več kot nadomesti pozitivne strani skupnih interesov lastnikov in managerjev. Management torej deluje predvsem v lastnem interesu in gleda manj na korist podjetja in s tem na korist lastnikov. Odnos med lastništvom managementa in uspešnostjo podjetja je spet pozitiven, dokler delež managementa ne doseže 20 odstotkov in se vrednost ponovno obrne navzdol. Pri tej stopnji management spet izkorišča podjetje za svojo korist in manj dela za lastnike (Hermalin, Weisbach, 1991, str. 106 in 111).

Slika 20: Vpliv velikosti lastniškega deleže managementa na vrednost podjetja po Hermalin in Weisbach (1991)



Vir: Hermalin, Weisbach, 1991, str. 111.

Podobno so že leta 1986 v svoji raziskavi ugotovili Morck, Shleifer, Vishny, ki so analizirali 456 podjetij iz Fortune 500. Njihova raziskava je potrdila domneve o povezavi lastništva managerjev in vrednosti podjetja, izraženi s Tobinovim Q.² Po njihovih ugotovitvah se Tobinov Q najprej dviguje, vendar začne po preseženem določenem lastniškem deležu managementa upadati. Rezultati se torej ujemajo z učinkom konvergence interesov (*convergence of interests*),³ ki predvideva padec stroškov agentov in povišanje vrednosti podjetja z večjim lastniškim deležem managerjev. Prav tako je analiza ugotovila skladnost s tako imenovanim napeljevalnim učinkom (*entrenchment effect*), kjer se vrednost podjetja znižuje z manjšanjem nevarnosti sovražnega prevzema. Saj je prav sovražni prevzem tisti instrument, ki omogoča discipliniranje managementa, da ta deluje v korist lastnikov. Avtorji raziskave so tudi ugotovili, da ima vodstvo v starejših podjetjih, kjer so managerji,

¹ Hermalin in Weisbach sta podobno kot Mehran za merilo vrednosti podjetja uporabila Tobinov Q.

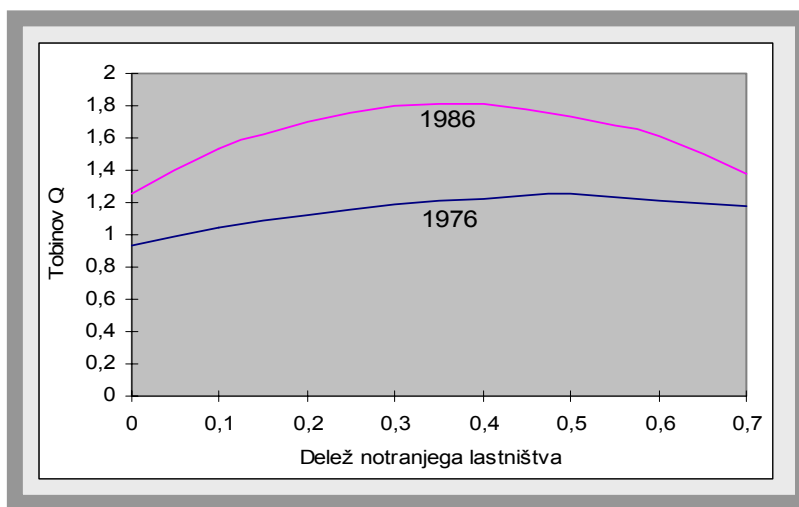
² Za izračun Tobinovega Q so v števcu vzeli tržno vrednost podjetja, določeno s tržno vrednostjo navadnih delnic, predvideno vrednostjo prednostnih delnic in dolga. V imenovalcu so stroški zamenjave sredstev podjetja in njegove zaloge.

³ Učinek konvergence interesov (*convergence of interests*) lahko imenujemo tudi usklajevalni učinek (*incentive alignment effect*).

sorodstveno povezani z ustanovitelji, negativen vpliv na vrednost podjetja. To dejstvo gre razumeti s stališča, da so ti managerji zaradi svojih zgodovinskih zaslug oziroma zaslug prednikov v dobrih odnosih z drugimi delničarji, kar zmanjšuje možnost prevzema podjetja¹ (Morck, Shleifer, Vishny, 1986, str. 3).

McConnell in Servas (1990) sta podobno kot avtorji pred njima ugotavljala odnos med vrednostjo podjetja, merjeno s Tobinovim Q, in lastniško sestavo podjetja. Analizo sta napravila za dve različni leti. Tako sta raziskovala 1.173 podjetij za leto 1976 in 1.093 podjetij za leto 1986. Analiza je pokazala močno linearno povezanost med vrednostjo podjetja in lastniškim deležem v rokah notranjih lastnikov za obe proučevani leti. Na Sliki 21 lahko vidimo, da vrednost Tobinovega Q linearno narašča, dokler notranje lastništvo ne doseže deleža nekje med 40 in 50 odstotki, nato pa začne z večanjem koncentracije lastništva v rokah managementa počasi padati. Analiza za leto 1976 je pokazala, da se je pri nizkem lastniškem deležu notranjih lastnikov ob povečanju notranjega lastništva za deset odstotkov tudi Tobinov Q povečal za deset odstotkov. Podobno velja za leto 1986, vendar pa se je v tem primeru Tobinov Q povečal kar za 30 odstotkov ob deset odstotnem povečanju notranjega lastništva (McConnell, Servaes, 1990, str. 601).

Slika 21: Odnos med notranjim lastništvom in vrednostjo podjetja, izraženo s Tobinovim Q



Vir: McConnell, Servaes, 1990, str. 604.

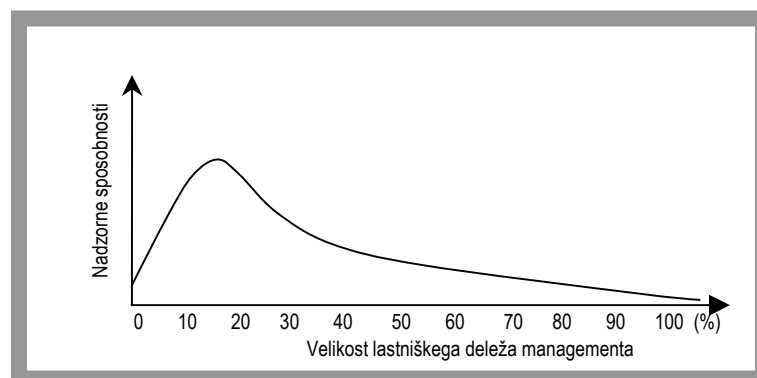
Vendar pa je treba pri vseh teh analizah opozoriti na določena dejstva. Managerji so bolj zainteresirani za večji lastniški delež v bolj uspešnih podjetjih. Podobno so managerji uspešnih podjetij pogosteje nagrajevani z lastniškimi deleži. Uspešna podjetja pa imajo ponavadi višji Tobinov Q. Lahko tudi rečemo, da managerji povečujejo svoj lastniški delež v uspešnih podjetjih, in ne da podjetja postanejo uspešna ob večjem notranjem lastništvu.

¹ Podobna situacija je nastala pri nedavni združitvi računalniških velikanov Hewlett-Packarda (HP) in Compaqa, kjer so prav potomci ustanoviteljev družbe HP najbolj nasprotovali združitvi obeh podjetij.

Takšno razmišljanje pa ne more pojasniti negativnega razmerja med notranjim lastništvom in vrednostjo podjetja (Tobinovem Q), ko postane lastništvo močno skoncentrirano v rokah notranjih lastnikov.

Večji lastniški delež managementa pa tudi krepi njegov položaj nasproti nadzornemu svetu. V takšnih podjetjih lahko management sam lažje določi člane nadzornega sveta, ki imajo zaradi takšnega vpliva managementa manjši motiv za njegov nadzor. Tako sta Faccio in Lasfer (1998) ugotovila, da se pojavi tako imenovani napeljevalni učinek (*entrenchment effect*), ko ima management v lasti več kot 12-odstotni delež podjetja (glej Sliko 22). V takšnih podjetjih obstaja manjša možnost delitve funkcije predsednika uprave in predsednika nadzornega sveta (pri nas to že v osnovi ni mogoče, saj morata v skladu s slovenskim pravnim redom zaradi dvotirnega sistema ti dve funkciji opravljati različni osebi). Prav tako je v takšnih nadzornih svetih manjše število vseh članov kot tudi zunanjih članov. Navedena dejstva močno zmanjšujejo možnosti in motive nadzornih svetov za nadzor managementa. Podobno velja za podjetja z lastniškim deležem managerjev, manjšim od 12 odstotkov, kjer pa je za nezadosten nadzor krivo predvsem premajhno sodelovanje med nadzornim svetom in managementom (Faccio, Lasfer, 1998, str. 26).

Slika 22: Vpliv velikosti lastniškega deleža managementa na nadzorne sposobnosti nadzornih svetov¹



Vir: Faccio, Lasfer, 1998, str. 26.

¹ Za analizo nadzornih sposobnosti nadzornih svetov sta Faccio in Lasfer vzela lastniško sestavo podjetij in jo razdelila na enakomerne decile. Nato sta opazovala odnose in korelacije med dobljenimi decili lastniške sestave ter različnimi spremenljivkami, ki so ponazarjale nadzorne sposobnosti nadzornih svetov. Za te spremenljivke sta vzela delež podjetij z ločeno vlogo predsednika nadzornega sveta in predsednika uprave, delež podjetij z neizvršnim direktorjem na čelu nadzornega sveta, delež podjetij z neizvršnimi direktorji v nadzornem svetu, delež neizvršnih direktorjev, število članov v nadzornem svetu in število izvršnih direktorjev v nadzornem svetu.

4 MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENSKEM OKOLJU

V Sloveniji je javno mnenje glede managerskih odkupov zelo občutljivo. S težavo sprejema naraščajoče socialne razlike in v managerskih odkupih vidi zgolj bogatenje posameznikov s pomočjo tujega kapitala. Nekateri sporni postopki v času odprave družbene lastnine in tudi zadnji moralno vprašljivi managerski odkupi samo povečujejo dvome javnosti. Po drugi strani pa javnost ne vidi tveganja, ki ga managerji sprejemajo ob takšnih dejanjih, čeprav ti navadno zastavijo velik del svojega premoženja.

Po mnenju Združenja manager lahko iz slovenskih managerskih odkupov potegnemo naslednje ugotovitve. Prvič, gre za eno izmed povsem legitimnih možnosti koncentracije razpršene lastnine v slovenskih podjetjih. Drugič, sodeč po dosedanjih managerskih odkupih, ta operacija v Sloveniji praviloma pomeni delavsko-managerski odkup, saj so izključno managerski odkupi zaradi finančne šibkosti managerjev redki. Tretjič, v Sloveniji sistem ni naklonjen managersko-delavskemu odkupu, čeprav je zaradi razdelitvene odprave družbene lastnine notranje lastništvo zaposlenih in managerjev precej močnejše kot v tržnih ekonomijah. In četrtič, razen bančnih posojil v Sloveniji še ni razvitih sodobnih instrumentov in ustanov za podporo tovrstnim operacijam, zlasti ne razpoložljivosti tveganega kapitala (Krašovec, 2002, str. 26).

4.1 LASTNIŠKA SESTAVA SLOVENSkih PODJETIJ

Lastniška sestava slovenskih podjetij je zelo razpršena, kar je posledica načina lastninskega preoblikovanja podjetij. Tako so se v Sloveniji z lastninskim preoblikovanjem izoblikovale tri tipične skupine podjetij (Simoneti et al., 2001, str. 7):

1. Javna podjetja, ki kotirajo na borzi.
2. Notranja podjetja, ki ne kotirajo na borzi in kjer so notranji lastniki (zaposleni, nekdanji zaposleni in vodstvo) pridobili večinski delež.
3. Zunanja podjetja, kjer imajo večinski delež drugi lastniki (predvsem pidi, Sod in Kad).¹

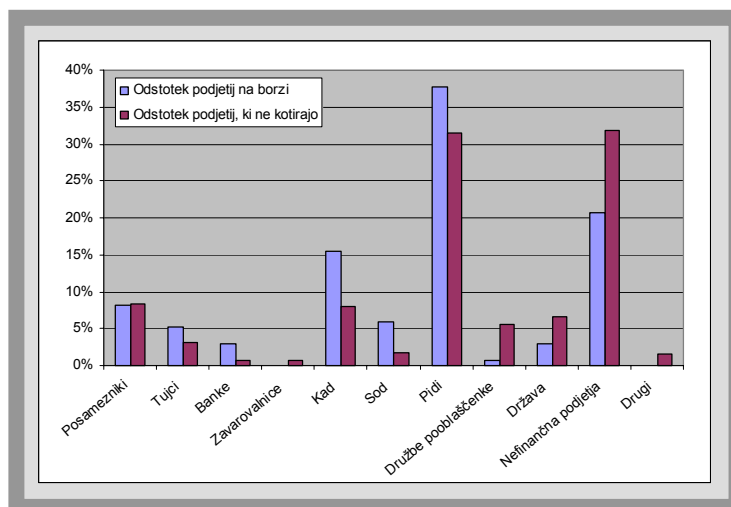
¹ Pooblaščne investicijske družbe (PID-i) so bile ustanovljene z namenom omogočiti državljanom sodelovanje pri odpravi družbene lastnine z lastninskimi certifikati. Oblikovani niso bili kot aktivni lastniki podjetij, saj so pri sestavi premoženja zelo omejeni, poleg tega se ne morejo zadolževati pri bankah, niti financirati prek trga kapitala. Po zakonu se morajo preoblikovati bodisi v zaprte investicijske družbe oziroma odprte vzajemne sklade, ki bi imeli v svojem portfelju večinoma tržne vrednostne papirje, bodisi v holdinška podjetja (delniške družbe), v katerih bi bili predvsem večinski deleži podjetij, ki ne kotirajo na borzi.

Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja (KAD) in Slovenska odškodninska družba (SOD) sta bili ves čas mišljeni kot začasni lastniki, ki se bosta na zahtevo države postopoma umaknili iz delniških družb. Prvotni namen Kada je bil pokrivanje primanjkljaja v pokojninski blagajni pri prehodu na naložbeni sistem. Obveznosti se načrtujejo letno, pojavljajo pa se tudi zahteve po predhodnih plačilih zaradi vzdrževanja likvidnosti financiranja proračuna. Namen Soda je izdaja obveznic denacionalizacijskim upravičencem, za katere se redno plačujejo obresti. Življenjska doba je formalno določena z dospelostjo obveznic, ki se izdajajo na podlagi pravnomočnih sodb.

Pri podjetjih v lasti notranjih lastnikov se že od samega začetka lastninskega preoblikovanja dogajajo spremembe. Lastništvo vse bolj prehaja iz rok zaposlenih v roke managementa, ki ima na voljo več finančnih sredstev. Odsotnost organiziranega trga z delnicami notranjih lastnikov in presežna ponudba pa še dodatno znižujeta ceno teh delnic.

Pri zunanjih lastnikih lahko opazimo prenos lastništva delnic podjetja od udeležencev javnih prodaj k finančnim vlagateljem in lastnikom družb za upravljanje, od pooblaščenih investicijskih družb k pravnim osebam – prevzemnikom ter od Soda in Kada k pooblaščenim investicijskim družbam in pravnim osebam – prevzemnikom. Oba paradržavna sklada Sod in Kad konsolidirata svoje premoženje in se pri tem omejujeta zgolj na deleže v nekaj sto podjetjih. Deleže zmanjšujeta predvsem v podjetjih, kjer imajo zaposleni velik vpliv na odločanje. Tako se želita ločiti od upravljanja podjetij in si ustvariti predvsem dober finančni portfelj (Prašnikar, Domadenik, Svejnar, 1999, str. 255). Spremembe se dogajajo tudi v portfeljih pooblaščenih investicijskih družb, ki se morajo zaradi sprememb zakonodaje preoblikovati v delniške družbe oziroma holdinška podjetja, investicijske sklade ali pa v vzajemne sklade. Pred tem pa morajo opraviti še obvezno prilagoditev lastniškega portfelja. Prav zaradi navedenih dejstev je v Sloveniji na voljo veliko možnih prevzemnih tarč.

Slika 23: Lastniška sestava slovenskih podjetij



Vir: Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2000, str. 199.

Simoneti et al. (2001) so primerjali učinke načina privatizacije na spremembe v poslovanju podjetja za obdobje 1995–1999 in ugotovili, da so imela javna podjetja najboljše rezultate, medtem ko so bili rezultati zunanjih in notranjih podjetij zelo podobni. Prodaja se je v javnih podjetjih povečala za 15 odstotkov, v notranjih za 5,6 odstotka in v zunanjih za 7,2 odstotka. Tudi produktivnost dela (prodaja na zaposlenega) se je najbolj povečala v javnih (23,2 odstotka) ter veliko manj v notranjih in zunanjih podjetjih (13 odstotkov). Produktivnost sredstev (prodaja na sredstva) pa se je povečala zgolj v javnih podjetjih (Simoneti et al., 2001, str. 40).

Ko ugotavljamo primerno lastniško sestavo slovenskih podjetij, ne moremo mimo vloge zaposlenih pri upravljanju podjetja. Notranje lastništvo zaposlenih je neučinkovito, saj zmanjšuje mobilnost delovne sile. Podjetja s pomembnim lastniškim deležem zaposlenih veliko težje odpustijo zaposlene, če se pojavijo težave, kot podjetja, kjer zaposleni nimajo tako pomembne vloge (Ellerman, 1993, str. 17). Prašnikar, Domadenik in Svejnar (1999) so proučevali vpliv zaposlenih pri odločanju glede na njihovo navzočnost v nadzornem svetu. Podjetja, ki so imela v nadzornem svetu manj predstavnikov delavcev, so bila uspešnejša v defenzivnem prestrukturiranju. Imela so fleksibilnejše zaposlovanje in so hitreje prilagodila število zaposlenih spremenjenim razmeram na trgu. Študija pa ni odkrila večjih razlik v strateškem in defenzivnem prestrukturiranju med podjetji s prevladujočim notranjim in zunanjim lastništvom (Prašnikar, Domadenik, Svejnar, 1999, str. 267).

Če želimo v Sloveniji izboljšati poslovanja privatiziranih podjetij, je treba predvsem (Simoneti et al., 2001, str. 8–10):

1. stabilizirati lastniško sestavo in doseči večjo koncentracijo lastništva,
2. povečati delež strateških lastnikov,¹ tako domačih kot tujih,
3. zmanjšati nasprotja interesov med skladi (pidi, Kadom, Sodom) in notranjimi lastniki.

V vsaki razdelitveni privatizaciji postanejo delničarju tudi taki, ki si tega na dolgi rok ne želijo ali pa si tega zaradi premoženjskega položaja ne morejo privoščiti (nekdanji zaposleni, pidi, Sod, Kad). Zaradi svoje razpršenosti in pasivne vloge ne dajo dovolj moči in motivacije možnim aktivnim delničarjem (managerjem, strateškim lastnikom) za začetek prepotrebne strateškega prestrukturiranja. Zato se mora povečati lastniški delež managerjev na račun zmanjšanja lastniškega deleža nekdanjih zaposlenih in različnih skladov.

Koncentracija lastništva je pomembna tudi zaradi vstopa strateških lastnikov v podjetje, ki pa v podjetjih z razpršeno lastniško sestavo le s težavo pridobijo večinski lastniški delež. Lastniška povezava s strateškim partnerjem je za mnoga podjetja zelo pomembna, če si želijo zagotoviti dolgoročni obstoj in uspešen razvoj.

Interes notranjih lastnikov je predvsem ohranitev delovnih mest in zagotovitev dolgoročnega razvoja. V nasprotju z njimi pa je interes investicijskih skladov. Ti gledajo predvsem na dobiček in iščejo možnosti za čim ugodnejšo prodajo svoje finančne naložbe. V javnih podjetjih, ki so dovolj likvidna in omogočajo svojim lastnikom izstop ob vsakem času, teh težav ne bi smelo biti. Če pa podjetja ne morejo zagotoviti minimalne likvidnosti za svoja delnice, se morajo z borze umakniti. Povsem drugačna pa je situacija pri nejavnih družbah, kjer se pojavljajo konflikti predvsem glede pogojev za izstop zunanjih lastnikov. V takšnih

¹ Strateški lastniki so dolgoročni lastniki, ki podjetju prinašajo dodano vrednost. Ta se kaže v kapitalski moči, poslovnih povezavah, dostopu do trgov in drugem. Njihov cilj je dolgoročen razvoj podjetja, ki je pogosto pomembnejši od kratkoročnega doseganja dobička. Vrednost svoje naložbe vidijo v dolgoročni navzočnosti v družbi (Filipič, 1998, str. 152).

podjetjih bi morala biti lastniška sestava stabilna na dolgi rok (organiziranje družbe pooblaščenke).

Po mnenju Urada Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (UMAR) lahko tudi v prihodnje pričakujemo relativno intenzivne spremembe lastniške sestave podjetij. Pomembno naj bi se zmanjšali lastniški deleži obeh paradržavnih skladov (Soda, Kada),¹ pidov in nekdanjih zaposlenih, povečali pa naj bi se lastniški deleži managementa in drugih strateških lastnikov. Urad tudi meni, da lahko od večjega lastništva managementa pričakujemo pozitivne ekonomske učinke (Poročilo o razvoju 2003 (UMAR), 2003, str. 42).

Prav managerski odkupi podjetij omogočajo uspešno koncentracijo in konsolidacijo lastništva, hkrati pa dajejo managementu dovolj motivacije za izvedbo strateškega prestrukturiranja. Vendar pa bodo nezainteresirani delničarji dosegli pošteno ceno zgolj, če MBO poteka transparentno in dopušča tudi drugim kupcem možnost sodelovanja s konkurenčno ponudbo.

4.2 FINANCIRANJE MANAGERSKIH ODKUPOV V SLOVENIJI

Financiranje managerskih odkupov je v Sloveniji precej slabo razvito. Banke ne kažejo večjega zanimanja za tovrstne odkupe, razvoj posebnih skladov tveganega kapitala, namenjenih managerskim odkupom, pa je še na začetku. Poleg tega bi managerji zaradi velikosti transakcij le s težavo financirali celoten odkup zgolj z bančnimi posojili. Tudi v tujini je prvi pogoj za pridobitev bančnih posojil vključitev kapitalskih vlagateljev v lastniški kapital. Banke prav zaradi tveganja same niso pripravljene v celoti financirati odkupa. V povprečju so evropske banke v letu 2001 pri LBO poslih, ki vključujejo tudi MBO/MBI, financirale 50,5 odstotka celotne vrednosti transakcij (Petrič, 2002, str. 24). Pri nas si zaradi konservativnosti bank in pomanjkanja drugih finančnih instrumentov podjetja lahko pomagajo le še z domačimi in tujimi strateškimi partnerji. Zato je te vrste odkupov tudi največ.

Tuji specializirani skladi od podjetij pričakujejo, da se najprej obrnejo na domače sklade, namenjene odkupom, razvoj teh pa je v Sloveniji šele na začetku.² Tako KD Group pripravlja prvi sklad, namenjen izključno managerskim odkupom. KD Capital Investment Fund bo vlagal predvsem v že delujoča, večja oziroma razvitejša podjetja z razmeroma močnimi tržnimi deleži v svoji panogi, ki hkrati dosegajo pozitivne finančne rezultate in se lahko po

¹ Od nobenega paradržavnega sklada (Soda, Kada) ne moremo pričakovati, da bi odigral vlogo strateškega lastnika, saj bosta v prihodnje, zaradi poplačila svojih obveznosti in zaradi razpršitve tveganja, prisiljena zmanjševati svoje lastniške deleže v slovenskih podjetjih. Iskati bosta morala naložbe v tujini in tako diverzificirati svoj portfelj, kar bo povzročilo prodajo njihovih naložb v Sloveniji.

² V Sloveniji že vrsto let obstaja nekaj skladov tveganega kapitala (Horizonte Venture Management, Prophetes, Slovenian Capital Development Fund, Aktiva Ventures in drugi), ki se ukvarjajo predvsem z vlaganjem v perspektivna podjetja na začetku svojega razvoja.

potrebi dodatno zadolžijo, vendar so iz različnih razlogov podcenjena. Lahko pa bo šlo denimo tudi za vlaganje v hčerinska podjetja večjih organizacij, ki se želijo preoblikovati. Glede na majhnost slovenskega kapitalskega trga namerava sklad KD Capital zbrati od 50 do 70 milijonov evrov in jih vložiti predvsem v domača podjetja, z najmanj pet do največ s 75 milijoni evrov prometa na leto. Za financiranje večjih odkupov pa že razmišljajo o povezovanju s tujimi skladi (Kalacun, 2002, str. 20).

4.3 PRAVNA UREDITEV MANAGERSKIH ODKUPOV V SLOVENIJI

V Sloveniji prevzeme oziroma odkupe podjetij urejata predvsem dva zakona:

- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) in
- Zakon o prevzemih (ZPre).

4.3.1 Zakon o gospodarskih družbah

Združitve in preoblikovanje delniških družb pri nas ureja Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) v svojem devetem poglavju, kjer navaja, da se družba lahko statusno preoblikuje z združitvijo, delitvijo, s prenosom premoženja in s spremembo pravnoorganizacijskih oblik. Zakon managerskih odkupov ne obravnava posebej, vendar pa zanje prav tako veljajo določila tega zakona.

Odkupi podjetja z zadolžitvijo so predvsem problematični z vidika načela o prepovedi pridobivanja lastnih delnic in z vidika zmanjšanja osnovnega kapitala. Pridobivanje lastnih delnic in pravic iz njih v slovenskem pravnem redu ureja četrto poglavje ZGD, v členih od 240 do 245. Spremembe statuta in povečanje oziroma zmanjšanje osnovnega kapitala je urejeno v členih od 309 do 358. Odkup lastnih delnic je eno izmed najbolj spornih področji pri MBO, zmanjšanje osnovnega kapitala pa lahko managerjem brez odkupa potrebnega števila delnic omogoči pridobitev večinskega deleža v podjetju.

Pridobivanje lastnih delnic prepoveduje ZGD v 240. členu, ki pravi, da je originalna pridobitev delnic absolutno prepovedana, medtem ko je derivativna le relativno prepovedana, saj obstajajo določene izjeme. Prepoved pridobivanja lastnih delnic izhaja iz načela, da delniška družba ne more postati sam svoj delničar (Varanelli, 2001, str. 356). Pomemben je tudi 241. člen, ki pravi, da je pravni posel ničen, če si družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic.

Pri MBO pridobi management večinski delež najlažje tako, da se na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic zmanjša osnovni kapital ter se tako management izogne obvezni javni ponudbi za odkup delnic in visokim potrebam po sredstvih za financiranje odkupa. Osnovni kapital se lahko zmanjša na tri načine: z rednim zmanjšanjem, s poenostavljenim zmanjšanjem ter z

umikom delnic. Pri rednem zmanjšanju je potrebna večina najmanj treh četrtin pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala. S statutom se lahko določi tudi višja kapitalaska večina.

4.3.2 Zakon o prevzemih

Smisel zakonodaje, ki pokriva področje prevzemov podjetij, ni njihovo preprečevanje, ampak omejevanje tistih dejavnosti udeležencev prevzemov (predvsem managerjev 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).

Slovenski Zakon o prevzemih (ZPre) temelji na standardnih načelih, ki so bila objavljena v direktivi Evropske skupnosti, št. 90/C 240/09 z dne 14. 9. 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,¹ 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 dobijo s tem možnost realizacije »premije za prevzem«.
- *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.
- *Omejitev določenih obrambnih dejanj managementa 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 pridobiti soglasje skupščine delničarjev.

ZPre ureja tudi primere, ko želi prevzemnik (pravna ali fizična oseba) v ciljni družbi pridobiti najmanj 25 odstotkov glasovalnih pravic. V tem primeru mora prevzemnik v skladu z ZPre² objaviti javno ponudbo (*mandatory bid*) za odkup vseh delnic podjetja. To pa ne velja za delnice, ki jih pridobijo družbe pooblaščenke, ustanovljene na podlagi 81. člena tega zakona.

Temeljno načelo ZPre je v enakem obravnavanju vseh delničarjev. Prevzemnik mora vsem delničarjem posamezne vrste vrednostnih papirjev ponuditi odkup pod enakimi pogoji, ki pa se lahko izvrši v denarju, nadomestnih vrednostnih papirjih, s kombiniranim plačilom ali z alternativnim plačilom.

¹ V našem zakonu 25 odstotkov.

² Pidi, Sod in Kad imajo prag, pri katerem morajo objaviti javno ponudbo za odkup vseh delnic, postavljen nekoliko više, pri 40 odstotkih (druga alineja 80. člena).

4.4 DRUŽBA POOBLAŠČENKA

ZPre v 81. členu določa, da delničarji izdajatelja, ki se je preoblikoval na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP) in ki kot enega od načinov preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic, lahko ustanovijo družbo pooblaščenko po postopku, kot je določen v Zakonu o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada RS za razvoj in obveznostih Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo (Uradni list RS, št. 71/94 in 57/95).

Namen družbe pooblaščenke naj bi bil omogočiti nejavnim privatiziranim delniškim družbam prehod v odprte javne družbe ali pa v dokončno zaprte, ki bi se nato preoblikovale v družbe z omejeno odgovornostjo. Njen cilj pa naj bi bil obvladovanje nadzornega deleža v podjetju in s tem nadzora nad spremembami v družbi ter ohranitev notranjega lastništva (Cankar, 2002, str. 15).

Ideja o družbi pooblaščenki je nastala v času lastninskega preoblikovanja podjetij. Mešani model privatizacije je managerjem in zaposlenim omogočil pridobiti večinski delež v gospodarskih družbah z ustanovitvijo družb pooblaščenk. Ideja o družbi pooblaščenki izvira iz ameriške konstrukcije ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*), ki je nekakšne vrste sklad, ustanovljen z namenom upravljanja z delnicami zaposlenih. Nakup delnic se financira tako, da sklad pri banki najame posojilo, zanj pa jamči gospodarska družba, v okviru katere je ESOP ustanovljen. Sklad v imenu zaposlenih kupi delnice, s katerimi nato tudi upravlja. Zaposleni v sklad vlagajo denar, ki se nato porabi za odplačevanje bančnega posojila.

Obstajajo pa tudi določene razlike med slovensko družbo pooblaščenko in ESOP. Namen ESOP je zagotoviti pokojninsko shemo zaposlenim članom ter prek lastništva zaposlenih vzpostaviti trdno vez med družbo in zaposlenimi in s tem slednje še dodatno motivirati za bolj učinkovito delo. Pri družbi pooblaščenki pa kot notranji lastniki v njeni lastniški sestavi sodelujejo tudi nekdanji zaposleni, zato o družbi pooblaščenki ne moremo govoriti kot o motivacijskem subjektu. Cilj družbe pooblaščenke je tako bolj v obvladovanju nadzornega deleža s strani notranjih lastnikov kot pa v spodbujanju k učinkovitejšemu delu, kar je namen ESOP (Petrič, 2002, str. 27).

Naslednja pomembna razlika je prenosljivost delnic. Zaposleni, ki so vključeni v program ESOP, svojih delnic ne morejo prosto prodajati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ampak jih lahko odkupi zgolj sklad ESOP. Delnice družbe pooblaščenke pa so neprenosljive samo v času trajanja notranjega odkupa, pozneje pa se njihova prenosljivost oziroma neprenosljivost določi v statutu družbe. Notranji lastniki lahko prek družbe pooblaščenke prevzamejo oziroma odkupijo družbo, pozneje pa jo lahko brez omejitev tudi prodajo.

Ustanovitev in izraba možnosti, ki jih ponuja sama družba pooblaščenka, je eden izmed najučinkovitejših mehanizmov za obrambo pred prevzemi, kar jih ponuja slovenska

zakonodaja. Zaradi svojih posebnosti pa tudi omogoča, da družbo prevzamejo notranji lastniki.

ZPre daje družbi pooblaščenki tudi privilegiran položaj v primeru koncentracije lastništva, saj določa, da za delnice, ki jih ta pridobi, ne veljajo določbe tega zakona glede prevzemov večjih nejavnih privatizirnih delniških družb.¹ Tako družbi pooblaščenki ni treba dati javne ponudbe za odkup vseh delnic, če preseže prag 25 odstotkov glasovalnih delnic. Prav tako ji ni treba obveščati Agencije za trg vrednostnih papirjev o pridobljenem kvalificiranem deležu. S tem ZPre omogoča notranjim lastnikom poleg lažjega uveljavljanja svojih interesov (enakopravnejši položaj do skladov, obramba pred sovražnim prevzemom) tudi prevzem podjetja brez prevzemne premije (Kovačič, 2002, str. 50).

ZPre v 60. členu določa, da če družba pooblaščenka in družba, s katero na podlagi delniškega sporazuma ali kako drugače skupno delujeta, pridobita nadzorni delež v ciljni družbi (25 odstotkov ali več glasovalnih pravic), morata obe ali pa po dogovoru samo ena družba obvezno objaviti javno ponudbo za odkup vseh delnic ciljne družbe.

4.5 PREDLOG ZAKONA O SPREMEMBAH IN DOPOLNITVAH ZAKONA O PREVZEMIH

Vlada Republike Slovenije je pred kratkim v parlament poslala predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih, ki naj bi uredil tudi problematično področje managerskih odkupov podjetij in jih naredil bolj pregledne. Glavni namen novega zakona je še dodatno izboljšati varstvo malih delničarjev v postopku prevzema družbe. Po novem bo zakon veljal za vse delniške družbe, četudi nekatere niso opredeljene kot javne, ki imajo najmanj 250 delničarjev in milijardo tolarjev celotnega kapitala.

V zakonu je podrobneje predpisan tudi sam postopek izvedbe odkupa, v katerem mora management delničarje obvestiti o nameri izvedbe odkupa delnic, jih seznaniti s pogodbo, predvsem pa predstaviti osnovo za določitev cene delnice, po kateri se odkup izvede. Glede na to, da delnice teh podjetij večinoma ne kotirajo na borzi in je zaradi tega težje določiti pravo ceno delnice, bo ta ocena prepuščena cenitvi družbe s strani pooblaščenega revizorja. Management bo moral cenitev predložiti skupaj z dokumentom, v katerem bo delničarjem pojasnil razloge za prevzem, hkrati pa tudi strategijo poslovanja podjetja za obdobje prihodnjih 5 let in način financiranja odkupa. Prepovedana bo finančna pomoč ciljne družbe kupcu za nakup delnic. Ciljna družba ne bo mogla prevzemati poroštev in drugih garancijskih obveznosti ter sklepati kreditnih ali drugih poslov, ki bi imeli enak učinek. Hkrati bo lahko

¹ ZPre (2. člen) se uporablja tudi za delnice nejavnih delniških družb, ki so se lastninsko preoblikovale po ZLPP, če njihov osnovni kapital presega milijardo tolarjev in imajo več kot 500 zaposlenih.

ciljna družba pomagala pri vračanju finančnih obveznosti le ob soglasju preostalih delničarjev (Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih, 2003, str. 7).

Med drugim predlog zakona predvideva tudi večja pooblastila Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju AVTP), ki bo po novem postala prekrškovni organ. Hkrati se bodo povečale tudi kazni za kršitelje, najvišja možna kazen bo 30 milijonov tolarjev. Do sedaj je AVTP lahko le ovadila potencialne kršitelje sodnikom za prekrške, kjer pa je mnogo primerov nato zastaralo.

Prevzemni prag za pooblašcene investicijske družbe, Sod in Kad se iz 40 odstotkov zniža na 25 odstotkov glasovalnih pravic, kjer je ta prag že presežen, pa se ti primeri obravnavajo kot izjeme. Novela hkrati določa, da je izstavitev ponudbe za odkup zdaj obvezna tudi ob prekoračitvi 25 odstotnega praga ob zmanjšanju osnovnega kapitala z umikom (lastnih) delnic. Spremenil se bo tudi položaj družbe pooblaščenke. Tako naj bi se črtal zloglasni 81. člen ZPre, po katerem družbi pooblaščenki ni bilo potrebno dati ponudbe za prevzem ob prekoračitvi 25 odstotnega lastniškega deleža podjetja (Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih, 2003, str. 12).

5 UČINKI ODKUPA PODJETJA

5.1 VISOKE PREMIJE PRVOTNIH DELNIČARJEV

Z objavo managementa o nameri odkupa podjetja se vrednost delnic močno poveča. Eno izmed prvih študij, ki se je ukvarjala z vprašanjem premij za prvotne lastnike, so izdelali DeAngelo, DeAngelo, Rice (1984). Analizirali so 72 podjetij, ki so med leti 1973 in 1980 napovedala namero izvedbe MBO. Šlo je predvsem za manjša podjetja, v katerih so managerji odkupili zajeten delež delnic. Premoženje delničarjev se je na dan objave namere o odkupu v povprečju povečalo za 22,27 odstotka, v obdobju 40 dni pred odkupom (vključno z dnem objave namere) pa se je premoženje lastnikov v povprečju povečalo za 30,4 odstotka. Če je šlo za gotovinske ponudbe (takšnih ponudb je bilo 57), so se cene delnic v obdobju dveh mesecev pred objavo namere (vključno z dnem objave namere) v povprečju dvignile za 56,31 odstotka. Ugotovili so tudi, da so se v obdobju nekaj dni pred objavo o nameri znatno povečali tečajji, kar kaže na to, da so nekateri managerji izkoristili notranje informacije. Tako so se v obdobju dveh dni pred objavo namere tečajji v povprečju povečali za 2,99 odstotka (DeAngelo, DeAngelo, Rice, 1984, str. 389).

Lehn in Poulsen (1988) sta prišla v svoji raziskavi do podobnih ugotovitev. Med leti 1980 in 1987 sta analizirala 263 »going private« transakcij. V primerjavi s predhodno raziskavo se je velikost transakcij znatno povečala, saj je povprečna vrednost odkupa znašala 191 milijonov dolarjev. Pri 92 podjetjih, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo (LBO), se je v obdobju 20 dni pred objavo namere odkupa in 20 dni po njej v povprečju cena delnic podjetja tarče dvignila za 20,5 odstotka (Lehn, Poulsen, 1989, str. 776). V 72 primerih, ko pa je bila za odkup ponujena gotovina, se je cena zvišala v povprečju za 41 odstotkov. Šlo je za obdobje 20 trgovalnih dni pred objavo namere odkupa vključno z dnem objave (Lehn, Poulsen (1988) v Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 404).

Lowenstein (1985) je med leti 1979 in 1984 raziskoval 28 MBO predlogov, med njimi pa nobeden ni bil nižji od 100 milijonov dolarjev. Primerno velikosti transakcije je bilo tudi lastništvo managerjev. Pred odkupom je bilo v povprečju 6,5-odstotno (merjeno s srednjo vrednostjo 3,8 odstotka), v 15 odkupljenih podjetjih pa se je lastniški delež managerjev povečal na 24,3 odstotka oziroma merjeno s srednjo vrednostjo na 10,4 odstotka. V 30 dneh pred objavo namere odkupa so se podjetja v povprečju podražila za 56 odstotkov (srednja vrednost 58 odstotkov). Če pa se je pojavilo več ponudb (več kot tri), se je cena v povprečju dvignila za 69 odstotkov (srednja vrednost 76 odstotkov). Pri tem je treba poudariti, da je tretja oseba ponudila za podjetje v povprečju 14 odstotkov več denarja (Lowenstein, 1985, str. 13). Lowenstein se strogo zavzema za organiziranje javnih dražb, kjer bi bile predstavljene še druge ponudbe, kar bi lahko močno povečalo donos lastnikov.

Tabela 5: Pregled premij za prvotne lastnike ob MBO in LBO

Študija	Obdobje	Vzorec	Obdobje	Povprečna sprememba vrednosti podjetja
DeAngelo, DeAngelo, Rice (1984)	1973–80	72 MBO	2 dni pred objavo	2,99 %
			na dan objave	22,27 %
			40 dni pred + dan objave	30,40 %
		57 MBO*	60 dni pred objavo	56,31 %
Lehn in Poulsen (1988)	1980–87	92 LBO	20 dni pred objavo in 20 dni po njej	20,5 %
		72 LBO*	20 dni pred + dan objave	41 %
Lowenstein (1985)	1979–84	28 MBO	30 dni pred + dan objave	56 % (58 %**)
			30 dni pred + dan objave	69 %*** (76 %**)
Goh, Gombola, Liu, Chou (2002)	1980–96	323 going private	od 20 dni do 1 dan pred objavo	11,02 %
			od 20 dni pred objavo do 1 dan po njej	35,07 %
<i>Odkup poslovnih enot (divisional MBO)</i>				
Hite in Vetsuypens (1989)	1973–85	151 MBO	/	0,55 %
Muscarella in Vetsuypens (1990)	1983–88	45 MBO	/	1,98 %

* ponudba je bila dana v gotovini

** srednja vrednost

*** dane so bile tri ali več ponudb

Vir: izbrane študije.

V samem procesu odkupa je zaradi različnih vzrokov mogoč tudi umik managerske ponudbe. Tako lahko management odkrije nekatere negativne informacije, ki zadevajo prihodnost podjetja in predhodno niso bile znane. Managerji lahko ugotovijo, da bodo tožbe malih delničarjev povzročile višje stroške od pričakovanih. Navsezadnje so možna tudi nesoglasja v managerski ekipi zaradi lastniške sestave ali pa zaradi izbranega načina financiranja.

Avtorji raziskave so ugotavljali posledice, ki jih je povzročil umik ponudbe. Tako so analizirali 18 primerov umikov ponudb. V skladu z »*gains sharing hypothesis*« bi se morala v povprečju vrednost delnic znižati, ko se ponudba umakne. Tako so se cene delnic na dan objave umika znižale v povprečju za 8,88 odstotka, kar je v skladu s hipotezo. Ker pa so se delnice v 40-dnevnem povprečju podražile za 12,89 odstotka, so se cene delnic v povprečju zvišale, tudi če vključimo dan objave umika. Obstajajo tri možne razlage glede povprečnega povišanja cen, ko upoštevamo tako objavo o nameri odkupa kot tudi umik ponudbe. Lahko pride do novega vrednotenja podjetja kot javne delniške družbe. Korekcija lahko vključuje predvidevanje, da bo management ponovno pretehtal svojo ponudbo in mogoče v prihodnje dal novo, še boljšo ponudbo za delničarje. Lahko pa gre zgolj za predvidevanje, da se bo v tekmo za odkup oziroma prevzem vključilo tretje podjetje, saj so prednosti podjetja kot nejavne delniške družbe očitne (DeAngelo, DeAngelo, Rice, 1984, str. 397, 399).

»*Divisional buy-out*« je za managerje priložnost, da z ločitvijo poslovne enote od birokratskega matičnega podjetja izboljšajo njeno poslovanje. V teh primerih matično podjetje

s prodajo poslovne enote le redko doseže pomemben donos. Navadno gre za manjše enote, ki nimajo večjega pomena v prihodkih celotne družbe. Managerji poslovnih enot so v dobrih odnosih z matičnimi managerji, zato prav zaradi odsotnosti javne dražbe pogosto dosežejo ugodno ceno. V bistvu je prodaja dela podjetja za matično podjetje smiselna zgolj, če lahko sredstva od prodaje naložijo v bolj profitabilne projekte (DePamphilis, 2002, str. 575; Hite, Vetsuypens, 1989, str. 953).

Z odkupi poslovnih enot sta se prva ukvarjala Hite in Vetsuypens (1988), ki sta v letih med 1973 in 1985 analizirala 151 managerskih odkupov poslovnih enot. Ugotovila sta zgolj minimalen povprečni donos (0,55 odstotka) za lastnike matičnega podjetja. Odprodane poslovne enote so v povprečju pomenile zgolj 16,6 odstotka tržne vrednosti povprečnega matičnega podjetja. Raziskava ni pokazala, da bi prodaja poslovnih enot njihovim managerjem za delničarje matičnega podjetja škodovala oziroma bi bila manj donosna v primerjavi s prodajami zunanjim kupcem (Hite, Vetsuypens, 1989, str. 962).

V eni izmed novejših študij so Chaplinsky, Niehaus in Van de Gucht (1998) med drugim primerjali donose lastnikov, če gre za delavski odkup podjetja (*employee buy-outs – EBO*) oziroma za odkup, kjer sodeluje zgolj vrhnji management (MBO). Analiza ni pokazala pomembnih razlik med tema dvema vrstama odkupa (glej Tabela 6). Je pa ugotovila podobno kot Hite in Vetsuypens (1988), da lastniki matičnih podjetij pri prodaji posameznih enot ne morejo pričakovati večjih donosov oziroma povečanja vrednosti delnic matičnega podjetja, ne glede na to, za kakšno vrsto odkupa gre. Donos matičnih delničarjev je bil pri EBO celo negativen – če so analizirali povprečen donos v obdobju en dan pred objavo in en dan po njej ali v obdobju pet dni pred objavo namere pa do izvedbe odkupa (Chaplinsky, Niehaus, Van de Gucht, 1998, str. 292).

Tabela 6: Donosi lastnikov podjetij ob EBO in MBO

<i>Obdobje: 1 dan pred objavo namere odkupa podjetja in 1 dan po njej</i>			
	Vzorec	Srednja vrednost (median)	Povprečje (mean)
EBO	18	13,3 %	15,8 %
MBO	94	14,9 %	18,8 %
EBO - odkup poslovne enote	12	-0,6 %	0,2 %
MBO - odkup poslovne enote	56	0,4 %	2,7 %
<i>Obdobje: 5 dni pred objavo namere odkupa podjetja pa do izvedbe samega odkupa</i>			
	Vzorec	Srednja vrednost (median)	Povprečje (mean)
EBO	18	26,1 %	30,2 %
MBO	94	24,7 %	26,3 %
EBO – odkup poslovne enote	12	-7,5 %	-9,1 %
MBO – odkup poslovne enote	56	-1,3 %	-1,0 %

Vir: Chaplinsky, Niehaus, Van de Gucht, 1998, str. 292.

V literaturi se najpogosteje kot viri za tako visoke premije navajajo zmanjšanje problema agentov, davčni prihranki, prerazporeditev bogastva ter asimetrija informacij in z njo povezana podcenjenost (Lehn, Poulsen, 1989, str. 772; Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 405).

5.2 PREDNOSTI »PRIVATE« PRED »PUBLIC« (RAZLOGI ZA VISOKE PREMIJE PRVOTNIH LASTNIKOV)

5.2.1 Asimetrija informacij

Asimetrija informacij v skladu s tako imenovano teorijo podcenjenosti (*underpricing hypothesis*) (Kaplan, 1989a, str. 219; Bešter, 1996, str. 52) predvideva, da imajo managerji določene notranje informacije, na podlagi katerih predvidevajo, da je podjetje podcenjeno. Bistvo teh informacij je, da niso dostopne širšemu krogu vlagateljev. Tako lahko managerji odkupijo podjetje za nižjo ceno, kot bi ga lahko, če bi imeli lastniki na razpolago vse informacije. Ponudba za managerski odkup torej signalizira trgu, da bodo prihodnji dobički iz poslovanja podjetja večji, kot je bilo pričakovano, in da je podjetje manj tvegano, kot meni javnost (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 412). Lastniki bi sčasoma, tudi če management ne odkupi podjetja, lahko zaslužili zaradi boljšega poslovanja podjetja. V skladu z navedeno teorijo imajo managerji prav zaradi asimetrije informacij koristi od odkupa podjetij (Kaplan, 1989a, str. 242).

Po drugi strani pa za managerske odkupe podjetij velja, da so ena izmed najbolj reguliranih in nadzorovanih transakcij v poslovnem svetu. Obsežne zahteve glede razkritja informacij in pogoste tožbe s strani delničarjev, povezane z MBO ponodbami, silijo managerje v poštenost njihovih ponudb za odkup. Zato teorija podcenjenosti pogosto ni motiv managerjev za MBO, saj lahko pravni zapleti in preložitve odkupa močno otežijo odkup in celo prestavijo določene ukrepe za izboljšanje poslovanja, ki bi sledili odkupu (Lee, 1992, str. 1062).

Podobno je ugotovil tudi Kaplan (1989a) v svoji raziskavi. Po njegovem mnenju obstaja več razlogov, zakaj teorija o podcenjenosti ne drži (Kaplan, 1989a, str. 219):

1. Managerji podjetja, ki ne sodelujejo v odkupu, imajo pred odkupom zajeten delež delnic (na primer 10-odstoten), z odkupom pa se ta delež močno zmanjša. Ob predpostavki, da so ti nesodelujoči managerji enako informirani, bi bilo neracionalno pričakovati, da so svoje delnice prodali pod ceno.
2. V obdobju raziskave 46 MBO ni bilo dokončanih,¹ 34 podjetij pa so prevzeli drugi vlagatelji. Iz napisanega sledi, da morajo na aktivnem trgu managerji oddati konkurenčno ponudbo, saj se jim lahko hitro zgodi, da podjetje prevzame kdo drug ali pa da se MBO ne izvede.

¹ Raziskava ne omenja, koliko je bilo vseh proučevanih podjetij, navaja zgolj podatek, da je od proučevanih podjetij 76 izvedlo MBO.

3. Kaplan je primerjal tudi finančne napovedi o prihodnjem poslovanju pred ponudbo za odkup z dejansko realizacijo po odkupu. V svoji analizi ni našel dokazov, da so bile napovedi podcenjene.

Tudi je Lee (1992) ugotovil, da v povprečju cene delnic podjetij, ki jim ni uspelo izvesti MBO po umiku ponudbe za odkup, padejo. Na višji ravni se obdržijo samo, če podjetje dobi novo ponudbo za odkup oziroma prevzem. Neuspešna izvedba MBO je lahko posledica večjega števila vzrokov. Management lahko sam presodi, da je bila njihova ponudba preoptimistična, in se je zato odločil za umik ponudbe. Lahko pa gre zgolj za nasprotovanje delničarjev in nadzornega sveta podjetja. Vendar tudi v omenjenih dveh primerih cene delnic po umiku ponudbe niso ostale na višji ravni. Iz tega lahko sklepamo, da tudi ob nasprotovanju lastnikov in nadzornega sveta asimetrija informacij v povprečju nima večjega vpliva na vrednost delnice (Lee, 1992, str. 1064).

Dane ugotovitve kažejo na aktivno vlogo razvitega trga kapitala pri zmanjševanju vpliva asimetrije informacij. Poleg tega je bilo veliko managerskih odkupov spodbujenih zaradi govoric o sovražnem prevzemu ali pa zaradi dane konkurenčne ponudbe (Lehn, Poulsen, 1989, str. 773), kar pomeni, da boljša informiranost oziroma poznavanje nekaterih javnosti nedostopnih informacij torej ne more biti pomembnejši motiv za managerski odkup podjetja.

5.2.2 Zmanjšanje problema agentov

Konvencionalni model upravljanja podjetij iz 20. stoletja (odprta delniška družba), z razpršenim lastništvom, profesionalnimi managerji brez večjega lastniškega deleža, nadzornimi sveti, v katerih prevladujejo zunanji člani, ki jih imenuje management, ostaja primerna organizacijska sestava predvsem za hitro rastoča podjetja, pri katerih naložbene priložnosti presegajo denarni tok, ki ga generira podjetje samo. Takšna podjetja lahko najdemo v industrijah, kot so računalništvo, elektronika, biotehnologija, farmacija, finančne storitve in druge. Pri teh ni nevarnosti, da bodo med množico profitabilnih projektov izbrale neprofitabilne. Poleg tega morajo stalno pridobivati nova finančna sredstva s trga kapitala in so tako podvržena nenehnemu nadzoru finančnih ustanov. Tako za javne odprte delniške družbe niso primerne industrije z nizko stopnjo rasti, z malo profitabilnimi možnostmi, kjer je dizinvestiranje najbolj primerna dolgoročna strategija. Gre za podjetja iz železarske, kemične, pivovarske, tobačne, zabavne, lesne in papirne industrije. V teh in drugih nizko rastočih, denarno bogatih industrijah obstaja največja nevarnost, da bo management 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 sestava sodobnih odprtih delniških družb je zelo razpršena, pomembno pa je, da njihovi lastniki niso managerji, ki podjetje vodijo. Zato je problem agentov posledica različnih interesov managerjev na eni strani in lastnikov na drugi (Bešter, 1996, str. 56; Weir,

1995, str. 24). Interes lastnikov je čim višja vrednost delnic, interes managerjev pa čim večja moč v njihovih rokah, čim večje podjetje, ki daje v javnem življenju določen status, in druge bonitete (Fox, Marcus, 1992, str. 65).

Z managerskim odkupom podjetja se spremeni lastniška sestava, ki bolj trdno veže nagrade managerjev na njihovo uspešnost. Poveča se lastniški delež managerjev, ki so tako bolj motivirani za uspešnejše poslovanje (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 407). V javnih podjetjih morajo managerji ustvarjeni dobiček deliti z množico razpršenih delničarjev. Posledično managerji vodijo podjetje tako, da ustvarja nepotrebne stroške. Z razlogom zmanjšanja lastne obremenjenosti pretirano zaposlujejo, povečajo se stroški reprezentance, skratka porabljajo več, kot je primerno, kar zmanjša profitabilnost celotnega podjetja. Organizacijsko in lastniško prestrukturiranje podjetja omogoča uvedbo inovativnih sistemov nagrajevanja, ki managerske nagrade močnejše vežejo na uspešnost podjetja. Uvedba takšnega sistema nagrajevanja v velikih javnih podjetjih ne bi bila mogoča, saj bi temu hitro nasprotovali manjšinski delničarji, ki bi utegnili videti takšen sistem kot preradodaren do managerjev (DeAngelo, DeAngelo, 1987, str. 44).

Zaradi spremenjenega časovnega horizonta, ki ga prinaša sprememba lastniške sestave podjetja, lahko managerji preusmerijo svojo pozornost z doseganja kratkoročnih ciljev (kratkoročnih prihodkov) na doseganje dolgoročne rasti in na povečevanje denarnih tokov podjetja (Babič, 2002, str. 6; Lowenstein, 1986, str. 154; Alkhafaji, 1991, str. 57).

Managerji navadno odkupijo podjetje ob pomoči specialistov za odkupe, ki tako postanejo lastniki podjetja. Gre za manjše število vlagateljev, ki imajo v podjetju velik lastniški delež, obenem pa veliko večjo motivacijo za nadzor managementa v primerjavi z majhnimi in razpršenimi lastniki (Green, 1992, str. 516). Z zmanjšanjem števila vlagateljev oziroma lastnikov se zmanjša tudi tako imenovani problem zastonjkarstva (*free rider problem*).

Posledica problema agentov pa so stroški, ki jih delimo na (Brigham, Daves, 2002, str. 6; Jensen, 1988, str. 28):

- stroške, povezane z nadzorom managementa (na primer stroški revidiranja),
- stroške, povezane z organiziranjem podjetja tako, da čim boljše onemogoča samovoljno ravnanje managementa,
- stroške neizbrane alternative (*opportunity costs*). Omejitve s strani lastnikov onemogočajo management pri sprejemanju hitrih odločitev, ki bi lahko koristile lastnikom.

Večja verjetnost, da se bo problem agentov zaostroval, obstaja v podjetjih, kjer imajo managerji le majhen lastniški delež. Takšni managerji, ki jim delnice podjetja prinašajo samo manjši del njihovih celotnih dohodkov, ravnajo drugače v primerjavi z managerji, ki imajo večji paket delnic. Problem agentov je aktualen tudi v podjetjih z razpršeno lastniško sestavo,

pri kateri posamezni lastniki nimajo pravega interesa, da bi nadzorovali ravnanje managerjev. Posledično managerji vlagajo v manj donosne projekte, diverzificirajo podjetje in s tem zmanjšujejo vrednost samega podjetja. Managerji imajo motiv, da povečajo velikost podjetja prek optimalne velikosti (Jensen, 1988, str. 28), saj večje podjetje pomeni večjo moč v rokah managerjev, to pa je pogosto povezano z večjimi nagradami in bonitetami managementa. Tudi interes srednjega managementa je, da podjetje raste, saj tako tudi sami hitreje napredujejo (Jensen, 1986, str. 323).

Obstaja vrsta organizacijskih in tržnih mehanizmov, s katerimi je mogoče managerje, ki večinoma delujejo za lastno korist, spodbuditi in motivirati k dejanjem, ki bodo v skladu z interesi lastnikov. Med njimi je treba omeniti različne sisteme nagrajevanja, nadzorno vlogo trga managerjev¹ in vlogo trga kapitala, kjer se pritisk izvaja prek nizke cene delnice. Kadar vsi navedeni mehanizmi zatajijo, se možnosti za prevzem precej povečajo (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 408).

Prav managerski odkup in posledično konsolidacija lastništva lahko v veliki meri rešita problem javnih delniških družb in s tem zmanjšata konflikt med managerji in lastniki (Jensen, 1989a, str. 61). Nagrade managerjev so veliko bolj povezane s poslovanjem podjetja. Managerjem tako imenovani lastniški zatikalniki (*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).

V običajnem podjetju je nadzor izključno vertikalna dejavnost. Če se poveča lastniški delež notranjega managementa, pa postane nadzor poleg vertikalne tudi horizontalna dejavnost. To je najboljše vidno med člani managerske skupine pri managerskih odkupih. Če pri odkupu sodelujejo tudi drugi zaposleni, pa se lahko takšne dejavnosti prenesejo na celotno podjetje (Wright et al., 1994, str. 217).

Problem agentov je še posebno izrazit v zrelih panogah, kjer podjetja generirajo presežne denarne tokove, nimajo pa dovolj perspektivnih projektov, ki bi upravičili naložbe. Managerji 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 Managerji si s svojem delovanjem in vedenjem ustvarjajo ugled na trgu managerjev in prav od njihovega ugleda je dostikrat odvisen tudi njihov uspeh.

5.2.3 Teorija presežnih denarnih tokov

Teorija presežnih denarnih tokov je ena izmed različic teorije o problemu agentov. Presežni denarni tokovi so opredeljeni kot presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje vseh projektov v podjetju, ki imajo ob uporabi ustreznega diskontnega dejavnika 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. Managerji 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 managementa ni maksimiranje vrednosti podjetja, ampak maksimiranje premoženja podjetja, s katerim sami razpolagajo (Jensen, 1986, str. 323). Prav tako je bilo empirično dokazno, da obstaja pozitivno razmerje med rastjo podjetja¹ in plačili managerjev (Jensen, 1988, str. 28). Hkrati pa nizka stopnja rasti kaže, da podjetju primanjkujejo profitabilni projekti. Če je management specializiran zgolj za poslovanje v obstoječi panogi, so lahko naložbe v diverzifikacijo neprofitabilne. Zato pomenijo premije, ki so plačane pri managerskem odkupu oziroma »going private« transakciji, novo vrednotenje diskontiranih denarnih tokov podjetja. Če podjetju preti sovražni prevzem, imajo managerji zelo velik interes, da izplačajo presežne denarne tokove lastnikom v obliki povečanih dividend, odkupijo lastne delnice ali pa izvedejo managerski odkup. Management lahko objavi trajno povečanje dividend, vendar takšna poteza pogosto ni modra, saj se lahko presežni denarni tok zmanjša, trg pa močno kaznuje znižanje dividend s korekcijo tečaja delnice navzdol (Jensen, 1986, str. 324). Iz napisanega lahko sklepamo, da so sovražni prevzemi v smislu teorije presežnih denarnih tokov lahko velik motivator za izvedbo managerskega odkupa (Lehn, Poulsen, 1989, str. 774).

Teorija presežnih denarnih tokov je nekakšen paradoks. Povečanje finančne fleksibilnosti, ki bi omogočala managementu večji nadzor nad presežnimi denarnimi tokovi, lahko celo zmanjša vrednost podjetja. Paradoks je posledica dejstva, da je težko zagotoviti, da bo management presežne denarne tokove uporabil tako, kot je za lastnike najbolje (Jensen, 1988, str. 29).

Podjetja, ki izvedejo managerski odkup in se preoblikujejo v zaprte delniške družbe, so ravno zaradi učinkovitejšega razreševanja problema presežnih denarnih tokov sposobna uspešneje tekmovati z odprtimi delniškimi družbami. Kandidati² za izvedbo MBO so najpogosteje podjetja, ki stabilno poslujejo, imajo malo možnosti za rast in ustvarjajo precejšnje denarne tokove – torej ravno tista podjetja, pri katerih je problem presežnih denarnih tokov največji (Bešter, 1996, str. 63; Jensen, 1988, str. 31).

¹ Rast podjetja je bila določena z rastjo prodaje.

² Več o značilnostih podjetij, primernih za izvedbo managerskega odkupa, glej v poglavju 3.1, str. 24.

5.2.4 Nadzorna funkcija dolga¹

Managerski odkup podjetja z dolgom pomeni »korenček« in »palico« za zniževanje stroškov agentov, povezanih s presežnimi denarnimi tokovi. Z vstopom managerjev med večje lastnike se močno poveča njihova motivacija za bolj zavzeto delo – »korenček«. Podjetje se za financiranje odkupa močno zadolži, visoka stopnja dolga pa managerje prisili v učinkovito vodenje podjetja, da preprečijo stečaj podjetja – »palica«. To je močna spodbuda za management, da izvede organizacijske spremembe v podjetju, ki bi jih bilo zgolj za izplačevanje prostih denarnih tokov lastnikom zaradi notranjega odpora v podjetju težje izvesti. Visoka stopnja dolga management prisili, da poišče notranje rezerve, zniža nepotrebne stroške ter odproda dele podjetja, ki jih ne potrebuje in so več vredni zunaj podjetja. Tako pridobljena sredstva se porabijo za zmanjšanje dolgov na primernejšo raven, podjetje pa je učinkovitejše, fleksibilnejše in organizacijsko bolj pripravljeno za konkurenčni boj na trgu (Figuroa, 2003, str. 24). Veliki dolgovi tako prinašajo korist za podjetje, ki je večja od stroškov, povezanih z večjo verjetnostjo stečaja (Cotter, Peck, 2001, str. 102).

Dolg torej uspešno zniža stroške agentov prostega denarnega toka z zmanjšanjem denarnega toka, ki je na razpolago managerjem za trošenje po njihovi presoji in za njihovo osebno korist. V veliki meri celotni dolg ni tisti, ki motivira managerje k bolj zavzetemu delu, ampak velikost anuitete, ki jo morajo vsak mesec plačevati. Prav dolg s krajšim obdobjem odplačevanja poveča mesečne plačila in s tem motivacijo managerjev k bolj zavzetemu delu (Jensen, 1986, str. 324).

Nadzorna funkcija dolga je pomembnejša v podjetjih, ki ustvarjajo visoke denarne tokove, imajo pa slabo perspektivo za rast. Še posebno je pomembna v organizacijah, ki se morajo zmanjšati, saj se v takšnih organizacijah zlasti kaže težnja po vlaganju presežnih denarnih tokov v projekte, ki niso ekonomsko upravičeni. Nadzorni učinek dolga pa ne bo enak pri hitro rastočih podjetjih, ki imajo možnosti za uresničitev donosnih projektov in nimajo presežnih denarnih tokov. Takšno podjetje je zaradi stalnih potreb po dodatnem kapitalu nenehno izpostavljeno preverjanju finančnih ustanov in trgov, ki pogosto preverjajo management in ekonomsko upravičenost njihovih projektov. Pri hitro rastočih podjetjih nadzorno funkcijo dolga prevzemajo investicijski bankirji in analitiki (Jensen, 1988, str. 31).

5.2.5 Prerazporeditev bogastva

Kritiki managerskih odkupov menijo, da plačane premije pri takšnih transakcijah pomenijo zgolj prenos bogastva od lastnikov dolga, prednostnih delničarjev, zaposlenih in od države k delničarjem oziroma lastnikom podjetja. Večja vrednost podjetja ne more biti povezana zgolj z izboljšanjem produktivnosti podjetja (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 411).

¹ Jensen (1986) nadzorno funkcijo imenuje »kontrolna hipoteza«, saj gre za funkcijo, ki omogoča nadzor nad delovanjem managerjev.

5.2.5.1 Prenos bogastva od posojilodajalcev k lastnikom

Zaradi povečanja razmerja med dolgom in kapitalom pri »going private« transakcijah, obstaja možnost prenosa bogastva od lastnikov dolga k lastnikom podjetja. Izvedba odkupa z zadolžitvijo močno poveča razmerje med dolgom in kapitalom, kar poslabša rating podjetja. Povišajo se stroški »mrtvega kapitala« (*deadweight costs*), poveča se verjetnost stečaja, spremenijo pa se tudi prioritete terjatev v primeru finančne stiske (Warga, Welch, 1993, str. 961). V preteklosti se je dogajalo, da se je cena delnice podjetja ob dani ponudbi za odkup dvignila, hkrati pa se je znižala cena dolga (obveznic).¹ Ponavadi sam dvig cene podjetja močno preseže padec cene obveznic, ki ga utrpijo posojilodajalci.

Lehn in Poulsen (1988) sta za obdobje 1980–84 analizirala devet nezamenljivih obveznic. Kljub povečanemu razmerju dolg/kapital za skoraj trikrat sta ugotovila zgolj minimalne spremembe v njihovi ceni v 10–20 dneh pred objavo namere odkupa in po njej (Lehn, Poulsen, 1988 v Warga, Welch, 1993, str. 961). Podobno so ugotovili Marais, Schipper in Smith (1989). Ti so raziskovali 50 nezamenljivih obveznic, ki jih je izdalo 30 podjetij (10 jih je uspešno zaključilo MBO) v obdobju 1974–1985 in s katerimi se je javno trgovalo. Tudi oni so ugotovili zgolj manjšo spremembo v ceni. Dva dni po objavi je bila sprememba v povprečju –0,03-odstotna, če pa upoštevamo celotno obdobje od objave do konca odkupa pa –1,0-odstotna (Marais, Schipper, Smith, 1989, str. 172).

Prav nasprotno sta ugotovila Warga in Welch (1993). Analizirala sta 116 obveznic, ki jih je izdalo 29 podjetij v obdobju 1985–1989. Ugotovila sta, da je bila povprečna izguba lastnikov obveznic, prilagojena na tveganje, 1,2-odstotna za dvomesečno obdobje in 6-odstotna za štirimesečno obdobje. Analiza pa ni dokazala, da lastniki delnic pridobijo na račun lastnikov obveznic, saj je bila izguba lastnikov obveznic v povprečju zgolj 7 odstotkov donosa lastnikov delnic. Poleg tega so bila podjetja z največjim dvigom cene delnic le rahlo korelirana s podjetji, katerih obveznice so imele največji padec.² V povprečju so imele večji padec obveznice z višjim ratingom in daljšim rokom dospelja (Warga, Welch, 1993, str. 979).

Z Wargo in Welchem (1993) se strinjata tudi Asquith in Wizman (1990), ki sta analizirala 149 obveznic 47 podjetij, ki so izvedla odkup v letih med 1980 in 1988. Ugotovila sta 2,8-odstotno izgubo v povprečju za lastnike obveznic za celotno proučevano obdobje (glej Tabelo 7) (Asquith, Wizman, 1990, str. 203). Dokazala sta tudi, da lastniki obveznic ne utrpijo vedno izgube. Padec vrednosti je doživelo 73 odstotkov obveznic, ki niso bile zaščitene proti

¹ Pri enem izmed najbolj odmevnih odkupov z zadolžitvijo RJR Nabisco se je v zelo kratkem časovnem obdobju (2 mesecih) cena delnice podjetja dvignila za 61,8 odstotka (s 55 na 89 dolarjev), obenem pa so se cene obveznic znižale za 16,5 odstotka (s 85 na 71 dolarjev). Tako so po nekaterih predvidevanjih lastniki obveznic zaradi znižanja cene teh izgubili približno 300 milijonov dolarjev. V celoti pa se predvideva, da so lastniki obveznic izgubili kar milijardo dolarjev, celoten dolg RJR Nabisco pa je bil pet milijard dolarjev. Na dan objave ponudbe so nekatere obveznice padle kar za 20 odstotkov, vendar pa je tudi res, da je bilo veliko obveznic s kratkim dospeljem, te delnice pa so bile veliko manj prizadete.

² Obstaja vprašanje, ali je bila velikost vzorca dovolj velika za preverjanje korelacij med spremenljivkami.

povečanju zadolženosti podjetja, in zgolj 28 odstotka zaščitene obveznic. Vendar pa je višje tveganje pri nezaščitene obveznicah že upoštevano, saj prinašajo lastnikom višji donos. Obveznicam, ki so močno zaščitene proti nepričakovanemu povečanju zadolženosti podjetja, so se ob objavi namere odkupa cene celo dvignile (Asquith, Wizman, 1990, str. 212). 4,6-odstotni padec dobro zaščitene obveznic v obdobju štirih mesecev lahko razložimo z dejstvom, da njihovi lastniki ne razumejo najbolje zaščite obveznic, zato jih prodajo takoj po objavi namere. V celotnem proučevanem obdobju pa se je vrednost teh obveznic dvignila za 2,1 odstotka.

Tabela 7: Eno-, štirimesečni donosi in donosi obveznic celotnega obdobja* za podjetja, ki so uspešno izvedla MBO, in za vsa podjetja, ki so napovedala MBO v obdobju 1980–1988

Zaščita obveznic	Uspešno izvedli MBO (47 podjetij, 149 obveznic)			Napovedali MBO (65 podjetij, 214 obveznic)		
	1 mesec	4 meseci	Celotno obdobje	1 mesec	4 meseci	Celotno obdobje
Vse obveznice	-1,7 %	-3,7 %	-2,8 %	-1,1 %	-2,2 %	-2,0 %
Dobro zaščitene	/	-4,6 %	+2,1 %	-0,1 %	-1,0 %	+2,6 %
Slabo zaščitene	/	/	-2,0 %	-0,3 %	-0,5 %	-0,7 %
Nezaščitene	/	/	-5,3 %	-2,6 %	-4,0 %	-5,2 %

* Enomesečni donosi so izračunani od konca enega meseca pred objavo do konca meseca, v katerem je bila objavljena namera. Štirimesečni donos je izračunan od konca drugega meseca pred objavo do konca drugega meseca po objavi, za celotno obdobje pa od konca drugega meseca pred objavo do konca meseca, v katerem je bil odkup zaključen oziroma preklican.

Vir: Asquith, Wizman, 1990, str. 202 in 203.

Podobno kot Warga in Welch (1993) ter Asquith in Wizman (1990) se ugotovili tudi Cook, Easterwood, Martin, (1992), ki so proučevali 29 MBO v obdobju med 1981 in 1989. Ugotovili so, da so se v obdobju od 31 tednov pred objavo namere do 5 tednov po njej cene obveznic v povprečju znižale za tri odstotke. Podobno kot avtorji pred njimi so tudi oni ugotovili, da je padec cen močno odvisen od časa dospelosti obveznic in od omejitvenih zavez (*restrictive covenants*). Obveznice, katerih podjetja so bila brez teh omejitev in niso izplačevala dividend, so v povprečju izgubila 6,5 odstotka svoje vrednosti (Cook, Easterwood, Martin, 1992, str. 102). To pa je podobno ugotovitvi Asquitha in Wizmana (1990), ki sta zasledila 5,2-odstotni povprečni padec za takšne obveznice.

Nekateri lastniki obveznic nedvomno izgubijo zaradi MBO, vendar ni dokazov, da bi lastniki dolga izgubljali v povprečju. Iz tega lahko sklepamo, da lastniki podjetja ne pridobijo koristi na račun lastnikov dolga.

5.2.5.2 Prenos bogastva od zaposlenih k lastnikom

Več avtorjev je proučevalo vpliv MBO na zaposlenost. Tako je na primer Kaplan (1989a) proučeval 76 večjih managerskih odkupov javnih podjetij v obdobju med leti 1980 in 1986.

Zaposlenost se je dvignila pri polovici podjetij, tako da je srednja vrednost spremembe zaposlenosti pri podjetjih, ki so izvedle MBO, znašala 0,9 odstotka, v obdobju eno leto pred najavo MBO in eno leto po njej. Hkrati pa je zaposlenost zrasla za 12 odstotkov manj v primerjavi z drugimi podjetji v isti industriji. Če se poslovna enota podjetja proda, se zaposlenost posledično zniža. Tako je Kaplan podjetja, ki so s prevzemi ali pa z dezinvestiranjem spremenila vrednost kapitala podjetja za več kot deset odstotkov, izločil iz analize. V novi analizi je 61,5 odstotka podjetij povečalo zaposlenost. Srednja vrednost zaposlenosti pa se je zvišala za 4,9 odstotka. Kljub temu se je zaposlenost v primerjavi z drugimi podjetji iz iste industrije znižala za 6,2 odstotka, vendar pa rezultat ni bil statistično značilen (Kaplan, 1989a, str. 241).

Lichtenberg in Siegel (1990) sta proučevala spremembe v številu zaposlenih za podjetja, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo. Raziskava je odkrila zgolj manjše, statistično neznačilno, zmanjšanje zaposlenosti pri delavcih v proizvodnji. Večje znižanje, 8,5-odstotno, pa je bilo pri neproizvodnih delavcih. Proučevano obdobje je zajelo leto pred izvedbo odkupa in dve leti po njej. Tako se je razmerje med neproizvodnimi in proizvodnimi delavci v primerjavi z industrijskim povprečjem znižalo za 6,5 odstotka. Avtorja sta ugotavljala tudi, kako so se spreminjale plače zaposlenih. Plače neproizvodnih delavcev so se znižale, prav nasprotno pa so se plače proizvodnih delavcev povišale. V povprečju se je urna postavka dvignila za 2,3 odstotka, za 3,6 odstotka pa so se povišale plače na letni ravni. Razmerje med plačami neproizvodnih in proizvodnih delavcev se je tako v povprečju zmanjšalo za 8,8 odstotka (Lichtenberg, Siegel, 1990, str. 185).

Wright in Coyne (1985) sta ugotovila, da je med leti 1983–84 kar 44 odstotkov britanskih podjetij, ki so izvedla MBO, zmanjšalo število zaposlenih v povprečju za 18 odstotkov. Vendar pa so podjetja tudi dodatno zaposlovala, tako da je bil skupni učinek povečanje zaposlenosti za 11,3 odstotka (Wright, Coyne, 1985 v Wright, Coyne, Robbie, 1987, str. 43).

Na podlagi predstavljenih raziskav torej ni mogoče sklepati, da lastniki povečajo svoje premoženje na račun odpuščanja zaposlenih oziroma na račun zniževanja plač, saj v nobenem primeru ni bilo večjega zmanjšanja zaposlenosti. Možna razlaga za nižjo rast zaposlenosti v primerjavi z drugimi podjetji v industriji je lahko v nižji rasti prodaje in sredstev pri podjetjih, ki so izvedla MBO. Takšna podjetja se v prvi vrsti posvečajo konsolidaciji poslovanja in odplačilu posojil, šele nato pa pride na vrsto ponovna rast in splošno širjenje podjetja. Poleg tega podjetja, ki so izvedla MBO, večjo pozornost posvečajo izkoriščenosti zaposlenih in skrbneje načrtujejo nova zaposlovanja v primerjavi s preteklostjo. Spremembe so bile potrebne predvsem pri srednjem managementu, treba se je bilo pripraviti na novo organizacijsko sestavo, primernejšo za neodvisno nastopanje na trgu.

5.2.5.3 Vpliv odkupa na raziskave in razvoj ter kapitalske naložbe

Hall (1990) meni, da se bodo izdatki za raziskave in razvoj, obenem pa tudi za naložbe v podjetjih, ki so izvedla managerski odkup, znižali iz dveh razlogov. Ekonomski vidik smatra odkup z zadolžitvijo kot mehanizem za vzdrževanje managerske discipline. Podjetja, ki ne kotirajo na borzi, tudi veliko težje pridejo do novih finančnih virov za financiranje novih projektov, poleg tega so podjetja, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo, še močno zadolžena in si ne morejo več izposojati finančnih sredstev. Preverjanje neto sedanjih vrednosti novih projektov je bolj dosledno. Veliko več projektov bo ocenjenih z negativno neto sedanjo vrednostjo, to pa bo povzročilo njihovo opustitev (Hall, 1990, str. 86). Drugi vidik pa je tako imenovani vedenjski vidik. V skladu s tem vidikom je glavna skrb managementa, kako zmanjšati zadolženost podjetja. Zaradi kratkovidnosti managerjev so morebitni dobri projekti zavrnjeni (Fox, Marcus, 1992, str. 77).

Drugi spet menijo, da bo podjetje tudi po izvedenem managerskem odkupu nadaljevalo z vlaganjem v raziskave in razvoj novih produktov, saj imajo managerji velik osebni motiv za uspeh odkupa in zato niso pripravljeni tvegati nadaljnjega razvoja podjetja v zameno za kratkoročno korist.

Zahra (1995) je analiziral 47 odkupov podjetij z zadolžitvijo in je odkril večje naložbe v razvoj proizvodov, povečalo se je število zaposlenih v razvojno-raziskovalnih oddelkih in tudi sama opremljenost teh oddelkov. Projekti, ki so že bili v teku in za katere se je predvidevala koristnost šele čez nekaj let, se niso opuščali. Podjetja so se med seboj vedno bolj povezovala in ustanavljala tehnološka partnerstva (Zahra, 1995, str. 226). Tudi Lichtenberg in Siegel (1989)¹ sta prišla do enakih ugotovitev. Ugotovila sta, da se izdatki za raziskave in razvoj pri podjetjih, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo, povečujejo po približno enaki stopnji kot pri podjetjih, ki niso izvedle odkupa. Vendar pa so ti izdatki v povprečju precej manjši kot pri drugih podjetjih (Lichtenberg, Siegel, 1989, str. 27). To je v skladu s hipotezo, da se managerji ne odločajo za odkup podjetij, ki zahtevajo visoka vlaganja v raziskave in razvoj. Odkupi se dogajajo v zrelih panogah, kjer ni tako velikih potreb po inovativnih produktih, zato je že na splošno manj vlaganj v razvoj (Jensen, 1989, str. 13).

Obstajajo pa tudi raziskave, ki so potrdile zmanjšanje izdatkov za naložbe. Tako je na primer Kaplan (1989a) odkril, da odkup podjetja z zadolžitvijo v povprečju zmanjša naložbe za 32,6 odstotka v primerjavi z drugimi podjetji iz industrije.² Razmerje med naložbami in prihodki od prodaje pa se je zmanjšalo za 16,8 odstotka. Lahko pride do zmanjšanja tako profitabilnih kot tudi neprofitabilnih projektov (Kaplan, 1989a, str. 229).

¹ Analizirala sta 43 podjetij, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo in za katere sta dobila podatke o razvojno-raziskovalnih oddelkih v obdobju 1981–1986.

² Gre za obdobje enega leta pred odkupom in dveh let po odkupu.

Do podobnih ugotovitev so nekaj let pozneje prišli Lieberskind, Wiersema in Hansen (1992). Analizirali so 33 odkupov z zadolžitvijo,¹ ki so se v obdobju 1980–1988 zgodile med 1.500 največjimi ameriškimi podjetji. Ugotovili so, da se dejavnosti, povezane z raziskavami in razvojem, veliko bolj povečajo v podjetjih, ki niso izvedla LBO. V podjetjih, ki so izvedla LBO, pa se izdatki za kapitalske naložbe precej zmanjšajo (Lieberskind, Wiersema, Hansen, 1992, str. 84).

Tudi Long in Ravenscraft (1993) sta ugotovila zmanjšanje izdatkov, namenjenih raziskavam in razvoju.² Podjetja, ki so izvedla LBO, so v povprečju porabila skoraj polovico manj denarja za raziskave in razvoj kot druga primerljiva podjetja. Ti izdatki pa so se zlasti zmanjšali pri malih podjetjih. Vendar pa zmanjšanje izdatkov za raziskave in razvoj ni škodilo poslovanju podjetij. To pomeni, da so za izvedbo odkupov z zadolžitvijo primerna predvsem podjetja, ki ne potrebujejo večjih naložb v raziskave in razvoj (Long, Ravenscraft, 1993, str. 24).

Zmanjšanje naložb je v skladu z znižanjem stroškov agentov in povečanjem učinkovitosti podjetij, ki so imela pred izvedbo managerskega odkupa veliko presežnih denarnih tokov, ki so jih vlagala v nerentabilne projekte. Nižja stopnja naložb je tudi v skladu s hipotezo, da so podjetja zaradi zasedenosti njihovih denarnih tokov z odplačevanjem dolga prisiljena manj vlagati. Na podlagi teh trditev bi lahko rekli, da podjetja zaradi visoke zadolženosti ne morejo vlagati tudi v profitabilne projekte, kar bi moralo znižati vrednost podjetja. Vendar pa so mnogi avtorji dokazali, da tako znižanje izdatkov za raziskave in razvoj kot tudi manjši izdatki za kapitalske naložbe podjetjem ne škodijo. Do podobnih ugotovitev smo prišli tudi v poglavju 5.1, kjer smo dokazali, da odkup podjetja ustvarja vrednost oziroma je ne zmanjšuje.

5.2.6 Davčni prihranki (prenos bogastva od davčnih zavezancev k lastnikom)

Vsekakor pri odkupu podjetja z zadolžitvijo obstajajo določeni davčni prihranki. Vendar pa se poraja vprašanje, ali so eden izmed glavnih dejavnikov odkupa ali pa zgolj dodatek k poslovnim in ekonomskim motivom odkupa. Lowenstein (1985) meni, da so davčni prihranki posamično najpomembnejši razlog za odkup. Kljub zgolj začasnemu povečanju zadolženosti in s tem davčnega ščita so ti prihranki lahko zelo visoki (Torabzabdeh, Bertin, 1987, str. 313). Vedno obstajajo možnosti za velike obrestne odbitke od davčne osnove. Obresti na posojila zmanjšujejo davčno osnovo podjetja, kar posledično pomeni manjšo davčno obveznost za podjetje, s tem pa se povečajo sami denarni tokovi (Piatkowski, 2003, str. 31). Ob pravilnem strukturiranju odkupa in ob upoštevanju davčnih pravil se lahko odkupljena sredstva prevrednotijo, s tem pa se lahko poveča amortizacija sredstev, kar zmanjša prihodnje davčne obremenitve podjetja (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 406). Lowenstein tudi meni, da obstajajo realne možnosti, da podjetje od pet do šest let po odkupu posluje na »tax free«

¹ Podjetjem, ki je izvedlo LBO, so poiskali najbližji par med drugimi podjetji.

² Primerjala sta 72 podjetij, ki so med leti 1981 in 1987 izvedla LBO, s 3.329 podobnimi podjetji, ki niso izvedla LBO.

osnovi. To pa je obdobje, v katerem podjetje že uspe znižati obremenjenost z dolgom na primernejšo raven, vendar pa so davčni prihranki večji, če obstaja večja obremenjenost z dolgom dlje časa. Obenem pa je časovno obdobje dovolj dolgo, da se izvede celo prodaja podjetja (predvsem pri LBO), s tem lastniki realizirajo donos za svoje tveganje (Lowenstein, 1985, str. 25). Podjetja, katerih sredstva so bila v preteklosti močnejše amortizirana, so privlačnejša za odkup oziroma prevzem (DeAngelo, DeAngelo, 1987, str. 45).

Kaplan (1989) je dokazal, da je davčni ščit lahko pomemben vir koristi pri managerskih odkupih podjetij. Velikost koristi, ki jih prinaša višji dolg, je bila predvsem odvisna od časa, ko je imelo podjetje večje razmerje med dolgom in kapitalom. Vendar pa so podjetja, ki so se bolj zadolžila in s tem učinkoviteje izrabila davčni ščit ter je bilo to znano vnaprej, v povprečju plačala višje premije prvotnim lastnikom. Raziskava je tudi potrdila domneve, da tipično podjetje prvi dve leti po izvedbi odkupa skoraj ne plača zveznih davkov. Srednja vrednost plačanih zveznih davkov se je tako znižala z 20 odstotkov, kolikor so podjetja v povprečju plačevala dve leti pred izvedbo odkupa, na manj kot 1 odstotek, kolikor so plačala eno leto po odkupu. Večina podjetij v vzorcu v preteklosti ni poslovala z izgubo, zato ni mogla prenesti izgube naprej in s tem zmanjšati davčno obremenitev (Kaplan, 1989, str. 630).

Vendar pa podjetje zaradi izboljšanja poslovanja in zaradi odplačila dela dolga v roku treh let spet plačuje enako visoke davke, kot jih je plačevalo pred odkupom (Kaplan, 1989, str. 630). Malo drugače pa menita Long in Ravenscraft (1993), ki sta ugotovila, da kljub naraščanju izdatkov za davke so ti po štirih do petih letih v primerjavi s prihodki od prodaje še vedno za 30 odstotkov nižji kot pred izvedbo LBO (Long, Ravenscraft, 1993, str. 24). Poleg tega so vse prejšnje raziskave spregledale davčne vire, kot so (Jensen, 1989, str. 13)¹:

- plačilo davkov na kapitalski dobiček, ki so ga prisiljeni realizirati lastniki podjetja ob prodaji,
- plačilo davkov ob prodaji sredstev, ki jih podjetje proda z namenom znižanja dolga,
- plačilo davkov na povečanje prihodkov podjetja, ki so posledica izvedbe odkupa,
- plačilo davkov, ki jih morajo plačati posojilodajalci na prejete obresti,
- povečanje plačila davkov zaradi učinkovitejše izrabe kapitala.

5.2.7 Ostale prednosti »private« proti »public«

Podjetje, ki se po izvedbi MBO umakne z organiziranega trga kapitala,² lahko veliko prihrani pri stroških poročanja.³ Zakoni, borzni predpisi in strokovne računovodske ustanove

¹ V primeru RJR Nabisco je bil davčni prihodek države 3,8 milijarde dolarjev (izračunan je bil kot neto sedanja vrednost v času odkupa), od tega 3,3 milijarde dolarjev v letu po odkupu. Pred odkupom je RJR Nabisco plačeval 370 milijonov dolarjev zveznih davkov.

² V anglosaksonskih državah za takšno dejanje uporabljajo izraz »going private«.

³ Stroški zgolj kotacije na ljubljanski borzi znašajo na leto med štiri tisoč in šest tisoč evri. Vendar je treba poudariti, da so to zgolj stroški obveznosti, ki jih ima podjetje do same borze in ne vključujejo stroškov, ki jih ima podjetje s pripravo poročil. Treba je upoštevati tudi stroške, ki jih ima oddelek za stike z javnostjo, čas, ki ga

zahtevajo, da morajo odprte delniške družbe izdajati letne računovodske izkaze s pojasnili in poročila poslovanja, ki morajo prikazovati resnično in pošteno sliko poslovanja družbe.¹ Obveznost razkritja določenih podatkov pa lahko celo negativno vpliva na samo poslovanje družbe, saj postanejo podatki dostopni tudi konkurentom (Komar - Jadek, 1996, str. 7). Z umikom podjetja z borze lahko podjetje prihrani tudi pri zmanjšanju ali celo razpustitvi oddelka za stike z javnostjo.

Za javna podjetja z majhnim številom delničarjev obstaja večja verjetnost sovražnega prevzema. Po eni strani managerji v takšnih podjetjih preveč časa namenjajo obrambi pred takim prevzemom, kar lahko škodi poslovanju podjetja. Po drugi strani pa se takšna podjetja ob pojavi prvih govoric o možnem sovražnem prevzemu lahko hitro umaknejo z borznega trga. Podjetja, ki jim preti sovražni prevzem, veliko teže privabijo in zadržijo sposobne managerje, saj zanje obstaja večja verjetnost, da bodo ob zamenjavi lastnikov izgubili službo. Z namenom obrambe pred prevzemom in zadržanja lastnih položajev lahko management sprejme odločitve na škodo samega podjetja, ki naredijo podjetje manj profitabilno in s tem tudi manj zanimivo za prevzem (DeAngelo, DeAngelo, 1987, str. 45).

Managerski odkup podjetja deluje kot selekcijski mehanizem, saj tako zgolj najboljši in najprimernejši managerji ostanejo na najvišjih managerskih položajih. Zgolj managerji, ki zaupajo v svoje sposobnosti in verjamejo v možnosti izboljšanja poslovanja podjetja, so pripravljene vlagati lastna sredstva v odkup podjetja. Prav tako so zgolj najsposobnejši managerji sposobni zbrati dovolj finančnih sredstev za financiranje odkupa. MBO, zlasti pa MBI, omogoča selekcioniranje najboljših managerjev (Meyer, 2003, str. 24).

Na podlagi navedenih dejstev lahko zaključimo, da lahko managerski odkup oziroma odkup podjetja z zadolžitvijo prinese podjetju in njegovim lastnikom vrsto pozitivnih ugodnosti, ki so glavni motiv managerjev za odkup podjetja.

5.3 POZITIVNE LASTNOSTI ODKUPOV PODJETIJ NA RAVNI CELOTNEGA GOSPODARSTVA DRŽAVE

Tudi na samo nacionalno gospodarstvo imajo managerski odkupi ugoden učinek. Učinkovitejša kapitalska sestava, zlasti uporaba finančnega vzvoda, znižujeta stroške kapitala, s tem pa se povečuje donos na kapital (*return on equity* – *ROE*). Večji donos na kapital

morajo managerji posvetiti javnim delničarjem, finančnim analitikom, in ne nazadnje tudi čas, namenjen sredstvom javnega obveščanja.

¹ V Sloveniji obvezo sestavljanja letnega poročila družbi predpisuje Zakon o gospodarskih družbah v sedmem poglavju. Družbe morajo voditi poslovne knjige ter izdelati letna poročila v skladu z določbami omenjenega zakona in drugih predpisov ter ob upoštevanju računovodskih standardov in načel ter splošnih računovodskih predpostavk: stalnosti, doslednosti in evidentiranja sprememb v trenutku nastanka.

posameznih podjetij blagodejno vpliva na celotno gospodarstvo, saj se zmanjša brezposelnost, poveča se produktivnost in pospeši se rast celotnega gospodarstva (Piatkowski, 2003, str. 32).

Odkupi podjetij z zadolžitvijo preusmerijo kapital od zrelih gospodarskih panog, ki imajo slabšo perspektivo za nadaljnjo rast, k podjetjem z veliko boljšimi možnostmi za prihodnjo rast. To je doseženo z zamenjevanjem lastniškega kapitala podjetij z bančnim dolgom. Svež lastniški kapital je dobrodošel v novih industrijskih panogah, ki zaradi svojega tveganja niso sposobne pridobiti dolgoročnih bančnih posojil. Edina omejitev, dolgu kot zamenjavi za lastniški kapital, je zgolj kapitalna omejitev finančnega sistema. Na podlagi multiplikacijskega učinka banke ustvarjajo dodatna likvidnostna sredstva brez potrebe po povečevanju kapitalne baze. Velikost celotnih posojil je omejena zgolj z bančnim »capital adequacy ratio«. Zamenjava lastniškega kapitala z dolgom omogoči boljšo alokacijo redkega produkcijskega faktorja kapitala, kar postopoma privede do povečanja bruto družbenega produkta.

5.4 UČINKI ODKUPA NA POSLOVANJE PODJETJA

Jensen (1989) meni, da odkupi podjetij z zadolžitvijo dosežejo izboljšanje poslovanja predvsem zaradi organizacijskih sprememb, zamenjave neposrednega nadzora s strani velikega birokratskega sistema za motiviranje in nagrajevanje glede na uspešnost podjetja (Jensen, 1989, str. 9). Lastniški delež managerjev zagotavlja, da denarni tokovi, ki jih podjetje porablja za odplačevanje posojil, niso ustvarjeni na račun dolgoročnega razvoja podjetja (Palepu, 1990, str. 249; Fox, Marcus, 1992, str. 73).

Kaplan (1989a) je ugotovil povečevanje neto denarnega toka v primerjavi s prihodki od prodaje za vsa leta po izvedbi MBO. V povprečju pa se ta tri leta po odkupu poveča za 43,2 odstotka. Sam neto denarni tok pa se je v enakem obdobju povečal za neverjetnih 95,6 odstotka.¹ Dobiček iz poslovanja se razen v prvem letu rahlo povečuje vsa leta po izvedbi MBO, večji dvig pa je zaznati po treh letih, in sicer za 42 odstotkov. To si lahko razlagamo z dejstvom, da MBO podjetja v začetnem obdobju odpišejo del sredstev, zlasti zalog, kar zmanjša dobiček iz poslovanja. Raziskava je tudi potrdila dejstvo, da podjetja po izvedenem odkupu popravijo in dvignejo vrednost svojih sredstev, kar se pozna v manjšem dobičku iz poslovanja v primerjavi s sredstvi podjetja v začetnem obdobju. Rezultati so v skladu s predvidevanji o boljšem poslovanju podjetij po odkupu. Poleg tega je raziskava dokazala, da lahko managerji z računovodskimi manipulacijami močno zmanjšajo dobiček iz poslovanja ter tako ceneje odkupijo podjetje. Vendar uporabljajo managerji takšne poteze zgolj, kadar podjetje posluje nad povprečjem drugih podjetij v panogi (Kaplan, 1989a, str. 228).

¹ Podobne rezultate dobimo, ko jih prilagodimo za povprečna povečanja med drugimi podjetji.

Do podobnih ugotovitev je prišla tudi Abbie Smith (1989), ki je tudi odkrila pomembno povečanje profitne marže, prodaje na zaposlenega in delovnega kapitala ter zmanjšanje terjatev do kupcev in pa časa obračanja zalog. Ni pa odkrila nobenih zamud pri plačevanju dobaviteljem, znižanju izdatkov za oglaševanje. Meni, da se denarni tokovi povečajo zaradi boljše izrabe delovnega kapitala podjetja, ki se kaže v boljšem obračanju zalog in zmanjšanju terjatev do kupcev. V nasprotju z nekaterimi avtorji pred njo ni ugotovila zmanjšanja izdatkov za raziskave in razvoj. Skratka ni odkrila nobenih znižanj pri dejavnostih, ki bi lahko škodila dolgoročnemu razvoju podjetja (Smith, 1989, str. 153).

Po mnenju Muscarella in Vetsuypens (1990) se po izvedbi LBO izboljša poslovanje podjetij predvsem zaradi zmožnosti podjetij, da znižajo stroške, ne pa toliko zaradi povišanja prihodkov od prodaje oziroma zaradi boljšega izrabe sredstev (Muscarella, Vetsuypens, 1990, str. 1412). Do zelo podobnih ugotovitev je prišel Opler (1992), saj je odkril podobno povečanje neto denarnega toka v primerjavi s prodajo. Njegova raziskava je pokazala tudi znižanje pri plačilu davkov, pri izdatkih za raziskave in razvoj ter pri kapitalskih naložbah (Opler, 1992, str. 33). To pa je samo še en dokaz, da odkupi podjetij, izvedeni z veliko mero dolga, uspešno vplivajo na zniževanje stroška agentov in obenem rešujejo problem presežnih denarnih tokov. Njihove ugotovitve so v skladu z domnevo, da spremembe, ki se zgodijo v organizacijski sestavi po izvedenem odkupu, ugodno vplivajo na poslovanje podjetja.

Singh (1990) je v svoji raziskavi odkril, da najhitreje rastejo in so obenem najbolj izboljšala poslovanje podjetja, ki so bila nekoč del večjega podjetja in so izvedla tako imenovani *divisional MBO*. Prav managerji v teh podjetjih imajo največji motiv, da se izkažejo kot vodje tudi zunaj pokroviteljstva matičnega podjetja. Poslovanje podjetij pa se je izboljšalo tako zaradi povečanja prodaje kot tudi zaradi zniževanja stroškov. Takšna podjetja pogosto izvedejo ponovno javno ponudbo delnic (*initial public offering – IPO*), vendar pa skoraj nikoli ne ponudijo vseh delnic. Ponudijo zgolj toliko delnic, da lahko določeni lastniki kapitalizirajo svojo naložbo (Singh, 1990, str. 126).

Tudi Long in Ravenscraft (1993)¹ sta potrdila izboljšanje poslovanja za podjetja, ki so izvedla odkup z zadolžitvijo. Vendar pa se je pri njiju poslovanje izboljševalo zgolj prva tri leta po izvedenih spremembah, nato pa se je poslovanje poslabšalo. Tako poslovanje teh podjetij ni bilo več veliko boljše od podjetij, ki niso izvedla sprememb lastništva. Podjetja, ki pri svojem prestrukturiranju niso uporabila dolga, so se izkazala neprimerno slabše kot podjetja, ki so se močno zadolžila. To dodatno nakazuje na pozitivne učinke, ki jih lahko prinaša zadolženost podjetij (Long, Ravenscraft, 1993, str. 24).

¹ Raziskovala sta 209 podjetij, ki so izvedla LBO, in 48 podjetij, ki so šla zgolj skozi spremembe »going private« in pri tem niso uporabila dolga. Podjetja so bila proučevana v obdobju 1978–1989.

Vplive odkupa podjetja z zadolžitvijo na tako imenovani celotni faktor produktivnosti (*total factor productivity – TFP*) sta proučevala Lichtenberg in Siegel (1990).¹ V nasprotju s prejšnjimi avtorji, ki so analizirali finančne podatke podjetij, sta analizirala fizične (tovarniške) podatke proizvodnih podjetij. Njuna glavna ugotovitev je, da je celotni faktor produktivnosti v podjetjih, ki so izvedla LBO, v povprečju večji² kot v podjetjih, ki niso bila podvržena LBO (Lichtenberg in Siegel, 1991, str. 191).

Wright, Wilson in Robbie (1997) so s Cobb-Douglasovo produkcijsko funkcijo ugotovili v povprečju za devet odstotkov večjo produktivnost podjetij, ki so izvedla MBO. Zlasti pa se razlika začne povečevati v tretjem letu po izvedbi odkupa. Ugotovitve so v skladu s predstavo, da so predmet odkupa podjetja, ki poslujejo pod svojimi zmožnostmi, obenem pa so slabša tudi od povprečja industrije (Wright, Wilson, Robbie, 1997, str. 10).

V eni izmed redkih najnovejših študij so Harris, Siegel in Wright (2003) prav tako proučevali dejavnik produktivnosti (*total factor productivity – TFP*) v obdobju pred izvedenim managerskem odkupu in po njem. Po njihovih ugotovitvah so bila podjetja, ki so izvedla MBO, v obdobju pred odkupom neprimerna in manj produktivna v primerjavi s primerljivimi podjetji. Po odkupu pa se je produktivnost močno povečala, za 70,5 odstotka. Menijo, da se je poslovanje izboljšalo zaradi ukrepov, ki jih je sprejel management. Ugotovili so, da so podjetja v povprečju proizvedla neprimerno manj kot pred MBO, saj so dajala vedno več dejavnosti v zunanje izvajanje (*outsourcing*), kar je posledično povzročilo tudi zmanjšanje zaposlenosti. To pa močno poveča delovno produktivnost in celotni faktor produktivnosti. Izboljšanje pa je tudi posledica odločitve managementa, da z dajanjem polizdelkov in materialov v zunanje izvajanje zmanjša delovno intenzivnost proizvodnje (Harris, Siegel, Wright, 2003, str. 14).

Podjetja, ki so se z izvedbo MBO osvobodila prevlade matičnih podjetij, so uspela vzpostaviti bolj neposreden odnos s svojimi dobavitelji in kupci. Vendar pa se s tem niso rešila težav. Nove težave jim povzročajo nekateri poslovni partnerji, ki jih želijo na začetku njihove samostojne poti izkoristiti. Podjetja so se zašla v manjših likvidnostnih težavah, ki pa so jih hitro prebrodila (Wright, Coyne, 1985 v Wright, Coyne, Robbie, 1987, str. 44).

Povečanje denarnih tokov je v skladu s teorijo, da podjetja po izvedbi managerskega odkupa oziroma odkupa z zadolžitvijo, izboljšajo poslovanje. Znižajo se stroški agentov in pa problem presežnih denarnih tokov. Poleg tega se denar, ki je bil v preteklosti porabljen za neprofitabilne naložbe, zdaj pokaže v podjetju kot povečanje denarnega toka.

¹ Analiziral sta približno tisoč proizvodnih obratov, ki so bili med leti 1981 in 1986 vključeni v LBO, zlasti pa v MBO. Število analiziranih podjetij se z leti spreminja in se tri leta po odkupu zniža na približno 250 podjetij.

² Ugotovitev velja za obdobje petih let pred odkupom in za obdobje treh let po odkupu. Vendar pa je celotni dejavnik produktivnosti večji v letih po LBO kot v letih pred LBO.

Tabela 8: Pregled študij poslovanja podjetji po izvedenem odkupu z zadolžitvijo

	Opler (1992)*	Kaplan (1989)*	Muscurella & Vetsuypens (1990)*	Smith (1990)*	Long & Ravenscraft (1993)**	Kitching (1989)*
Število podjetij	42	37	35	37	209 + 48 ¹	110
Obdobje	1985–89	1980–86	1976–87	1977–86	1980–87	1980–87
Časovni horizont (v letih)	od -1 do +2	od -1 do +3	sprem. ²	od -1 do +2	od -1 do +4	od 0 do +3
Denarni tok iz poslovanja	34,5 %	95,6 %				
Denarni tok iz poslovanja/ prihodki od prodaje	16,6 %	43,2 %	23,5 %		9 %	55 %
Davki	-89,1 %	-21 %– 142,6 % ³				-43 %
Zaposlenost	0,3 %	0,9 %	-0,6 %	2%		
Naložbe/prihodki od prodaje	-42,2 %	-31,6 %	-11,4 %			
Dobiček iz poslovanja/ prihodki od prodaje		19,3 %			10,26 %	
Kapitalske naložbe	-28,1 %	-6,9 %	2,4 %	-31,5 %		
Kapitalske naložbe/prihodki od prodaje	-42,2 %	-28,1 %	-11,4 %			
R&R	3,19 %			-7,4 %		
R&R/prihodki od prodaje	-7,2 %					

* srednje vrednost (mediana)

** povprečne vrednosti

Vir: navedene študije.

5.5 IZSTOP OZIROMA »ŽETEV«

V primeru MBO je izhod oziroma »žetev« pogosto dogovorjena že ob pripravi odkupa podjetja, zlasti to velja pri specialistih za odkupe. Financiranje je zasnovano tako, da spodbuja določeno obliko izstopa po določenem preteku časa. Tako lastniki dolga navadno pričakujejo vrnitev dolga v petih do sedmih letih. Vlagatelji, ki imajo lastniške deleže (specialisti za odkupe), pa v treh do petih letih. Sami managerji podjetja navadno ne morejo izstopiti ob istem trenutku kot drugi vlagatelji, saj novi lastniki od njih pričakujejo nadaljnje vodenje podjetja (Tenon Corporate Finance, 2003, str. 7).

Pri izhodu oziroma »žetvi« ima podjetje več možnosti (Wright, Coyne, Robbie, 1987, str. 44; Frankfurter, Kosedag, 1996, str. 198):

- prodajo podjetja tretji osebi oziroma izvedbo javne ponudbe delnic,
- sekundarni buy-out/buy-in,
- prisilno poravnava oziroma stečaj.

¹ Transakcija »going private« brez uporabe dolga.

² Sprememba od enega leta pred izvedbo LBO do enega leta pred IPO (*initial public offering*).

³ Znižanje davkov je močno odvisno od davčne stopnje, ki so jo podjetja plačevala pred izvedbo odkupa z zadolžitvijo.

Najpogostejši način izhoda v Evropi je prodaja tretji osebi (Petrič, 2002, str. 19), ki je tudi relativno preprosta v primerjavi z javno ponudbo delnic. Uspešna izvedba javne ponudbe delnic pa podjetju omogoči pridobitev svežega kapitala, če ga potrebuje za nove naložbe. Za takšno obliko izhoda se odločijo predvsem podjetja, ki potrebujejo svež kapital in ga specialisti za odkupe ne morejo ali pa ne želijo priskrbeti. Wright, Robbie in Albrighton (2000) so raziskovali čas od izvedbe odkupa pa do ponovne prodaje in odkrili, da je ta čas najkrajši pri javni ponudbi delnic, in sicer 43,7¹ meseca, sledi prodaja tretji osebi 49,5 meseca in sekundarni odkup delnic s 73,6 meseca (Wright, Robbie, Albrighton, 2000, str. 32). Podobno je odkril tudi Jensen (1989a) v svoji analizi: managerji kapitalizirajo svoje naložbe in se vrnejo k javni obliki lastništva v približno treh do petih letih (Jensen, 1989a, str. 72).

Čeprav je prav od časa izstopa odvisen donos specialistov za odkupe, se ta čas vedno bolj povečuje. Zato morajo skladi skrbno pretehtati svojo odločitev in že vnaprej določiti možne izstopne strategije. Vendar pa podjetja, ki so izvedla odkup s pomočjo specialistov za odkupe, v povprečju hitreje izvedejo »žetev« (Wright, Wilson, Robbie, 1997, str. 13).

Vsa podjetja pa prav zaradi svoje velikosti niso primerna za izvedbo javne prodaje delnic. Ena izmed raziskav je odkrila, da je med 1.300 podjetji, ki so izvedle odkup z zadolžitvijo med leti v letih 1981–86, samo pet odstotkov izpeljalo javno ponudbo delnic (Jensen, 1989a, str. 72). Zato se sami managerji vse pogosteje odločajo za ponovni odkup preostalih delnic podjetja, poleg tega tako zadržijo popoln nadzor nad podjetjem. Ponovni odkup tudi omogoči novim mladim managerjem, da odkupijo deleže od lastnikov in drugih managerjev, ter tako tudi sami postanejo lastniki.

V Tabeli 9 so predstavljene tri študije, ki so se ukvarjale z donosi, te so realizirali lastniki odkupljenih podjetij ob javni prodaji delnic ali ob ponovni prodaji tretjim osebam.

Tabela 9: Pregled donosov novih lastnikov po izvedbi odkupa podjetja z zadolžitvijo

	Obdobje	Število podjetij	Povprečen čas od odkupa	Povprečen realiziran donos (srednje vrednosti)
Muscurella & Vetsuypens (1990)	1983–87	45 MBO	3 leta	41 podjetij, ki so izvedla javno ponudbo delnic je realiziralo 36,6-odstoten donos
Kaplan (1991)	1979–86	21 MBO	3 leta	Realizirani donos je bil za 26 odstotkov višji kot donos indeksa S&P 500.
Mian & Rosenfeld (1993)	1983–89	85 LBO	3 leta	33 podjetij, ki so jih odkupile tretje osebe, je doseglo 21,05-odstoten donos.

Vir: navedene študije.

¹ Vsi rezultati so v srednjih vrednostih.

6 ZAKLJUČEK

Vsaka razdelitvena privatizacija povzroči razpršeno lastniško sestavo podjetij in podobno velja tudi za odpravo družbene lastnine v Sloveniji. Tako so postali delničarji tudi tisti, ki si tega na dolgi rok ne želijo ali pa si zaradi premoženjskega položaja tega ne morejo privoščiti. Prav razpršena lastniška sestava je tudi vzrok za počasnost strateškega prestrukturiranja podjetij. Podjetja še vedno nimajo strateških lastnikov, ki bi podjetjem prinesli dodano vrednost in skrbeli za dolgoročni razvoj. Oba paradržavna sklada, Sod in Kad, sta zgolj začasna (portfeljska) lastnika in se bosta sčasoma umaknila iz podjetij. Poleg tega bosta zaradi zmanjšanja tveganja in diverzifikacije portfelja vedno več svojih sredstev nalagala v tujini. Iz tega lahko sklepamo, da od njiju ne moremo pričakovati, da bi odigrala vlogo strateškega lastnika.

Prav managerski odkupi ponujajo eno izmed možnosti za konsolidacijo in koncentracijo lastniške sestave slovenskih podjetij. Večji delež managerjev med lastniki bi omogočil zadržanje slovenskih podjetij pod nadzorom slovenskih lastnikov. Obstaja velika verjetnost, da se bo z vstopom Slovenije v Evropsko unijo povečalo zanimanje velikih tujih podjetij za prevzeme uspešnih slovenskih podjetij. Bolj koncentrirana in stabilnejša lastniška sestava bi pomenila tudi boljši pogajalski položaj v pogajanjih s tujci.

Za managerski odkup so primerna podjetja v zrelih panogah, ki nimajo velikih potreb po naložbah in rasti. Managerski odkup namreč obremeni del pozitivnega denarnega toka za poplačilo obresti. Če je podjetje v fazi rasti, potrebuje veliko denarja za naložbe, zato mu lahko zmanjka denarja za poplačilo posojil. Glede managerjev lahko rečemo, da se za odkup podjetja odločajo predvsem tisti, ki so prepričani o svoji sposobnosti in verjamejo v svetlo prihodnost podjetja.

Odkup postavi managerje v dvojno vlogo – v vlogo lastnikov in vlogo managerjev. Tako managerji prvič pridobijo občutek, da lahko sami odločajo o svoji usodi. Lastna udeležba pri financiranju odkupa in pa zavarovanje posojil z lastnim premoženjem ima za managerje precejšen pomen – neuspeh podjetja ne pomeni samo njihovega materialnega, ampak pogosto tudi profesionalni bankrot. Prav to pa so glavni dejavniki, ki managerje motivirajo k vestnemu upravljanju podjetja, kar obenem znižuje stroške agentov.

Managerji pogosto nimajo dovolj lastnih sredstev za odkup podjetja, zato izrabijo možnosti, ki jih ponuja odkup z vzvodom oziroma zadolžitvijo. Za pomoč pri financiranju odkupov se managerji v tujini pogosto obrnejo na specializirane sklade tveganega kapitala, namenjene managerskim odkupom podjetij. Čeprav imamo v Sloveniji že kar nekaj skladov tveganega kapitala, lahko rečemo, da skladi, ki bi bili namenjeni izključno managerskim odkupom, šele nastajajo.

Pri managerskih odkupih se managerji lahko srečajo s konfliktom interesov med lastnimi interesi in interesi lastnikov. Njihov motiv je doseči najnižjo možno ceno zase in s tem manjšo korist za lastnike. Prav konflikt interesov je pogosto tudi razlog, da lastniki dvomijo o ponujeni ceni managerjev. Zato morajo managerski odkupi potekati transparentno in tudi drugim kupcem dopuščati možnost sodelovanja s konkurenčno ponudbo. Ena izmed možnosti za pritegnitev drugih kupcev k odkupu podjetja je tudi organiziranje javne dražbe, ki bi omogočila dosego poštene cene, tako za prodajalce kot tudi za kupce. Organizatorji javne dražbe morajo poskrbeti, da imajo vsi interesenti enak dostop do vseh pomembnih informacij. Prav javna dražba je najboljša zaščita za male lastnike, saj se ti le malokrat odločajo za iskanje pravice na sodišču.

Proučevanje strokovne literature je potrdilo naša predvidevanja, da je delno lastništvo managementa koristno in zaželeno, saj prinaša koristi tako za samo podjetje kot tudi za celotno ekonomijo na splošno. Lastništvo managementa pozitivno vpliva na podjetje prek usklajevalnega učinka in prek vpliva podražitve prevzema. Prvi meri usklajenost interesov vodstva z interesi lastnikov ob vstopu managerjev med pomembnejše lastnike. Vpliv podražitve prevzema pa se kaže v manjši obremenjenosti managerjev s sovražnim prevzemom podjetja, saj imajo prav oni pogosto odločilni glas pri odobritvi prevzema, kar prav tako ugodno vpliva na vrednost podjetja. Večji lastniški delež managerjev pomeni, da se managerjem ni treba več osredotočati na kratkoročne cilje podjetja (na primer kratkoročne prihodke), ampak lahko pozornost namenijo dolgoročni rasti in povečanju denarnih tokov podjetja.

Na ravni celotne ekonomije se koristi kažejo v preusmeritvi kapitala od zrelih gospodarskih panog, s slabšo perspektivo za prihodnjo rast, k podjetjem z veliko boljšimi možnostmi za prihodnjo rast. Svež lastniški kapital pa je dobrodošel v novih industrijskih panogah, ki zaradi tveganja niso sposobne pridobiti dolgoročnih bančnih posojil.

Med mnogimi ekonomisti obstaja prepričanje, da se managerji odločajo za odkup podjetja predvsem zaradi asimetrije informacij, kar pomeni, da ima management podjetja več informacij o poslovanju podjetja kot lastniki in zato verjame, da se bo vrednost podjetja v prihodnosti še zvišala. Vendar pa težko rečemo, da je prav asimetrija informacij razlog za managerski odkup podjetja, saj prav za te transakcije velja, da so ena izmed najbolj nadzorovanih transakcij v poslovnem svetu. Prav tožbe s strani delničarjev lahko močno upočasnijo proces odkupa, zato je tudi v interesu managerjev, da oddajo pošteno ponudbo za odkup podjetja.

Odkup podjetja z zadolžitvijo močno poveča razmerje med dolgom in kapitalom, kar povzroči povišanje stroškov dolga oziroma padec cene obveznic. Vendar pa lastniki obveznic ne utrpijo vedno izgube, ampak zgolj, če gre za nezaščitene obveznice. Ravno pri teh obveznicah pa je večje tveganje že upoštevano, saj prinašajo lastnikom večji donos. Prav tako proučevane

raziskave niso pokazale, da managerji z odkupom podjetja pridobijo koristi na račun zaposlenih z njihovim odpuščanjem oziroma zniževanjem plač. Ravno nasprotno takšna podjetja večjo pozornost namenjajo izkoriščanju zaposlenih in skrbneje načrtujejo nova zaposlovanja v primerjavi s preteklostjo. Analiza raziskav je privedla do ugotovitve, da podjetja, ki izvedejo odkup z zadolžitvijo, manj vlagajo, saj potrebujejo denarni tok za odplačilo naložb. Vendar pa gre pri zmanjševanju naložb predvsem za opuščanje neperspektivnih projektov. Obenem pa takšna podjetja tudi ne potrebujejo večjih izdatkov za naložbe, saj gre pri odkupih z zadolžitvijo predvsem za zrela podjetja, ki jih imenujemo tudi »molzne krave«.

Managerski odkup podjetja, izpeljanka odkupa z zadolžitvijo, je na zahodu čisto normalen instrument za prevzem podjetja s strani managementa. Pri slovenskih managerskih odkupih pa zasledimo mnogo dejanj, ki – čeprav niso izrecno prepovedana – mečejo slabo luč na takšno vrsto odkupa. Tu mislimo predvsem na posamezna dvomljiva eksperimentiranja in nejasnosti na tem področju, ki puščajo grenak priokus tako zunanjim opazovalcem kot tudi samim managerjem. Zato naloga države ne sme biti v omejevanju managerskih odkupov, ampak v ustvarjanju pogojev in sprejetju pravil, ki bodo omogočila preglednost in poštenost samih managerskih odkupov. Sedanji način pridobivanja lastništva je dokaj nejasen in zato omogoča dvomljivo delovanje.

LITERATURA

1. Alkhfajai Abbass F.: Management Perceptions Towards Buyouts. Bradford: Management Decision, MCB University Press, 29 (1991), 7, str. 57–63.
2. Angwin Duncan, Contardo Ianna: Unleashing Cerberus: Don't Let Your MBOs Turn on Themselves. London: Long Range Planning, 32 (1999), 5, str. 495–504.
3. Asquith Paul, Wizman Thierry A.: Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 27(1990), str. 195–213.
4. Babič Ksenija: Managerski odkupi v slovenskih razmerah. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str.
5. Bård Brath Ingerø: Management BuyOut (MBO). Oslo: Reiten & Co. – Investment Banking, 2003, 38 str.
6. Baruch Yehuda, Gebbie David: Cultures of Success: Characteristics of the U.K.'s Leading MBO Teams and Managers. New York: Journal of Business Venturing, 13 (1998), str. 423–439.
7. Besanko David, Dranove David, Shanley Mark: Economics of Strategy. New York: John Wiley & Sons, 2. izdaja, 2000. 644 str.
8. Bešter Janez: Prezvemi podjetij (1. del). Ljubljana: Gospodarski vestnik, 36 (1997), str. 43.
9. Bešter Janez: Prezvemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
10. Bešter Janez: Pri prevzemu so najpomembnejši tržni motivi. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 32 (2000), str. 9.
11. Birley Sue: Management Buyout: Perception of Opportunity. Oxford: Journal of Management Studies, januar (1999), str. 109–122.
12. Birley Sue: Success and Failure in Management Buyouts. London: Long Range Planning, 17 (1984), 3, str. 32–40.
13. Brigham F. Eugene, Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. Fort Worth (TX): South-Western/Thomson Learning, 2002, 7. izdaja. 988 str.
14. Cankar Nina: Družba pooblaščenka. Ljubljana: Pravna praksa, 23 (2002), str. 15.
15. Chaplinsky Susan, Niehaus Greg, Van de Gucht Linda: Employee Buyouts: Causes, Structure, and Consequences. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 48 (1998), str. 283–332.
16. Cook Douglas O., Easterwood John C., Martin John D.: Bondholder Wealth Effects of Management Buyouts. Tampa: Financial Management, 21 (1992), 1, str. 102–113.
17. Cotter James F., Peck Sarah W.: The Structure of Debt and Active Equity Investors: The Case of the Buyout Specialist. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 59 (2001), str. 101–147.

18. DeAngelo Harry, DeAngelo Linda, Edward M. Rice: Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth. Chicago: Journal of Law & Economics, 27 (oktober 1984), str. 367–401.
19. DeAngelo Harry, Linda DeAngelo: Management Buyouts of Publicly Traded Corporations. New York: Financial Analysts Journal, maj–junij (1987), str. 38–49.
20. DePamphilis Donald M.: Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities. Amsterdam: Academic Press, 2. izdaja, 2003, 774 str.
21. Easterwood John C., Seth Anju, Singer Ronald F.: The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction. Berkeley: California Management Review, 32 (1989), 1, str. 30–43.
22. Elitzur Ramy, Halpern Paul, Kieschnick Robert, Rotenberg Wendy: Managerial Incentives and the Management Buyouts. Amsterdam: Journal of Economic Behaviour & Organization, 36 (1998), str. 347–367.
23. Ellerman David P.: Management and Employee Buy-outs in Central and Eastern Europe: Introduction. Ljubljana: CEEPN Workshop Series, 3 (1993), str. 13–30.
24. Faccio Mara, Lasfer M. Ameziane: Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence. Milano: Working Paper, 2000. 45 str.
25. Filipič Peter: Vloga zunanjih lastnikov in ocena njihovega vpliva na osnovi dosedanjih izkušenj. Zbornik referatov 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije: Korporacijsko prestrukturiranje. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 149–158.
26. Fox Isaac, Marcus Alfred: The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts. Mississippi State: The Academy of Management Review, 17 (1992), 1, str. 62–85.
27. Franfurter George M., Kosedag Arman: Management's Perception of Leveraged Buyouts. Greenwich: International Review of Financial Analysis, 5 (1996), 3, str. 197–221.
28. Friedrich Werner: Management Buy-Out and Management Buy-In as a Privatization Instrument. Köln: ISG Sozialforschung und Gesellschaftspolitik GmbH, 1997. 268 str.
29. Gaughan Patrick A.: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. New York: John Wiley & Sons, 2002. 620 str.
30. Goh Jeremy, Gombola Michael, Liu Feng-Ying, Chou De-Wai: Going-Private Restructuring and Earnings Expectations: A Test of the Release of Favorable Information for Target Firms and Industry Rivals. Working Paper. Philadelphia: Drexel University, 2002, 44 str.
31. Gregorič Aleksandra, Janez Prašnikar, Ribnikar Ivan: Corporate Governance in Transitional Economies: the Case of Slovenia. Ljubljana: Economic and Business Review, 2 (2000), 3, str. 183–207.
32. Hall Bronwyn H.: The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development. Washington: Brookings Papers on Economic Activity, 1990, str. 85–135.
33. Harris Richard, Siegel Donald, Wright Mike: Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from United Kingdom. Working Paper. New York: Rensselaer Polytechnic Institute, 2003. 28 str.

34. Hermalin Benjamin E., Weisbach Michael S.: The Effects of Board Compensation and Direct Incentives on Firm Performance. Tampa: Financial Management, 20 (1991), 4, str. 101–112.
35. Hite Gailen L., Vetsuypens Michael R.: Management Buyouts of Divisions and Shareholders Wealth. New York: The Journal of Finance, XLIV (1989), 4, str. 953–970.
36. Houlden Brian: Buy-outs and Beyond – Motivations, Strategies and Ownership Changes. London: Long Range Planning, 23 (1990), 4, str. 73–77.
37. Jensen M. C., Murphy K. J.: Are Executive Compensation Contracts Structured Properly? Harvard: Harvard Business School, 1988.
38. Jensen Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. Nashville: American Economic Review, 76 (maj 1986), str. 323–329.
39. Jensen Michael C.: Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. Social Science Research Network, 1989. 22 str.
40. Jensen Michael C.: Eclipse of the Public Corporation. Harvard: Harvard Business Review, september–oktober (1989a), str. 61–74.
41. Jensen Michael C.: Takeovers: Causes and Consequences. Nashville: Journal of Economic Perspectives, 2 (1988), 1, str. 21–48.
42. Kalacun Stanislav: Kako ustanoviti investicijski sklad za odkupe podjetij. Ljubljana: Finance, 167 (2. 9. 2002), str. 20.
43. Kaplan Steven: Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. New York: The Journal of Finance, XLIV (julij 1989), 3, str. 611–632.
44. Kaplan Steven: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 24 (1989a), str. 217–254.
45. Kaplan Steven: The Staying Power of Leveraged Buyouts. Working Paper. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1991, 37 str.
46. Kavčič Bogdan: Managerski odkupi podjetij. Lastninjenje in uspešnost podjetij / XXXII. posvetovanje o ekonomiki in organizaciji podjetij, Portorož, 16. in 17. marec 1994. Ljubljana: Društvo ekonomistov, 1994. str. 21–29.
47. Kitching John: Early Returns on LBOs. Harvard: Harvard Business Review, november–december 1989, str. 74–81.
48. Kocbek Marijan: Prezem podjetij in prevzem gospodarske družbe – pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. Ljubljana: Pravniki, 54 (1999), 6–8, str. 321–331.
49. Kocjančič Jože: Notranje podjetništvo kot vir neizkoriščenih priložnosti. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 80 str.
50. Komar - Jadek Dagmar: Zakaj in kako postati »javna« družba. Ljubljana: Pravna praksa. Št. 350 (9. 5. 1996), str. 7.
51. Kovačič Tadej: Menedžerski odkupi – primerjava Slovenije in razvitih tržnih gospodarstev. Diplomsko delo. Ljubljana: Pravna fakulteta, 2002. 64 str.
52. Krašovec Tone: Maratonci privatizacijskega maratona. Ljubljana: Dnevnik, 131 (8. 6. 2002), str. 26.

53. Lee Chun I., Rosenstein Stuart, Rangan Nanda, Davidson Wallace N. III: Board Compensation and Shareholder Wealth: The Case of Management Buyouts. Tampa: Financial Management, (pomlad 1992), str. 58–72.
54. Lee Scott D.: Management Buyout Proposals and Inside Information. New York: The Journal of Finance, 47 XLVII (julij 1992), 3, str. 1062–1079.
55. Lehn Kenneth, Poulsen Annette: Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. New York: The Journal of Finance, XLIV (1989), 3, str. 771–787.
56. Lichtenberg Frank R., Siegel Donald: The Effect of Takeovers on the Employment and Wages of Central-Office and Other Personnel. Working Paper. Washington: Center for Economic Studies, junij (1989), 41 str.
57. Lichtenberg Frank R., Siegel Donald: The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 27 (1990), str. 165–194.
58. Long William F., Ravenscraft David J.: LBOs, Debt and R&D Intensity. University of North Carolina: Center for Economic Studies, 1993, 38 str.
59. Long William F., Ravenscraft David J.: The Financial Performance of Whole Company LBOs. Washington DC: Center for Economic Studies, 1993. 36 str.
60. Lowenstein Louis: A Study of Management Buyouts. Working Paper. New York: Columbia Law School, 1985. 40 str.
61. Lowenstein Louis: No More Cozy Management Buyouts. Harvard: Harvard Business Review, jan.–feb. (1986), str. 147–156.
62. Machiraju H. R.: Leveraged buyouts: Forcing change in mature business. [URL:<http://www.thehindubusinessline.com/2002/08/08/stories/2002080800010800.htm>], Businessline, 8. 8. 2002.
63. Madden Gerald P., Marples Lynn W., Chughm Lal C.: A Stock Market Evaluation of Management Buyouts. Oxford: Journal of Business Finance & Accounting, 17 (1990), 3, str. 351–358.
64. Management and employee buy-outs in central and eastern Europe. London: European Bank for Restructuring and Development (EBRD), 1993. 99 str.
65. Marais Laurentius, Schipper Katherine, Smith Abbie: Wealth of Going Private for Senior Securities. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 23 (1989), str. 155–191.
66. Maupin Rebekah J., Bidwell Clinton M., Ortegren Alan K.: An Empirical Investigation of the Characteristics of Publicly-Quoted Corporations which Change to Closely-Held Ownership Through Management Buyouts. Oxford: Journal of Business Finance & Accounting, 11 (1984), 4, str. 435–450.
67. McConnell John J., Servaes Henri: Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 27 (1990), str. 595–612.
68. Mehran Hamid: Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 38 (1995), str. 163–184.
69. Meyer Klaus E.: Privatisation and Corporate Governance in Eastern Europe: The Emergence of Stockholder Capitalism. Frederiksberg: Center for East European Studies, Copenhagen Business School, marec 2003, 34 str.

70. Mian Shedhzad, Rosenfeld James: Takeover Activity and the Long Run Performance of Reverse Leveraged Buyouts. Tampa: Financial Management, 22(1993), 4, str. 46–57.
71. Milivojevič Gregor: Managerski odkup podjetij pri spreminjanju lastništva slovenskih podjetij: primer BTC, d. d. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str.
72. Morck Randall, Shleifer Andrei, Vishny Robert: Management Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis. Working Paper No. 2055. Cambridge: National Bureau of Economic Research – Working Paper Series (1986). 19 str.
73. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana, Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
74. Muscarella Chris J., Vetsuypens Michael R.: Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. New York: The Journal of Finance, XLV (dec. 1990), 5, str. 1389–1413.
75. Opler Tim C.: Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence from 1985–1989. Tampa: Financial Management, 21 (pomlad 1992), 1, str. 27–34.
76. Osborne R.: The Essence of Entrepreneurial Success. Bradford: Management Decision, MCB University Press, 33 (1995), 7, str. 4–9.
77. Palepu Krishna G.: Consequences of Leveraged Buyouts. Amsterdam: North-Holland Publ. Co., 27 (1990), str. 246–262.
78. Pearson Barrie: Successful Management Buy-outs. Bradford: Management Decision, 28 (1990), 4, str. 60–62.
79. Peklar Leonardo F.: Manager naj bo. Četrtnski. Ljubljana: Manager, 2002. Št. 6, str. 46.
80. Petrič Tine: Managerski odkupi v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str.
81. Piatkowski Marcin: Leveraged in Poland. Warsaw: Centre for Transformation, Integration and Globalization Economic Research at the Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management, 2001, 47 str.
82. Planinc Damjan: Menedžerski odkupi se širijo. Ljubljana: Gospodarski vestnik. Št. 25 (23. 6. 2003), str. 16.
83. Pogue Michael: Financing the MBO: A Complex Issue?. Bradford: Management Decision, 29 (1991), 2, str. 58–62.
84. Prašnikar Janez, Domadenik Polona, Svejnar Jan: Prestrukturiranje slovenskih podjetij v poprivatizacijskem obdobju. Ljubljana: Gospodarski vestnik: Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij, 1999. str. 251–271.
85. Rappaport Alfred: The Staying Power of the Public Corporation. Harvard: Harvard Business Review, jan.–feb. (1990), str. 96–104.
86. Schifrin Matthew: LBO Madness. New York: Forbes, 9. marec 1998.
87. Šešok Klemen: Davki: Davčni vidik managerskega odkupa podjetja (I. del). Ljubljana: Pravna praksa, 2002, št. 20, str. 13–14.

88. Šešok Klemen: Davki: Davčni vidik managerskega odkupa podjetja (II. del). Ljubljana: Pravna praksa, 2002, št. 21, str. 12–14.
89. Simoneti Marko, Bohm Andreja, Damijan Jože P., Majcen Boris, Rems Marko, Rojc Matija: Spremembe v strukturi in koncentraciji lastništva ter poslovanje podjetij po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji v razdobju 1995–99 (empirična in institucionalna analiza). Ljubljana: CEEP, 2001. 99 str.
90. Singh Harbir: Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering. Chichester West Sussex: Strategic Management Journal, 11 (1990), str. 111–129.
91. Smith Abbie: Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. Amsterdam: Journal of Financial Economics, 27 (1990), str. 143–164.
92. Štibler Franjo: Solastništvo managerjev je zaželeno. Ljubljana: Manager, 3 (2003), str. 44.
93. Suni Juha: Mezzanine Finance in Leveraged Buyouts. Helsinki: Helsinki University of Technology, 2003, 36 str.
94. Thompson R. S., Wright M., Robbie K.: Management Equity Ownership, Debt and Performance: Some Evidence from UK Management Buyouts. Harlow: Scottish Journal of Political Economy, 39 (1992), 4, str. 413–430.
95. Torabzadah Khalil M., Bertin William J.: Leveraged Buyouts and Shareholder Returns. Lubbock: The Journal of Financial Research, 10 (1987), 4, str. 313–319.
96. Warga Arthur, Welch Ivo: Bondholder Losses in Leveraged Buyouts. New York: The Review of Financial Studies, 6 (1993), 4, str. 959–982.
97. Weir Charlie: Management Buyouts and Entrepreneurial Opportunities. Bradford: Management Decision, MCB University Press, 34 (1996), 3, str. 23–28.
98. Weir Charlie: Organizational Structure and Corporate Performance. Bradford: Management Decision, 33 (1995), 1, str. 24–32.
99. Weston J. Fred, Chung Kwang S., Hoag Susan E.: Mergers, Restructuring, and Corporate Control. New Jersey: Prentice Hall, 1990. 762 str.
100. Wright Mike, Coyne John, Robbie Ken: Management Buy-outs in Britain – A Monograph. London: Long Range Planning, 20 (1987), 4, str. 38–49.
101. Wright Mike, Coyne John: Management Buy-outs in British Industry. London: Croom-Helm, 1985 v Wright Mike, Coyne John, Robbie Ken: Management Buy-outs in Britain – A Monograph. London: Long Range Planning, 20 (1987), 4, str. 38–49.
102. Wright Mike, Hoskisson Robert E., Busenitz Lowell W., Dail Jay: Finance and management buyouts: agency versus entrepreneurship perspectives. London: Venture Capital, 3 (2001), 3, str. 239–261.
103. Wright Mike, Kitamura Motoya, Hoskisson Robert E.: Management Buyouts and Restructuring Japanese Corporations. London: Long Range Planning, 36 (2003), str. 355–373

104. Wright Mike, Robbie Ken, Albrighton Mark: Secondary Management Buy-outs and Buy-ins. Bradford: International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, 6 (2000), 1, str. 21–40.
105. Wright Mike, Robbie Ken, Thompson Steve, Starkey Ken: Longevity and the Life-Cycle of Management Buy-outs. Chichester West Sussex: Strategic Management Journal, 15 (1994), str. 215–227.
106. Wright Mike, Robbie Ken: The Investor-led Buy-out: A New Strategic Option. London: Long Range Planning, 29 (1996), 5, str. 691–702.
107. Wright Mike, Thompson Steve, Chiplin Brian, Robbie Ken: Buy-Ins and Buy-Outs: New Strategies in Corporate Management. London: Graham & Trotman Limited, 1991. 238 str.
108. Wright Mike, Wilson Nick, Robbie Ken: The Longer Term Effects of Management-led Buy-outs. Bradford: University of Bradford, 1997. 17 str. (objavljeno tudi v Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance, 5(1998), 1, str. 213–234.)
109. Zahra Shaker A.: Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: The Case of Management Leveraged Buyouts. New York: Journal of Business Venturing, 10 (1995), str. 225–247.
110. Zeleny Milan: Insider Ownership and LBO Performance. Amsterdam: Human Systems Management, 16(1997), 4, str. 243–245.

VIRI

1. AIB Acquisition Finance's Guide to MBOs/MBIs. Dublin: AIB Acquisition, B.l.. 24 str. [URL: <http://194.69.198.178/mbo/>], 20. 10. 2003.
2. A Practical Guide to MBOs. London. Deloitte & Touche Corporate Finance, 2003. 40 str. [URL: [http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Practical%20Guide%20to%20mbos\(4\).pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Practical%20Guide%20to%20mbos(4).pdf)], 20.10. 2003.
3. A Practical Guide to Management Buyouts. Amsterdam: NIB Capital Bank, 2003, 36 str. [URL: [http://www.nibcapital.com/internet/aptrix/main.nsf/AttachmentsByTitle/MBO+Guide/\\$FILE/mboguide.pdf](http://www.nibcapital.com/internet/aptrix/main.nsf/AttachmentsByTitle/MBO+Guide/$FILE/mboguide.pdf)], 20. 10. 2003.
4. CMBOR, Quarterly Review. London: European Venture Capital Journal, 2000, str. 25.
5. CMBOR 12-months UK buyout figures. London: European Venture Capital Journal, September 2002, str. 41.
6. EVCJ: Mega Deal Boost. London: European Venture Capital Journal, julij/avgust 2003, str. 37–38.
7. Management buy outs – Commercial and legal guidance. Kings Hill: Business Link, 2002. 18 str. [URL: <http://www.here4business.co.uk/blyny/newbusiness/bifs/bif201.asp>], 20. 10. 2003.
8. Managerski odkup in opcijski delniški program. Šesta seja UO, 2002. [URL: <http://www.zdruzenje-manager.si/slo/kdo-smo/upravni-odbor/odkup-opcij>], 15. 12. 2003
9. Poročilo o razvoju 2003. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (UMAR), 2003. 199 str.
10. Practical Guide: Management Buy-outs for Managers. London: Tenon Corporate Finance, 2003. 16 str. [URL: http://www.tenongroup.com/services/corporate-finance/_downloads/practical-guide-management-buy-outs-for-managers.pdf], 20. 10. 2003
11. Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih, 30.7.2003, 44 str.
12. Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe. Zaventem: European Private Equity and Venture Capital Association, 2001, 18 str. [URL: http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf], 20. 10. 2003.
13. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD). [URL: http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje-zakonodaje/sprejeti_zakoni/sprejeti_zakoni.html], 15. 11. 2003
14. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93, 32/94 - odločba US in 1/96. [URL: http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje_zakonodaje/sprejeti_zakoni/sprejeti_zakoni.html], 15. 11. 2003
15. Zakon o prevzemih (ZPre). [URL: http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje_zakonodaje/sprejeti_zakoni/sprejeti_zakoni.html], 15. 11. 2003

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

<i>Accountant's report</i>	računovodsko poročilo
<i>Aide-memoria</i>	pripomoček spominu
<i>Barriers to attempt</i>	ovire za poskus
<i>Buy-out funds</i>	posebni investicijski skladi za odkupe
<i>Buy-out specialists</i>	specialisti za odkupe
<i>Capital adequacy ratio</i>	kazalec ustreznosti kapitala
<i>Commercial due diligence</i>	skrbni pregled tržne podstrukture
<i>Commitment letter</i>	pismo o zavezi
<i>Common equity</i>	lastniški kapital
<i>Convergence of interests</i>	konvergence interesov
<i>Core business</i>	osnovna dejavnost
<i>Covenants</i>	omejitvene zaveze
<i>Deadweight costs</i>	stroški mrtvega kapitala
<i>Divisional buy-out</i>	odkup podružnice oziroma dela matičnega podjetja
<i>Due diligence</i>	skrbni pregled
<i>Efficiency buy-out</i>	učinkovitostni odkup
<i>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</i>	sklad, ustanovljen z namenom upravljanja z delnicami zaposlenih
<i>Entrenchment effect</i>	napeljevalni učinek
<i>Entrepreneurial buy-out</i>	podjetniški odkup
<i>Equity kicker</i>	lastniška spodbuda
<i>Equity ratchets</i>	lastniški zatikalniki
<i>Gains sharing hypothesis</i>	hipoteza o delitvi koristi
<i>Gearing</i>	finančni vzvod (britanski izraz)
<i>Going-private</i>	umik delniške družbe z borze vrednostnih papirjev
<i>Heads of Agreement</i>	sporazum o odkupu
<i>High yield bonds</i>	obveznice z visoko donosnostjo
<i>Hostile takeover bid</i>	ponudba za sovražni prevzem
<i>Incentive alignment effect</i>	usklajevalni učinek
<i>Initial public offering (IPO)</i>	prva javna ponudba delnic
<i>Junk bonds</i>	obveznice z visoko donosnostjo
<i>Legal due diligence</i>	pravni skrbni pregled
<i>Leveraged</i>	finančni vzvod (ameriški izraz)
<i>Leveraged buy-out (LBO)</i>	odkup z zadolžitvijo
<i>Management buy-out (MBO)</i>	managerski odkup podjetja
<i>Management buy-in (MBI)</i>	odkup podjetja s strani zunanjega managementa
<i>Management-employee buy-out</i>	managersko delavski odkup podjetja
<i>Market report</i>	tržno poročilo
<i>Mezzanine debt</i>	vmesni dolg

<i>Neutralized voting</i>	nevtralizirano glasovanje
<i>Newco / Shell company</i>	podjetje, ustanovljeno s posebnim namenom
<i>Payment-In-Kind (PIK)</i>	ugodno odplačevanje
<i>Period of exclusivity</i>	čas ekskluzivnosti
<i>Return on equity (ROE)</i>	donos na kapital
<i>Revitalisation buy-out</i>	odkup zaradi oživljanja
<i>Secured financing</i>	zavarovano financiranje, financiranje z jamstvom
<i>Senior debt</i>	prednostni dolg
<i>Senior management</i>	vodilni management
<i>Spin-off</i>	odcepitev, razdružitev
<i>Spiral of mistrust</i>	spirala nezaupanja
<i>Spirit of optimism</i>	obdobje optimizma
<i>Start up</i>	začetek
<i>Subordinated debt</i>	podrejeni dolg
<i>Target company</i>	ciljna družba
<i>Tax free</i>	brez davka
<i>Unsecured financing</i>	nezavarovano financiranje, financiranje brez jamstva
<i>Zone of indifference</i>	obdobje indiferentnosti