

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**  
**MANAGERSKI ODKUPI PODJETIJ**

Ljubljana, oktober 2008

PETER BOŽIČ

## **IZJAVA**

Študent Peter Božič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

Podpis:

## KAZALO

UVOD.....	1
1 MENEDŽERSKI ODKUPI.....	2
1.1 Pojem menedžerski odkupi in njegove različice .....	2
1.2 Zgodovina menedžerskih odkupov.....	3
1.3 Vrste podjetij, primernih za menedžerski prevzem.....	5
1.4 Razlogi za MBO .....	6
2 GLAVNI TRENDI IN STATISTIKA MENEDŽERSKIH ODKUPOV V EU .....	7
3 POTEK MENEDŽERSKEGA PREVZEMA.....	11
3.1 Priprava poslovnega načrta.....	13
3.2 Financiranje menedžerskega prevzema.....	13
3.2.1 Lastniški kapital.....	15
3.2.2 Prednostni dolg .....	17
3.2.3 Podrejeni dolg.....	17
3.2.3.1 Vmesni dolg.....	18
3.2.3.2 Obveznice z visoko donosnostjo ( <i>high-yield bonds</i> ).....	18
3.3 Ocenjevanje in cena podjetja.....	19
3.4 Izvedba menedžerskega odkupa .....	20
3.5 Davčno načrtovanje .....	21
3.6 Izstop .....	23
4 VPLIV NA PREVZETO DRUŽBO.....	24
4.1 Borza je zastarel model lastništva .....	24
4.2 Premija prvotnim delničarjem .....	25
4.3 Poslovanje in zaposlovanje.....	25
5 MENEDŽERSKI PREVZEMI V SLOVENIJI.....	27
5.1 Značilnosti slovenskih menedžerskih prevzemov .....	27
5.2 Pogost način menedžerskega odkupa v Sloveniji.....	28
5.3 Slovenske posebnosti financiranja MBO .....	28
5.4 Zakonodaja .....	29
5.5 Prevzemi s skladi zasebnega kapitala.....	30
5.6 Pregled menedžerski prevzemov v Sloveniji .....	31
5.7 Primer Merkur .....	32
5.7.1 Podjetje Merkur .....	32
5.7.2 Poslovanje.....	32
5.7.3 Spremembe lastniške strukture pred prevzemom.....	33
5.7.4 Prevzemna namera in objava javne ponudbe za prevzem .....	33
5.7.5 Financiranje prevzema.....	34
5.7.6 Analiza.....	35
SKLEP.....	36
LITERATURA IN VIRI.....	37

## KAZALO SLIK:

<i>Slika 1: Delež virov podjetij za managerski prevzem .....</i>	7
<i>Slika 2: Trend LBO v ZDA .....</i>	8
<i>Slika 3: Trend LBO v Zahodni Evropi .....</i>	8
<i>Slika 4: Vrednost MBI in MBO v evropskih državah .....</i>	9
<i>Slika 5: Število zaposlenih v podjetjih, prevzetih z MBO .....</i>	10
<i>Slika 6: Razlogi za ponudbo podjetij v odkup .....</i>	10
<i>Slika 7: Koraki pri MBO .....</i>	11
<i>Slika 8: Časovni potek menedžerskega odkupa .....</i>	12
<i>Slika 9: Struktura financiranja in obrestna mera v Veliki Britaniji .....</i>	14
<i>Slika 10: Gibanje prevzemnih vrednosti glede na dobiček .....</i>	20
<i>Slika 11: Način izstopa iz MBO v Veliki Britaniji .....</i>	23

## KAZALO TABEL:

<i>Tabela 1: Vložek menedžmenta in delež v podjetju .....</i>	16
<i>Tabela 2: Povprečni čas izstopa .....</i>	24
<i>Tabela 3: Gibanje zaposlenosti in plač v podjetjih MBO v Veliki Britaniji .....</i>	26
<i>Tabela 4: Pregled menedžerskih prevzemov v Sloveniji .....</i>	31

## UVOD

Managerski odkupi so eden izmed načinov, ki omogočajo izpeljavo hitre koncentracije in konsolidacije lastništva ter obenem zaposlenim managerjem nudijo možnost vloge strateških lastnikov. Omogočajo učinkovitejše in samostojno vodenje vodilnih v podjetju, kar posledično vpliva na dvig vrednosti prevzetega podjetja. Managerji pa s tem, ko postanejo aktivni lastniki, prevzamejo nase tudi tveganje in pa nagrado, katere so deležni v primeru uspešno izvedenega odkupa.

Slovenski medijski prostor so letos preplavili članki, oddaje in debate o tajkunih in menedžerskih prevzemih. Vlada je zaradi medijskega pritiska uvedla zakon, ki prepoveduje nakup podjetja z zastavo delnic prevzetega podjetja. Novi zakon pa ni preprečil menedžerske prevzemne aktivnosti, saj je zakon nemogoče izvajati v tujini. Z dodatnimi izzivi pa se prevzemniki srečujejo sedaj, v času finančne krize.

Menedžerske odkupe z zadolžitvijo, ki so v Ameriki in Zahodni Evropi znani že nekaj časa, so kapitalizma nevajeni Slovenci sprejeli zelo slabo, saj je kar 79 % vprašanih podpiralo boj vlade proti tajkunom, le 10 % pa je temu nasprotovalo (Finance, 15. 2. 2008). To je seveda pričakovano, saj večina ljudi vidi v tem le neupravičeno bogatenje. Vsekakor imajo menedžerski odkupi skupaj z drugimi prevzemi z zadolžitvijo (ang. leveraged buyout – LBO) neprijeten sloves tudi v tujini. Posebno v 80. letih v Ameriki doživijo svoj razmah in neprijetno slavo, saj finančnike, ki so to počeli, imenujejo plenilci podjetij (corporate riders). Le z nekaj lastnega vložka so uspeli kupiti velika podjetja, ki so jih nato navadno razkosali, dele podjetja razprodali in odpuščali ljudi. Najbolj znana skupina je bila KKR (KOHLEBERG KRAVIS ROBERTS & CO.), ki je izvedla takrat najdražji LBO, njihovo početje pa je bilo preneseno v knjigo ter pozneje tudi v film z naslovom Barbarians at the gate.

Če je menedžerski odkup izveden korektno in transparentno do vseh udeležencev, je lahko povsem normalna oblika koncentracije lastništva, ki je za podjetje lahko celo koristna. Vendar v Sloveniji je kar naenkrat zavrelo, menedžerji so se igrali svoje skrivalnice, politiki so se obtoževali, javnost se je zgražala, volitve so se približevale. Gre v slovenskih primerih menedžerskih prevzemov za krajo državnega premoženja, moralno sporno bogatenje posameznikov s političnimi povezavami? Ali gre za naravni proces zaključevanja tranzicijskega obdobja s konsolidacijo lastništva? Ali bi res lahko vsakdo kupil podjetje in ali so menedžerski odkupi za podjetje slabi oziroma dobri? Na ta vprašanja bom na podlagi analize slovenskih podjetij poskusil odgovoriti v diplomski nalogi.

V prvem delu bom predstavil kratko zgodovino menedžerskih prevzemov, opisal vrste menedžerskih odkupov, naštel razloge zanje ter opisal proces in faze MBO. V drugem delu pa bom analiziral stanje v Sloveniji, iskal vzroke za nastali položaj in podrobneje predstavil problematiko slovenskih menedžerskih prevzemov. Predstavil bom slovenski primer

menedžerskega prevzema podjetja Merkur, na kratko predstavil podjetje, ter opisal potek prevzema.

## 1 MENEDŽERSKI ODKUPI

### 1.1 Pojem menedžerski odkupi in njegove različice

Jasno, kratko in jedrnato opisati, kaj menedžerski odkup pravzaprav sploh je, je že samo po sebi težko. Ne le zato, ker predstavlja zapletene pravne in finančne operacije, temveč tudi zato, ker obstajajo številne oblike in načini takih odkupov (Varanelli, 2007, str. 6). Zato bom podrobneje predstavil le najpogostejšo in tipično obliko menedžerskega odkupa (*management buyout* – MBO). MBO je le vrsta odkupa z zadolžitvijo (*leveraged buyout* – LBO), kjer notranji menedžment prevzame podjetje. Odkup z zadolžitvijo je izraz, s katerim mislimo na finančno operacijo, prek katere neka holding družba oz. družba, ki jo ad hoc ustanovijo pobudniki operacije (vmesna družba), odkupi delnice druge družbe (družbe tarče). LBO je prijem oz. tehnika financiranja, ko kupec uporabi dolg za financiranje prevzema izbranega podjetja, pri čemer mislimo na prevzeme javnih delniških družb, izpeljane z namenom, da te postanejo zasebne (nejavne, zaprte). Največkrat LBO izvede manjša skupina vlagateljev ali en sam kupec, ki prevzame celoten kapital in ga umakne z organiziranega trga (Varanelli, 2001, str. 356). 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). Kljub temu da je MBO večinsko financiran z dolgom, menedžerji kljub temu pri prevzemu uporabijo velik delež osebnega premoženja, zato so zelo motivirani, da MBO uspe.

Najprej uprava ustanovi posebno družbo z minimalnim osnovnim kapitalom, ki je namenjena izključno izvedbi prevzema ciljne družbe. Novoustanovljena družba običajno nima nobenega premoženja. Velika finančna sredstva pridobi od bank, s katerimi izvede odkup delnic ciljne družbe. Banka zavaruje svoje posojilo s pridobitvijo zastavne pravice na vrednostnih papirjih ciljne družbe (Varanelli, 2007, str. 6). Financiranje navedene operacije temelji na (pričakovani) sposobnosti družbe tarče, da ustvarja dobiček oziroma denarni tok. Predmet odkupa so lahko delnice družbe tarče ali – če je to mogoče – njeno premoženje. Po tej fazi nastopi združitev s pripojitvijo med vmesno družbo in družbo tarčo. Značilnost LBO je v tem, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, ustanovi vmesno družbo; vmesna družba, ki je v stodontni lasti matične družbe, pridobi kapital od banke ali druge finančne organizacije, ki bo posojilo dobila vrnjeno na podlagi denarnega toka družbe tarče. Pri vsem tem je najpomembnejše, da je pri vseh različicah LBO prav dolžnik subjekt, ki je bil kupljen, in ne – kot po navadi – subjekt, ki kupuje, saj po združitvi cena nakupa bremeni prav premoženje družbe tarče. Druga zanimivost te operacije je, da kupec potrebuje malo kapitala za nakup družbe tarče, če upoštevamo, da od nje pričakuje dobiček, s katerim bo plačal zajamčeno financiranje (Varanelli, 2001, str. 356).

MBO navadno vključuje malo skupino menedžerjev podjetja, če pa je v odkupu vključen širši menedžment in drugi zaposleni kot lastniki podjetja, govorimo o *delavsko menedžerskem odkupu* (*managemet-employee buyout – MEBO*). MEBO se navadno izvede, če je v podjetju strateško pomemben človeški kapital ali če je podjetje geografsko zelo razširjeno, kar bi direktno vodenje podjetja zelo onemogočalo, ali če morajo spodbuditi sindikate, da pristanejo na spremembo lastništva (Wright et al., 2007, str. 9). Ob solastništvu zaposlenih lahko ob krizah pride do velikih težav, saj se del lastnikov težko strinja s prestrukturiranjem podjetja.

Menedžerski odkup od zunaj (*management buyin – MBI*) je enako kot MBO, le da so vodilni člani menedžmenta od zunaj. Čeprav je navidezno enak kot MBO, predstavlja MBI večjo tveganje, saj zunanji menagement nima toliko informacij in znanja o vodenju prevzetega podjetja. Zato so se rodile hibridne oblike (*buyin/management buyout – BIMBO*), kjer se združi znanje notranjih menedžerjev, ki poznajo poslovanje podjetja, in zunanjih menedžerjev s podjetniškimi znanji (Wright et al., 2007, str. 9).

Vsem naštetim oblikam odkupa podjetja so skupni visok delež dolžniškega kapitala, aktivno upravljanje podjetja s strani lastnikov in izguba dostopa do trga kapitala.

## 1.2 Zgodovina menedžerskih odkupov

Odkup z zadolžitvijo (*leveraged buyout – LBO*) je nastal v šestdesetih letih v ZDA, njegove značilnosti pa so bile nekoliko drugačne, kot so danes. Prvi LBO so imeli kot predmet male družbe, ki so le redko imele več kot 20.000.000 ameriških dolarjev prihodka (Wright et al., 2007, str. 7). Financerji nikoli niso imeli deležev oziroma delnic družbe, saj je bilo financiranje zajamčeno s stvarnimi (zastavnimi) pravicami nad premoženjem prevzete družbe: tako financiranje so imenovali *secure financing*. Ker so bile te prve operacije zelo uspešne, so ekonomski operaterji uporabili to shemo v bolj tveganih primerih in z večjim prenosom kapitala. Večje tveganje je imelo kot protiutež večji dobiček financerjev, zato so finančne družbe na začetku sedemdesetih let začele financirati te operacije brez jamstva (šlo je za tako imenovani *unsecure financing*). V zameno za prenos kapitala so finančne družbe postale delničarke prevzete družbe in so hkrati pričakovale, da bo kupljena družba ustvarjala dobiček. Šele konec osemdesetih je LBO postal tak, kot ga poznamo danes, z vsemi različicami. Finančne družbe niso več lastnice premoženja oziroma nimajo nobene stvarne pravice na njem; niso pa tudi delničarke prevzete družbe. Edino jamstvo, ki ga imajo, je samo virtualno in hipotetično: dobičkonosnost družbe. Zato postanejo vedno pomembnejši poslovni načrt oziroma *business plan*, ki financerjem omogoča ocenjevanje stopnje tveganja (Varanelli, 2001, str. 357–358).

Največji razmah je LBO industrija doživela v osemdesetih letih, konec osemdesetih let pa pregreto kapitalski trg v Združenih državah Amerike z razpadom trga visoko donosnih

obveznic, pomembnega finančnih vira za opravljene odkupe v drugi polovici osemdesetih let, ni bil več primerno okolje za odkupe podjetij z zadolžitvijo (Figuroa, 2003, str. 3). Visoko tvegane obveznice, imenovane tudi špekulativne (*junk bonds*), so zelo donosne, a z nizko oceno ali celo brez nje. Prispevale so k pretirani prevzemni dejavnosti, spodbudile so LBO-je in vrtoglave velikosti finančnih vzvodov. Med letoma 1970 in 1977 so visoko tvegane obveznice predstavljale v povprečju tri do štiri odstotke vsega zadolževanja z obveznicami. Do leta 1985 je ta vrednost narasla na 14,4 odstotka. Uporabljali so jih pri financiranju hitro rastočih podjetij in pri prevzemih. Celotno najmočnejša podjetja so bila izpostavljena spremembam v lastništvu (Babič, 2003, str. 8).

V osemdesetih letih so bile tipične tarče prevzemov podjetja predelovalne dejavnosti in pa podjetja nereguliranih gospodarskih dejavnosti z nizkimi finančnimi potrebami, saj sta bili zanju značilni stabilnost in napovedljivost prihodnjih denarnih tokov, kar je olajševalo odplačevanje dolga in obresti. Visoko tehnološka podjetja in hitro rastoča podjetja z velikimi finančnimi potrebami so bila manj primerna, ker so imela navadno manj sredstev, primernih za podlago finančnim vzvodom (angl. *leverageble assets*), in manjše razpoložljive denarne tokove.

V letih 1990 in 1991 je sledil občuten padec tako v številu kot vrednosti opravljenih odkupov (Figuroa, 2003, str. 3). Po letu 1992 je gospodarstvo začelo hitro rasti, cene delnic so dosegle nove vrhunce, trg visoko donosnih obveznic se je povzpел v višave, povprečna vrednost LBO-jev je v letu 1999 narasla na 62 milijard dolarjev, kar je bilo devetkrat več kot leta 1991. To ugodno ekonomsko okolje je bil glavni dejavnik za ponovno oživitev LBO-jev. Sponzorji LBO-jev, specialisti zanje, investicijske in komercialne banke so razvili nove tehnike. LBO-ji so se hitro selili iz počasi rastočih panog v hitro rastoče tehnološke panoge (Babič, 2003, str. 9).

V Evropi je v zgodnjih 80. letih Velika Britanija s hitro rastjo vodilo v dejavnostih pri LBO. Kontinentalni trg *buyout* je rast doživel šele pozneje v desetletju, s Francijo in Nizozemsko v glavnih vlogah. Dejavnost v Nemčiji se je razvijala počasneje, vendar je v zadnjem obdobju postala veliko pomembnejša (Wright et al., 2007, str. 10).

*Buyout* je bil pomemben del pri privatizaciji državne lastnine v tranzicijskem obdobju iz komunizma v tržno ekonomijo v srednji in vzhodni Evropi od začetka 90. let, vključno z deželami, ki so danes del OECD. Potreba pa veliki reorganizaciji na Japonskem in v Južni Koreji je dala zagon dolžniških prevzemov v Aziji, ki se zdaj širi po celotni Aziji (Wright et al., 2007, str. 10).



### 1.3 Vrste podjetij, primernih za menedžerski prevzem

Menedžerski prevzemi podjetij se dogajajo v najrazličnejših panogah, kljub temu pa imajo podjetja nekatere skupne značilnosti (Practical guide to MBO's, 2004):

- nizka stopnja zadolženosti,
- stabilen denarni tok iz poslovanja,
- veliko materialnega premoženja, ki ga je mogoče zastaviti ali prodati,
- sposoben in izkušen menedžment,
- možnost izvesti izboljšave v podjetju, ki povečajo denarni tok,
- razmere na trgu, ki podcenijo podjetje,
- možnost zmanjševanja stroškov.

Verjetno najpomembnejši dejavniki pri MBO so stabilni denarni tokovi, ki omogočajo odplačevanje kreditov. Za napovedovanje denarnih tokov se navadno gleda pretekle denarne tokove, kar pa ni najbolj zanesljiva metoda za napovedovanje, saj so podjetja podvržena različnim vplivom, ki lahko vplivajo na denarni tok. Zato MBO navadno izvajajo v panogah, ki so stabilne, niso preveč zanimiva za vstop konkurence, nimajo cikličnih gibanj in niso podvržene hitremu tehnološkemu razvoju, za kar bi bilo treba vlagati velika finančna sredstva. Po Porterju so ta podjetja v »polju krav«, kar pomeni, da so molzna podjetja, ki prinašajo velike redne dobičke. Za podjetje je prav tako pomembno, da imajo močne blagovne znamke in velike tržne deleže, kar omogoča stabilnost delovanja.

Podjetja morajo biti sposobna doseči konkurenčne prednosti na trgu, kar lahko dosežejo z majhnimi stroški ali z diferenciacijo svojih proizvodov. 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 menedžerski odkup. Prav tako za menedžerski odkup niso primerna podjetja, ki delujejo v hitro rastočih in zelo profitabilnih panogah, kjer obstajata velika verjetnost novih vstopov v panogo in majhno število ovir za vstop. Dobavitelji in kupci naj bi imeli čim manj pogajalske moči nasproti podjetju, ki je možna tarča menedžerskega odkupa (Malus, 2004, str. 25).

Izkušena in sposobna menedžerska ekipa je ključna za uspešno izveden MBO. S tem ko menedžment tudi sam doda kapital za MBO, navadno 5 do 20 % vsega kapitala, kar pa navadno predstavlja za menedžerje velik delež vseh lastnih sredstev, je menedžment dodatno motiviran za uspeh MBO-ja, saj bi sicer izgubil velik del premoženja. Prav tako posojilodajalci veliko raje sodelujejo z menedžmentom, ki se je že izkazal v preteklosti.

Nizka zadolženost podjetja in visok delež materialnega premoženja omogočita MBO, saj se tako lahko dolg menedžmenta prenese na podjetje, se zastavi premoženje podjetja ali pa se del premoženja celo proda in z njim poplača del dolga. Podjetje, ki se ukvarja z več dejavnostmi, lahko posamezne neključne dele podjetja tudi proda.

Da podjetje lažje odplačuje svoje kredite, mora pogosto izboljšati svoje poslovanje in zmanjšati stroške. S tem se lahko zgodi tudi povezano neprijetno odpuščanje, zaradi česar je LBO na slabem glasu, čeprav so mnogi raziskovalci s tega področja dokazali, da se število zaposlenih dolgoročno povprečno poveča (o tem bom pisal v naslednjih poglavjih). Prihaja tudi do organizacijskih in poslovnih sprememb, ki zboljšujejo poslovanje in omogočajo boljše finančne rezultate podjetja ter olajšujejo odplačevanje kredita. Menedžerji se osredotočijo na neizkoriščene rezerve podjetja, zato je MBO navadno uspešnejši od LBO.

## 1.4 Razlogi za MBO

Po podatkih CMBOR-a (*Centre for Management Buy-out Research*) je največ odkupov izviralo iz odprodaje dela poslovnih enot domačega podjetja. To se navadno dogaja zaradi dezinvestiranja matičnega podjetja, osredotočenja na osnovno dejavnost in odprodaje tržno nezanimivih delov podjetja. Odprodajo dela podjetja tudi drugi avtorji (Wright, 1991, Jensen, 1988) navajajo kot najpogostejši vir za MBO. Temu podobna je odprodaja deležev podjetij v tuji lasti, ki na primer opustijo svojo dejavnost v drugi državi.

Umik oziroma upokojitev prvotnih lastnikov in ustanoviteljev podjetja je drugi najbolj pogost razlog za izvedbo MBO. Če lastniki nimajo primerne naslednika, je MBO zaželen oblika nasledstva lastništva. Družinski člani v nekaterih primerih obdržijo del delnic za povezavo s podjetjem in zaradi finančne koristi.

Ob stečaju konglomeratnega podjetja je možno, da menedžment odkupi enega ali več dobičkonosnih delov. Menedžment ima zaradi notranjih (*insiderskih*) informacij glede preteklih dogodkov, ki so vodili v stečaj, zagotovo prednost pred drugimi ponudniki, njim v prid pa govori tudi hitrost sklenitve posla menedžerskega odkupa.

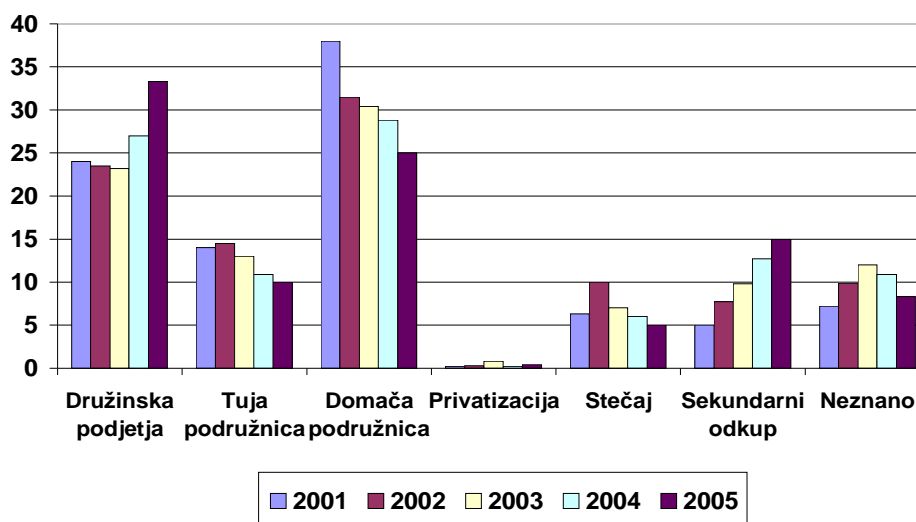
Podjetja, ki želijo postati zasebna (*PTP-public to private*), gredo z organiziranega trga vrednostnih papirjev (*delisting*). Navadno gre za mala in srednje velika podjetja, kjer cene delnic trpijo zaradi pomanjkanja investitorjevega zanimanja. To povzroča nelikvidnost delnic, zato je njihova prodaja možna le s popustom. Podcenjenost in nezadostno povpraševanje onemogoča menedžment, da bi rast poslovanja lahko financiral z izdajo novih delnic, ki se hkrati sooča z grožnjo sovražnega prevzema. Za menedžment je javna ponudba za odkup delnic lahko priložnost, da hkrati maksimira vrednost za delničarje, pridobi dostop do zasebnega kapitala in osvobodi podjetje omejitev, ki jih prinaša borzna kotacija. Podjetje prav tako zmanjša administrativne stroške, ki so povezani s kotacijo na borzi.

Sekundarni odkupi postajajo vedno bolj aktualni. Gre za to, da želijo lastniki ali del lastnikov po izvedenem MBO po nekem času izstopiti. Izvede se ponovni MBO, kjer

lastniki ali del lastnikov proda svoje delnice, pridobljene z MBO, lastniška sestava v podjetju pa se ustrezno spremeni.

Po podatkih Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe je bila privatizacija v začetku 90. let velik vir podjetij za MBO, v zadnjih letih pa je postal zanemarljiv.

Slika 1: Delež virov podjetij za managerski prevzem



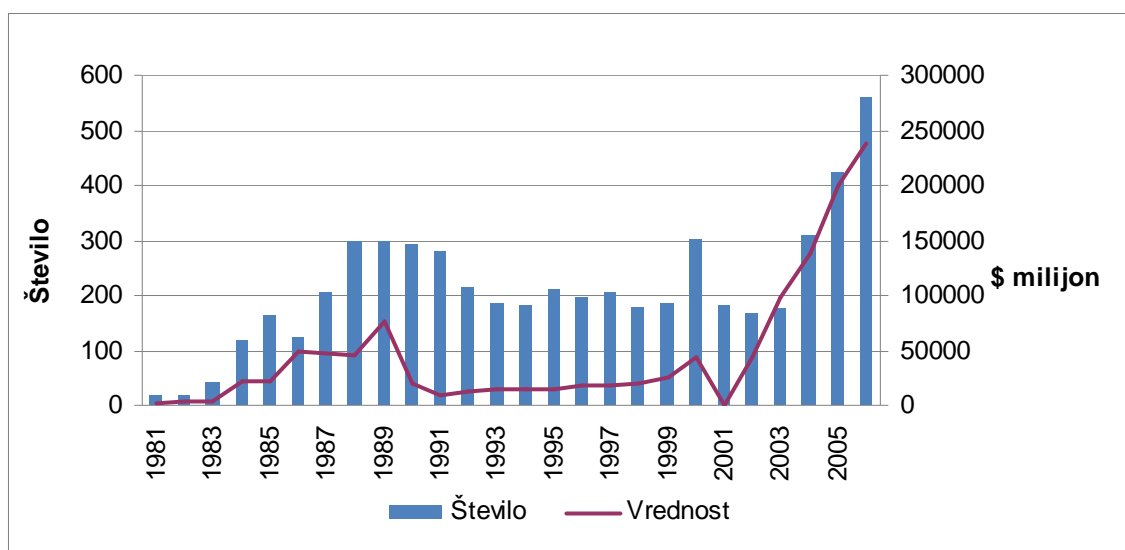
Vir: M. Wright, A. Burrows, R. Ball, L. Scholes, M. Meuleman & K. Amess, *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 18.

Med 5 do 10 odstotkov predstavljajo MBO, ki so posledica stečaja podjetja. Menedžment navadno želi ohraniti svoje službe, zato se odloči za odkup podjetja. Vendar pa to ni zadosten pogoj za izvedbo MBO. Dokazati je treba, kje je podjetje grešilo, da je prišlo v stečaj, in kako lahko te napake popravijo. Le tako lahko prepričajo potencialne financirje prevzema.

## 2 GLAVNI TRENDI IN STATISTIKA MENEDŽERSKIH ODKUPOV V EU

Trg v ZDA se je začel razvijati v sredini 70. let in je v drugi polovici 80. doživel svoj razcvet. Z recesijo v začetku 90. se je trg zelo umiril. Po letu 2001 je trg *buyout* ponovno začel rasti in je leta 2006 dosegel 600 odkupov v skupni vrednosti 182 milijard dolarjev (Wright et al., 2007, str.10). Temu je zelo pomagala izjemno nizka obrestna mera v tem obdobju.

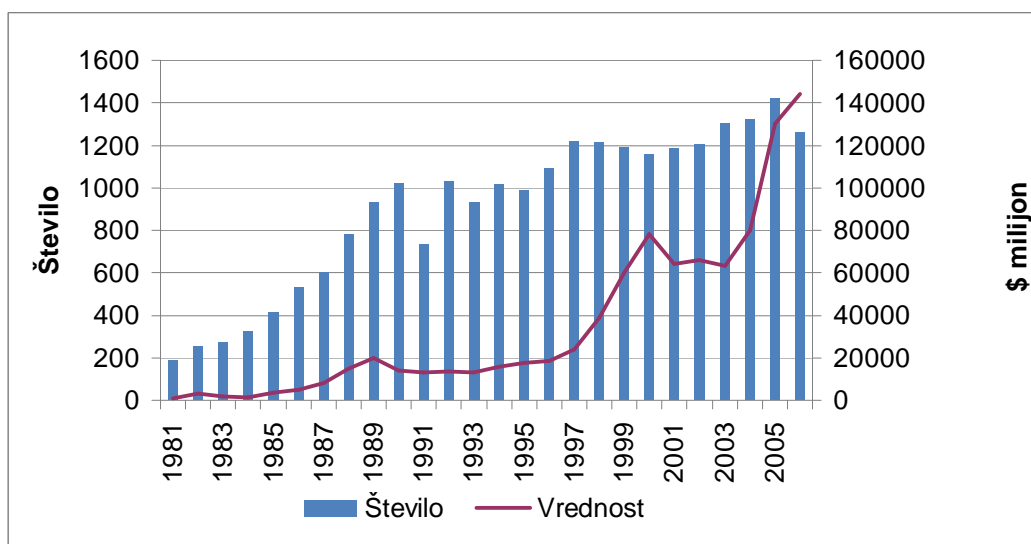
Slika 2: Trend LBO v ZDA



Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 11.

Po podatkih britanskega Centra za raziskave menedžerskih odkupov (CMBOR) zadnji trendi kažejo veliko rast v evropskem trgu LBO. V sredini 80. let je bila vrednost vseh LBO v Evropi zanemarljiva, dve desetletji pozneje pa je že približno 40 odstotkov vseh MBO. Po letih 2000–2003, ko je bila vrednost LBO razmeroma na isti ravni, so sledila leta močne rasti. Leta 2005 je vrednost zrasla za 50 %. Nadaljevala se je v letu 2006, ko doseže vrednost 142 milijard evrov (Slika 3). Zgodovinsko je bila Velika Britanija v Evropi največji trg LBO, ki je prispeval polovico celotne vrednosti trga LBO. Od leta 2001 je njen delež padel na četrtino, ko se je vrednost LBO v drugih regijah Evrope zelo dvignila.

Slika 3: Trend LBO v Zahodni Evropi

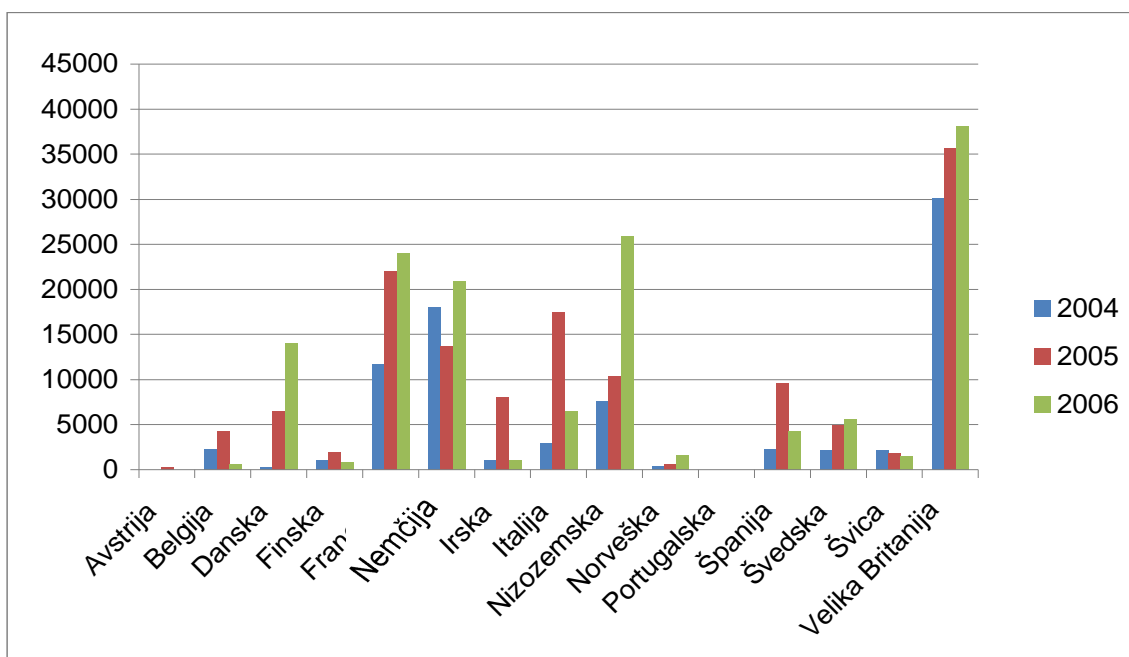


Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 12.

Med državami je daleč v ospredju še vedno Velika Britanija (Slika 4). Njen delež dosega do tretjine vseh evropskih menedžerskih odkupov, sledijo ji Francija, Nemčija in Nizozemska.

Samo v osrednji Evropi, brez upoštevanja Velike Britanije, so se odkupi v primerjavi s prejšnjim letom povečali za več kot petino. Tako visoko rast so pospeševale predvsem transakcije, ki so presegale 500 milijonov evrov. Razloge za tako visoko rast je treba iskati predvsem v številnih lastniških spremembah med evropskimi podjetji (Malus, 2004).

Slika 4: Vrednost MBI in MBO v evropskih državah



Vir: Wright et al., *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 15.

Tudi skandinavske države imajo razmeroma zrel trg *buyout* z redno aktivnostjo vsako leto. Aktivnosti v južni Evropi je razmeroma šibka, čeprav je španski trgi v preteklih letih kazal nekaj obetov. Veliki LBO-ji občasno zelo povečajo statistiko. Na primer italijanski trg je leta 2005 eksplodiral zaradi prevzema Wind Telecommunicatins, v vrednosti 12 milijard evrov. Podobno so 13 milijard evrov vreden *public to private buyout* podjetja TDC na Danskem in več milijard evrov vredna LBO podjetij VNU in Philips Semiconductors na Nizozemskem spremenili razvrstitev v razpredelnici trgov *buyout* v Evropi (Wright et al., 2007, str.13).

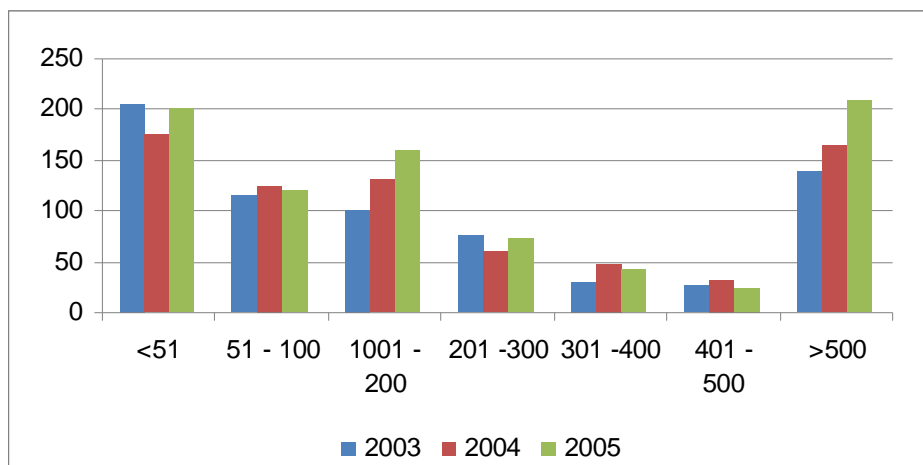
Trgi v večini držav Evrope so se razvili iz razmeroma malih *buyout*-ov, ki jih je večinoma izpeljal vodilni menedžment. Prevzemi od so rasli v celotni Evropi, saj je povprečni LBO leta 1996 znašal 21 milijonov evrov, leta 2006 pa že kar 114 milijonov evrov. Prav tako je zraslo število MBI-jev, saj dosega 90 % vrednosti trga, s polovičnim deležem števila vseh transakcij.

Pri številu zaposlenih v Evropi v času odkupa izstopata frekvenci z manj kot 50 zaposlenimi ni več kot 500 zaposlenimi. Število malih podjetij, ki jih prevzame

menadžment, je bilo v Evropi od začetka LBO največ, zadnje čase pa se je zelo povečalo število LBO, kjer so prevzeta velika podjetja.

Število vseh zaposlenih v podjetjih, ki jih je prevzel menedžment, zavzema velik delež celotne delovne sile. Po ocenah CMBOR je bilo leta 2003 vseh zaposlenih v podjetjih z menedžerskim prevzemom 450 tisoč, leta 2005 pa že 850 tisoč.

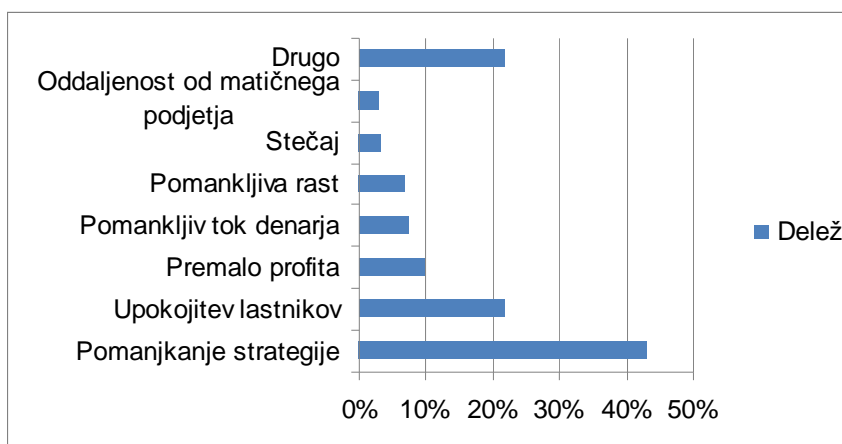
Slika 5: Število zaposlenih v podjetjih, prevzetih z MBO



Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 13.

Pri razlogih, zakaj so se odločili za menedžerski prevzem, je skoraj 45 odstotkov lastnikov kot glavni razlog za prodajo navedlo neskladje s strategijo matičnega podjetja (Slika 6). Malo več kot četrtna 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

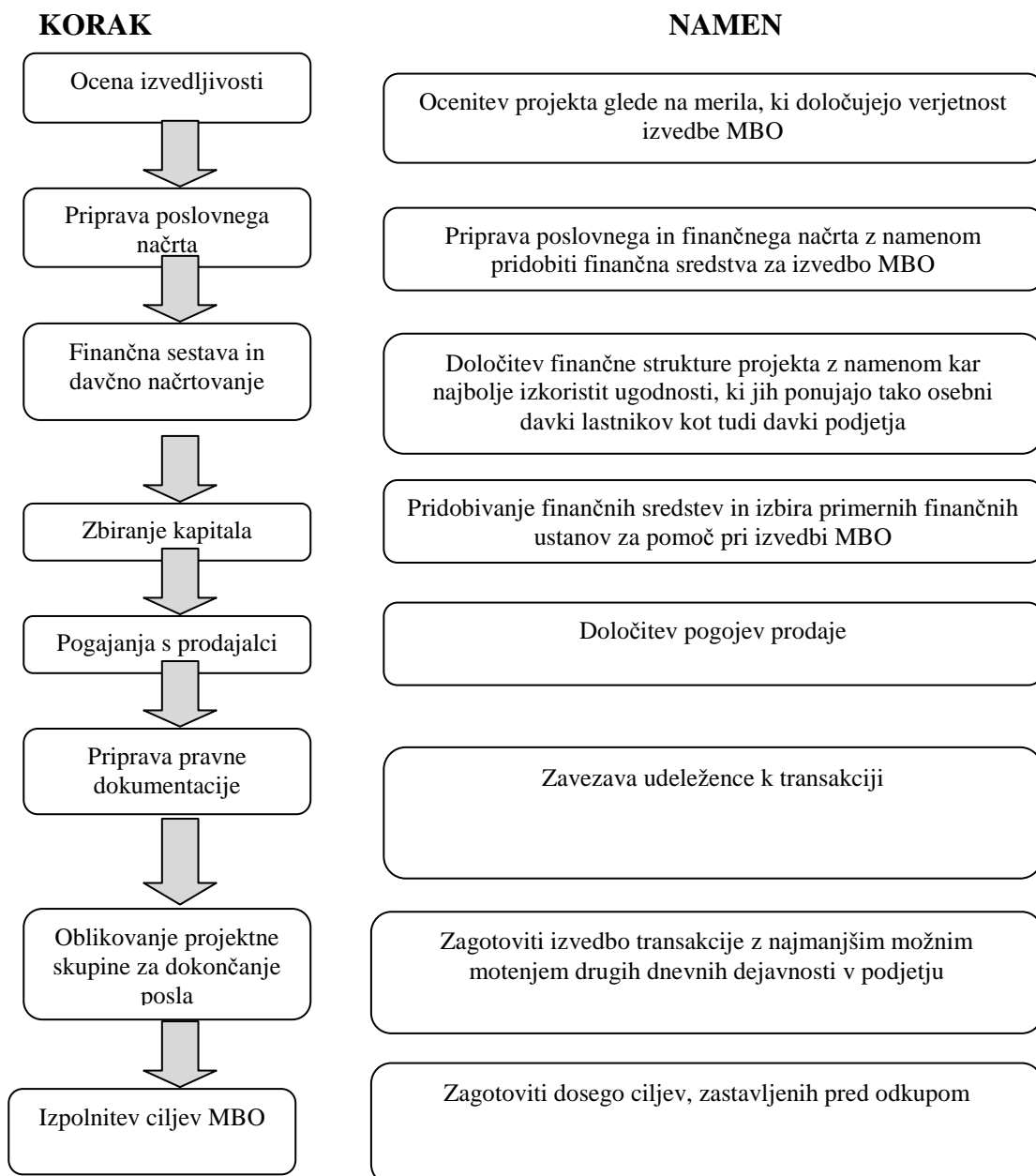


Vir: *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe*, 2001, str. 8.

### 3 POTEK MENEDŽERSKEGA PREVZEMA

Menedžerski odkup je zahteven proces, ki je sestavljen iz več faz. V prvi fazi je identifikacija potencialnega MBO (Wright, Thomson, Chiplin & Robbie, 1991, str. 162). V tej fazi se morata srečati lastnik, ki je pripravljen prodati del ali celo podjetje, in sposobna ter voljna menedžerska ekipa, ki je pripravljena kupiti podjetje.

Slika 7: Koraki pri MBO



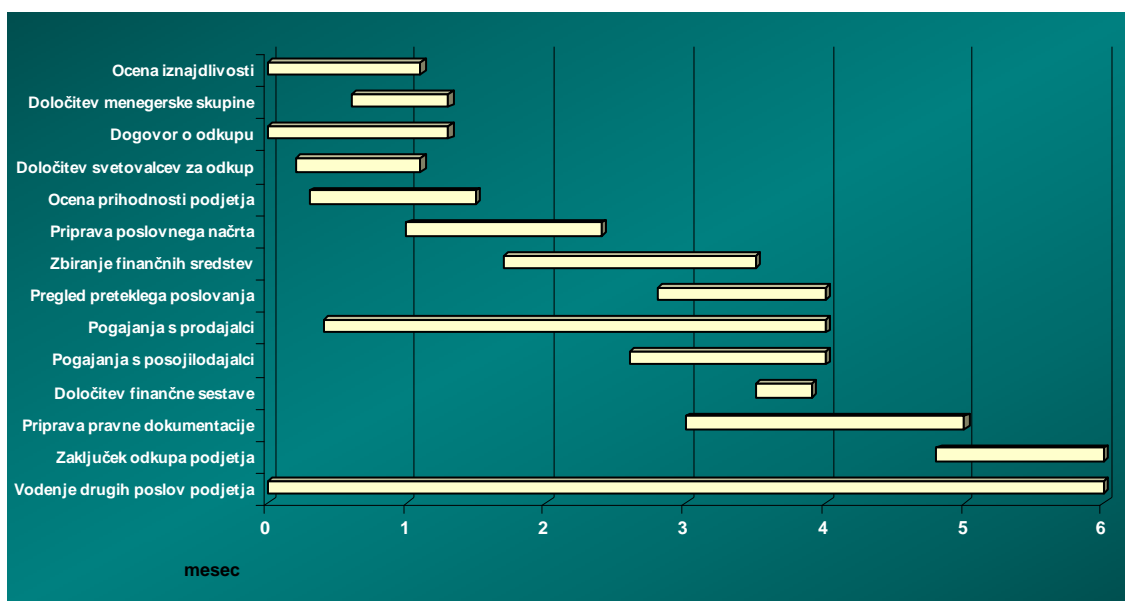
Vir: Practical guide to MBOs, 2004, str. 9

Pri odprodaji delov podjetja je MBO le eden od načinov prodaje, zato je treba pretehtati med vsemi možnostmi. Glavna odločitev je podana na podlagi prevzemnih ponudb, ki pa poleg cene navadno vključujejo še druge pogoje in zagotovila. Problem nastane, ko se

menedžment odloči oddati prevzemno ponudbo hkrati z drugimi ponudniki. Menedžment lahko namerno zavaja ali pa ne sodeluje s potencialnimi ponudniki pri razkrivanju informacij. Na poslovnih področjih, ki zelo temeljijo na individualnih sposobnostih, pa lahko celo zagrozijo, da ne bodo sodelovali z novimi lastniki (Wright et al., 1991, str. 162).

MBO je priložnost, ki je le redko načrtovana. Ko se pojavi priložnost za odkup, se morajo menedžerji hitro odločiti, saj je lahko, če se obotavljajo, podjetje prodano drugemu kupcu. Res je tudi, da nekateri lastniki nikoli ne bi pomislili na prodajo menedžmentu, če tega ne bi predlagal menedžment. Tako lahko zainteresirani menedžerji zelo povečajo svoje možnosti, če sami naredijo prvi korak. Včasih je koristno, če lastnikom predlog za odkup predstavijo izbrani svetovalci za odkupe. Tu je potrebna previdnost, saj je glede na naravo odnosa med menedžmentom in lastniki verjetno bolje, da lastnikom zamisel o odkupu predstavi menedžment. Pri vsakem odkupu je zelo pomembno, da menedžment že v prvem koraku preuči možnosti za izvedbo odkupa (Practical guide to MBOs, 2004, str. 9).

Slika 8: Časovni potek menedžerskega odkupa



Vir: Practical guide to MBOs, 2004, str. 10

Menedžment mora najprej oceniti, ali podjetje ustreza kriterijem za MBO. Že v tej fazi naj bi menedžerji pristopili do specializiranih agentov, ki znajo bolje oceniti ključne kriterije. Prav tako se morajo menedžerji zavedati pritiska in zahtev pri MBO, saj mora podjetje navadno poslovati bolje in ni prostora za omahovanje (A practical guide to MBOs, 2004, str. 16).



### 3.1 Priprava poslovnega načrta

Poslovni načrt je ključni dokument, ki ga mora sestaviti menedžment. Je dokument, v katerem se določijo strategija menedžmenta, prihodnja finančna struktura in ponujena kupnina ter je najpomembnejši faktor pri iskanju financerjev prevzema. Pomembno je, da sestavi poslovnega načrta namenimo dovolj časa in da smo potrpežljivi, saj je od tega odvisen uspeh prevzema.

Pri odkupu družbe je pomembna ocenitev možnosti, da le-ta v nekem času ustvarja dobiček, ki bo namenjen za plačilo dolgov, nastalih z njenim odkupom. Ocenitev možnosti je izkazana v tako imenovanem poslovnem načrtu, ki je skupek informacij in dokumentacije, iz katere je razviden finančni ter premoženjski položaj družbe po njenem odkupu. Torej je namen načrta, da pobudnikom in investitorjem omogoča jasen ter širok pregled možnosti in tveganja operacije LBO v konkretnih primerih (Varanelli, 2001, str. 357).

Po navadi poslovni načrt vsebuje naslednje dodatke:

1. podatke o menedžmentu,
2. prikaz tržne strategije in delovanja družbe po odkupu, prikaz blaga ali/in storitev, ki so predmet družbene dejavnosti, ter velikosti celotnega trga,
3. prikaz vseh preteklih in finančnih podatkov ter pričakovanih izidov (prihodki, odhodki, nelikvidnost, letni obračun družbe tarča zadnjih let, primerjalni prikazi o doseženih rezultatih s pričakovanimi).

Skratka, poslovni načrt je zelo pomembno sredstvo. Pobudnikom in financerjem poskuša pomagati pri odločanju o nakupu ter izbiri najprimernejše oblike financiranja.

Ob pripravi poslovnega načrta mora biti menedžment pozoren na tri dejstva:

1. Načrt je prikaz ciljev, strategij in taktik za prihodnost. Ima pomembno vlogo pri določanju in pojasnjevanju poti naprej.
2. Načrt je ključen dokument trženja. Morebitni finančni podporniki ga skrbno preučijo in preizkusijo.
3. Je merilo, po katerem finančni podporniki presojujejo uspešnost menedžerske ekipe po odkupu.

### 3.2 Financiranje menedžerskega prevzema

Za operacije LBO je v primerjavi z navadnim nakupom poslovnega deleža oziroma delnic družbe značilno, da pri njej kupec ne potrebuje velikanskih finančnih sredstev. Drugače rečeno, kupec lahko družbo kupi z zmanjšano vsoto kapitala, ker poskuša izkoristiti zadolžitve družbe tarča; dolg družbe ima vlogo kupca, poravnan pa je po nakupu družbe tarča s prenosom dobička na financerja oziroma (redkeje) s pridobljenimi sredstvi, nastalimi z odtujitvijo posamezne neuporabne podjetniške opreme (na primer strojev). V

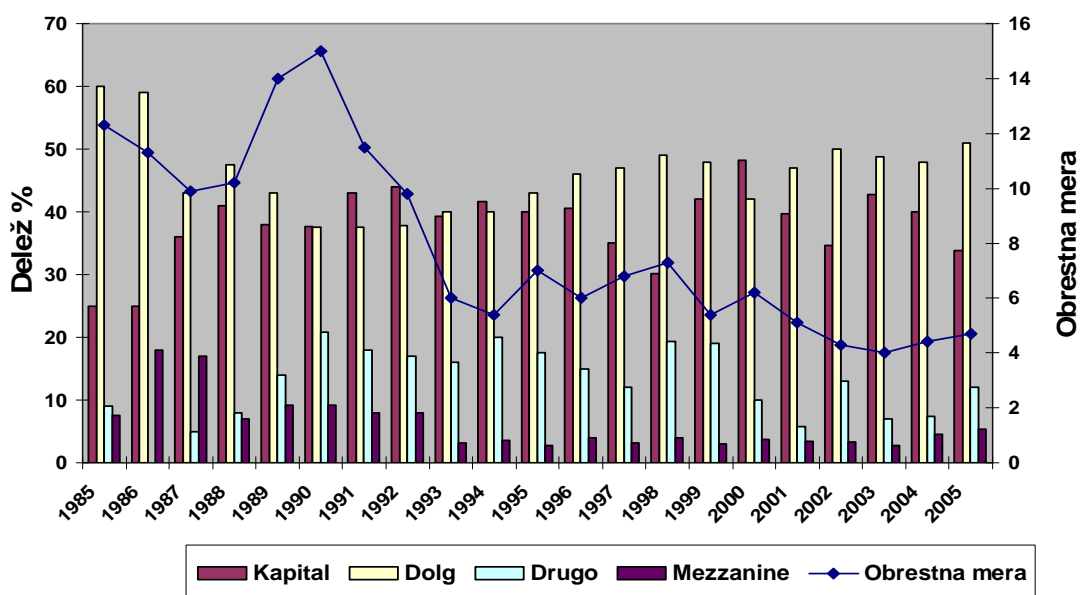
ZDA je sposobnost zadolžitve družbe tarča opredeljena kot notranje financiranje, saj je dobiček vir, s katerim pobudniki operacije lahko izplačujejo dolg financerjev (Varanelli, 2001, str. 358).

Z namenom pridobitve finančnih sredstev za izvedbo odkupa menedžment 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, če pa gre za večjo transakcijo, se morajo različni vlagatelji združiti oziroma povezati med seboj in pripraviti skupno ponudbo.

Kupnina za delnice oziroma poslovne deleže podjetja še zdaleč ni edini strošek (izdatek) pri odkupu podjetja, saj je treba upoštevati še stroške dolga in transakcijske stroške. Finančne potrebe so (Petrič, 2001, str. 14):

- kupnina za sredstva ali delnice;
- obstoječi dolg (podjetja tarče), ki ga je treba refinancirati;
- morebitne potrebe za dodatnim obratnim kapitalom;
- stroški prevzema;
- minus denar ali denarni ekvivalenti tarče;
- minus denar iz dezinvestiranja (odprodaje delov podjetja).

Slika 9: Struktura financiranja in obrestna mera v Veliki Britaniji



Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 36.

Na sliki lahko vidimo, kako se je gibalo razmerje med različnimi vrstami financiranja v Veliki Britaniji, kjer sta opazna znižanje deleža dolžniškega kapitala in povečanje zasebnega kapitala v 80. letih ter padajoča obrestna mera, ki je omogočila polet LBO v

zadnjih letih. Iz študije, ki so jo objavili Wright et al, 2007, je še razvidno, da je povprečni delež lastniškega kapitala pri malih podjetjih, prevzetih z MBO, skoraj 50 % in pada, pri velikih podjetjih pa ta delež zavzema med 25 in 32 %.

Nakup podjetja je navadno financiran iz:

- lastniškega kapitala menedžmenta,
- lastniškega kapitala zunanjih investitorjev,
- kapitala zunanjih financerjev, ki se zavarujejo z zastavo delnic in premoženja (*senior debt*),
- podrejenega dolga (*subordinated debt*), ki ga navadno prispevajo skladi tveganega kapitala in skladi specializiranih za odkupe podjetij; vmesni dolg (*mezzanine debt*); visoko donosne obveznice (*high-yield bonds*)

Finančna struktura se vsekakor razlikuje od posameznega MBO, odvisna pa je predvsem od (Wright, 1991, str. 166): velikosti transakcije, finančna zmožnosti menedžerjev in zaposlenih, finančnih in poslovnih projekcij, velikost sredstev za zavarovanje dolga, pripravljenosti prodajalca, da sodeluje kot posojilodajalec pri odkupu, in drugega. Finančna struktura je navadno taka, da prinaša največji donos menedžmentu in še omogoča pridobitev zunanjih investitorjev. Dolžniški kapital je cenejši od lastniškega, vendar pa finančne institucije raje investirajo, če menedžment sodeluje z več svojega kapitala.

Menedžerski odkupi so večinoma financirani z dolgom, ker:

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

### **3.2.1 Lastniški kapital**

Pri menedžerskem prevzemu sodeluje menedžment s svojim kapitalom, kar pa je njihov delež navadno premajhen za uspešen MBO, zraven povabijo finančne investitorje. Večji kot je menedžerski vložek, večji delež glasov imajo. Pri manjših podjetjih menedžment povprečno zbere večji delež potrebnega kapitala, s tem pa nadzoruje tudi večji delež podjetja, kar je prikazano tudi v razpredelnici. Pri manjših podjetjih po izvedenem MBO menedžment obvladuje povprečno med 60 in 75 % kapitala, medtem ko v velikih podjetjih le približno 30 %. To je seveda logično, saj mora pri manjših MBO menedžment zbrati manj kapitala za razmeroma večji delež. Delež zbranega kapitala menedžmenta je odvisen tudi od števila menedžerjev in njihove finančne moči.

Ne glede na vrsto odkupa podjetja z zadolžitvijo so bodoči menedžerji udeleženi pri zagotavljanju lastniškega kapitala podjetja, kar predstavlja neko garancijo drugim investitorjem v resnost namenov menedžerjev. Vir so prihranki menedžerjev ali/in osebni kredit, običajno z zastavo lastnega premoženja. Višina udeležbe menedžerjev dosega vsaj njihovo enoletno plačo (Figuroa, 2003, str. 15). Menedžment navadno pridobi navadne delnice z glasovalno pravico, saj imajo veliko željo po vodenju podjetja. Je pa za menedžment to tudi tvegano, saj so v primeru neuspešnega odkupa poplačani zadnji.

Tabela 1: Vložek menedžmenta in delež v podjetju

Prispevek menedžmenta in kapital (%)		2001	2002	2003	2004	2005	2006
MBO z več kot 10 mio. funtov	Vložek menedžmenta (delež)	2,1	2,0	3,0	2,5	2,3	3,3
	Delež nadzora v podjetju	36,8	35,7	27,6	33,0	33,6	41,6
MBO z manj kot 10 mio. funtov	Vložek menedžmenta (delež)	5	7,6	3,5	8,8	7,9	13,3
	Delež nadzora v podjetju	61,8	78,4	66,8	62,0	77,0	77,0

Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 37.

Pri izbiri finančnih investitorjev mora biti menedžment pozoren, saj glede na cilje, ki jih imajo investitorji, obstajajo razlike med ponudniki. Nekatere zanima samo investicija, druge pa tudi želja po upravljanju. Najpomembnejši dejavnik za investitorje je seveda donos, ki pa mora biti zaradi velikega tveganja nadpovprečen. Investitor je lahko en sam ali pa je združena skupina investitorjev.

Po podatkih CMBOR naj bi bili zadnje čase največji vlagatelji pokojninski skladi, ki so leta 2005 vložili 25 % vseh investiranih sredstev, kljub temu pa to pokojninskim skladom predstavlja zgolj 1 do 2 odstotka vseh sredstev.

V ZDA nameravajo investitorji zasebnih družb postati delni partnerji po prevzemu, medtem ko imajo v Evropi zasebna podjetja, ki so del bank in zavarovalnic, bolj pomembno vlogo. Investitorji imajo različno dolgi horizont investicij in različen pogled na nadziranje v podjetju (Wright et al., 2007, str. 34).

### 3.2.2 Prednostni dolg

Zunanje financiranje predvideva posredovanje zunanjih financerjev, ki so v praksi definirani z izrazoma glavni posojilodajalci (*senior lenders*) in podrejeni posojilodajalci (*subordinate lenders*). Z glavni posojilodajalci mislimo na glavne financerje (po navadi banke ali finančne organizacije). glavni posojilodajalci delijo na tiste, ki zahtevajo jamstvo za financiranje, in one, ki tega ne zahtevajo. Prvi zahtevajo, da mora imeti premoženje družbe tarča (*real property* in *equipment*) visoko stopnjo likvidnosti ter da morajo obstajati še dodatna jamstva (na primer poroštvo tretjih oseb). Drugi so financerji, ki brezpogojno verjamejo v sposobnost družbe target, da ustvarja dobiček. V slednjem primeru gre torej za rizični prenos kapitala s strani banke ali finančne družbe, ki ima kot protiutež pridobitev del delnic družbe tarče ali pridobitev drugih premoženjskih pravic z družbo (Varanelli, 2001, str. 358).

Tak dolg je zavarovan z najbolj likvidnimi sredstvi podjetja, zato je tudi najcenejši. Za zavarovanje se uporabi zemljišča, nepremičnine, zaloge, terjatve ter druga materialna in nematerialna lastnina. Vendar je treba prej oceniti dejansko vrednost teh sredstev, saj so lahko v poslovnih knjigah nerealni podatki.

Posojilo se odplačuje z anuitetami, dolg pa naj bi bil navadno izplačan v petih do sedmih letih. Zadnje čase, ko so se prevzemne cene dvignile, se je tudi doba odplačil podaljšala na do 10 let.

Razmeroma ugodna cena teh posojil ni povezana samo s premoženjem, uporabljenim kot zavarovanje, ampak tudi z vrsto omejitvenih zahtev (*restrictive covenants*), ki jih posojilodajalec vključi v kreditno pogodbo. Te omejitvene zahteve jasno povedo, kaj dolžnik sme in česa ne, poleg tega pa vključujejo nekatere kazalnike poslovanja, tako imenovane finančne omejitve (*financial covenants*), ki jih mora podjetje redno dosegati (po navadi gre za četrletna poročila). Če podjetje ne dosega zapisanih zahtev, to lahko pomeni višjo obrestno mero, plačilo pogodbeno določene kazni ali tudi zahtevo po stečajnem postopku (Figueroa, 2002, str. 12).

### 3.2.3 Podrejeni dolg

Podrejeni posojilodajalci so po navadi velike finančne družbe, zavarovalnice ali razni skladi, ki prispevajo dolgoročna finančna sredstva in jih dobivajo nazaj samo potem, ko so v celoti izplačani glavni financerji (zato se tudi imenujejo *subordinate lenders*). Medtem ko glavni financerji kot glavni financerji dobijo prvi in dobijo manj, ker tudi manj tvegajo, podrejeni posojilodajalci dobijo več in dobijo potem, ko so bili izplačani glavni financerji, ker nimajo stvarne (zastavne) pravice na premoženju družbe tarča ter druga jamstva za izplačilo svoje terjatve (Varanelli, 2001, str. 358).

Dospelost in plačevanje obresti te instrumenteuvršča med dolžniške finančne instrumente. Njihove lastnosti so, razen podrejenosti in s tem povezane donosnosti, zelo podobne prednostnemu dolgu.

### 3.2.3.1 Vmesni dolg

V nekaterih primerih, posebno če je bila plačana velika prevzemna premija glede na imetje podjetja, podjetje ne more zbrati dovolj sredstev z zastavo premoženja podjetja. V teh primerih lahko podjetje pridobi vmesni dolg, ki je podrejeni dolg, vendar samo, če ima podjetje močan tok denarja (Wright et al, 2007, str. 40).

Vmesni dolg je strukturiran kot kratkoročno posojilo, čeprav ima rok vračanja več let. Zavarovan je s preostalimi sredstvi podjetja, edino pravo zagotovi pa so bodoči denarni tokovi. Zato je to posojilo dražje od osnovnega posojila, ker za posojilodajalce bolj tvegano, vseeno pa je ta kapital cenejši od lastniškega kapitala. Ker se plačuje višja obrestna mera, je podjetje zainteresirano za čim hitrejšo odplačevanje te vrste kredita.

Vmesni dolg posojilojemalcu omogoča večjo prožnost pri odplačevanju, saj je lahko odplačan v obrokih ali pa v enkratnem znesku. Tako se glavnica odplača na koncu posojilnega obdobja, v vmesnem obdobju pa se odplačujejo zgolj obresti. Tako je podjetje v zgodnji fazi po odkupu razbremenjeno odplačevanja posojila, kar menedžmentu omogoči mirnejšo konsolidacijo poslovanja, saj pritisk na odplačevanje dolga ni tako močan. Prav tako menedžmentu omogoča večjo fleksibilnost pri načrtovanju odkupa, brez take vrste dolga bi bilo treba izdati dodaten lastniški kapital, kar bi pomenilo manjši nadzor menedžmenta nad podjetjem. S tega stališča gre torej za poceni različico lastniškega financiranja (Malus, 2004, str. 40).

V preteklosti so vmesni dolg ponujala samo specializirana podjetja, zadnje čase pa tudi banke. V osrednji Evropi je vmesni dolg predstavljal 7 do 8 odstotkov v celotni strukturi financiranja, v letu 2005 pa je dosegel celo 10 %. V Veliki Britaniji ta način financiranja ni tako priljubljen, saj dosega približno 4 %. Rekord pri uporabi vmesnega dolga je dosegel LBO podjetja Casema, ko so pri 2,1 milijarde evrov izplačani kupnini uporabili kar milijardo evrov vmesnega dolga. Ponudniki vmesnega dolga poročajo, da so večino povečanega financiranja z vmesnim dolgom omogočili skladi *hedge*, ki so nedavno vstopili na trg (Wright et al., 2007, str. 40).

### 3.2.3.2 Obveznice z visoko donosnostjo (*high-yield bonds*)

Visoko tvegane obveznice (imenovane tudi *junk-bonds*), izda prevzemno podjetje z namenom zbiranja kapitala za prevzem. Obveznice navadno niso zavarovane, zato so zelo slabo bonitetno ocenjene ali pa so celo brez ocene.

Večina izdaj teh obveznic ima podobno strukturo kot običajne rangirane obveznice s kuponskimi obrestmi. Glavnica je izplačljiva ob dospelosti.

Trg visokodonosnih obveznic se je razvil v osemdesetih letih prejšnjega stoletja in omogočil pretirano prevzemno dejavnost s prevelikimi finančnimi vzvodi, kar je na koncu privedlo do tega, da se je trg teh obveznic zlomil in visokoteleči prevzemi so se za nekaj časa ustavili.

### 3.3 Ocenjevanje in cena podjetja

Vrednotenje podjetja je ključnega vidika, saj se morata kupec in prodajalec strinjati o končni vrednosti podjetja. Izmeriti vrednost podjetja ni enostavno, saj to ne predstavlja samo dejanske vrednosti premoženja, temveč se upoštevajo tudi panoga, v kateri deluje, kako se panoga razvija, kakšen je tržni položaj, kakšen je človeški kapital, vrednost blagovne znamke in drugi dejavniki. Vse te dejavnike je treba vrednostno izraziti, kar je zelo zahtevna naloga. Ena največjih napak je, ko menedžment ponudi preveliko prevzemno ceno, saj se lahko zgodi, da podjetje, kljub temu da posluje solidno, ni sposobno odplačevati dolgov. Ponujena cena menedžmenta je odvisna od (Wright et al., 1991, str. 168) potencialnih konkurenčnih ponudnikov, pričakovanj prodajalcev in zunanjih financerjev MBO.

Kupci si povečajo možnost uspešnega LBO z iskanjem velikega delničarja, ki sprejme ponudbo, preden je ponudba javno objavljena. S tem največji lastnik sporoča drugim delničarjem, da je prevzem dober. Oznanitev velikega delničarja, da se strinja s prodajo, onemogoča drugim potencialnim kupcem potegovanja za nakup, s tem pa zmanjša nakupno ceno in si povečajo možnost uspeha LBO (Wright et al., 2007, str. 31).

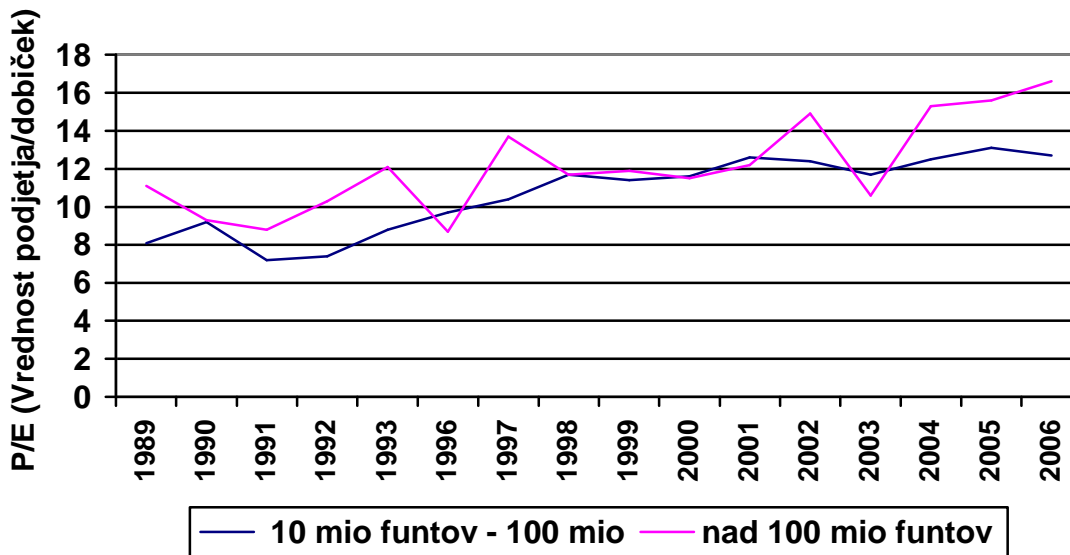
Pri postavitvi cene sta dve možnosti: fiksna cena in variabilna cena. Fiksna cena ima prednost, da je enostavna, pri variabilni ceni pa se znesek spreminja glede na postavljene pogoje v pogodbi. To pride v poštev, ko prodajalci smatrajo, da so ostale velike neznanke pri cenoitvi in se s tem zavarujejo pred prenizko cenoitvijo. Vendar tudi tvegajo, da bodo dobili manj kot pri fiksni ceni, če je podjetje bilo precenjeno (Wright, 1991, str. 168).

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 resničen vpogled v stanje in vrednost podjetja. Do te faze financiranje odkupa temelji predvsem na informacijah, ki jih je priskrbel menedžment.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja se navadno uporabljajo trije pristopi (A practical guide to MBOs, 2004, str 12): ocena neto sredstev, metoda diskontiranih denarnih tokov in metoda na podlagi zaslužkov. Ocena neto sredstev je razlika med tržnim premoženjem

podjetja in dolgovi podjetja. Metoda diskontiranih denarnih tokov preračuna vrednost bodočih prihodkov, od katerih se odšteje kupnina. Metoda na podlagi zaslužkov pa sporoča, kolikokratnik letnega dobička smo plačali za podjetje (ang. *P/E-price/earning*), kar je prikazano v spodnjem grafu.

Slika 10: Gibanje prevzemnih vrednosti glede na dobiček



Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance, 2007, str. 33.*

Zadnja leta so kupci pripravljene več plačati za odkup podjetja, saj razmerje med profitom in celotno vrednostjo nakupne transakcije vseskozi narašča. V Veliki Britaniji je kazalnik P/E manjših podjetij, udeleženih v MBO, zrasel z 8 na začetku devetdesetih na 12 v zadnjih letih. Prav tako je P/E večjih podjetij zrasel z 10 v začetku devetdesetih na 16 v letu 2006. Tudi v osrednji Evropi je kazalnik P/E podjetij, ki so bila prevzeta z MBO in bila prevzeta za več kot 150 milijoni ameriških dolarjev, zrasel z 11 v letu 2000 na 19 v letu 2006. Razmerje P/E pri MBO je prav tako raslo v ZDA, vendar so vrednosti nižje in so leta 2005 dosegle 8,8, vrh pa je bil leta 1998, ko je razmerje doseglo vrednost 9 (Wright et al., 2007, str. 34). Meuleman in Wright sta leta 2007 raziskovala povezavo med koncentracijo panoge in prevzemno ceno podjetja ter dokazala, da je cena nižja ob visoki stopnji koncentracije.

### 3.4 Izvedba menedžerskega odkupa

Sedaj nastopi druga faza, ko novoustanovljena družba pridobi financiranje in uspešno izvede nakup družbe tarča. Poznamo dve obliki izvrševanja LBO: brez združevanja in z združevanjem. Značilnost LBO brez združevanja je nakup premoženja (tako imenovani *asset based stansaction*) ali delnic (*stock based transaction*) družbe tarča; operacija ne implicira združitve novo družbo z družbo tarča. Ta oblika je nekoliko redkejša.



Bolj kompleksna in pogosta je operacija, ki se konča z združitvijo novoustanovljene družbe z družbo tarča (ta operacija se imenuje *merger leveraged buyout*). V združitvi je prisotnih več družb: družba tarča, družba, ki namerava kupiti družbo tarča (imenovali jo bomo matična družba), in nova družba, ki je družba, ustanovljena samo za potrebe nakupa družbe tarča (imenuje se tudi *shell company*). Operacija se začne z ustanovitvijo nove družbe, ki jo popolnoma nadzoruje družba, ki namerava odkupiti družbo tarča. Pri ustanovitvi nove družbe le-ta pridobi financiranje bank ali finančnih organizacij, ki na podlagi poslovnega načrta pozitivno ocenijo možnost ustvarjanja dobička družbe tarča. Ko nova družba pridobi navedeno financiranje, gre v nakup družbe tarča. Seveda je pritek finančnih sredstev veliko večji od vrednosti novoustanovljene družbe; sama ima minimalni osnovni kapital in skoraj nobenega premoženja. Ko se konča prva faza, torej ko se kupi družbo tarča, se začne druga faza, pri kateri pride do pripojitve družbe target z novo družbo. Usoda družbe tarča je načrtana (Varanelli, 2001, str. 360).

Ugodnejšo razdelitev med sredstvi in kapitalom lahko dosežemo z oddelitvijo dela družbe, ustanovitvijo nove družbe (tako imenovane *spin-off*). Oddelitev se opravi s prenosom posameznih delov premoženja na novo kapitalsko družbo, ki se ustanovi samo zaradi oddelitve (oddelitev z ustanovitvijo nove družbe.) Tako se v prvem koraku na novoustanovljeno družbo prenese del premoženja prenosne družbe (družbe, ki jo kupujemo), nato se v drugem koraku delnice oziroma deleži novoustanovljene družbe prodajo prevzemnikom. Ker gre za univerzalno pravno nasledstvo, se na novoustanovljeno družbo prenese tudi sorazmerni del davčne izgube, pri čemer davčne olajšave ostanejo nedotaknjene. Prevzem družbe z oddelitvijo in nakupom oddeljene družbe je torej zelo smiselna možnost, predvsem ob upoštevanju dejstva, da se s tem lahko izognemo togosti družbe iz preteklosti (Šešok, 2002, str. 13).

Po končani drugi fazi posledično cena finančne operacije bremeni premoženje družbe tarča, saj družba prevzemnica v trenutku, ko pridobi finančna sredstva, nima skoraj nobenega premoženja. Z ekonomskega vidika postane dolžnik subjekt, ki je bil kupljen, in ne subjekt, ki kupuje (Varanelli, 2001, str. 360).

### 3.5 Davčno načrtovanje

Davčno načrtovanje je pomemben dejavnik pri načrtovanju odkupa podjetij. Nakup kapitala oziroma sredstev se lahko izpelje tudi tako, da se nakup financira iz davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu. Zato je zelo pomembno, da se projekt odkupa podjetja skrbno preuči predvsem z davčnega vidika. Izvede se postopek davčnega načrtovanja, prek katerega se z zakonitimi metodami in sredstvi ustrezno načrtuje davčna obveznost tako posameznikov kot gospodarskih družb.

Bistvena vprašanja, ki jih izpostavimo v okviru davčnega načrtovanja, so naslednja:

- možnost plačila delnic prek davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu,
- možnost uveljavljanja davčne olajšave oziroma zmanjšanja dohodninske osnove iz naslova plačanih obresti,
- možnost poročuna davčne izgube v primeru spodletelega odkupa podjetja.

V smislu financiranja odkupa podjetja z davki in prispevki je mogoče neko davčno načrtovanje izvesti tako, da posamezniki, ki sodelujejo pri odkupu podjetja, ustanovijo novo skupno gospodarsko družbo – vmesno družbo. Najprimernejša je družba z omejeno odgovornostjo. Ta pridobi delnice družbe, ki je predmet nakupa. Posamezniki, ki so ustanovili vmesno družbo, se v tej družbi zaposlijo in prek te družbe opravljajo poverjene naloge v obliki storitev za družbo, ki je predmet nakupa. Pri tem morajo paziti na to, da ne opravljajo storitev poslovođenja. Plačilo, ki ga prejme vmesna družba za opravljeno delo, se nameni delno za plačilo prevzemnikom (običajno manjši del), večji in preostali del pa se nameni za nakup delnic oziroma odplačilo dolga za nakup delnic družbe, ki je predmet nakupa. Opisani primer temelji na predpostavki, da se plače prevzemnikov ustrezno znižajo, tako da se nakup delnic ali odplačilo dolga za nakup delnic krije iz razlike med vrednostjo storitve – stroški plač. Posledično torej tudi iz davkov in prispevkov, ki bi bili sicer plačani v državni proračun.

Obresti, ki jih plačajo pridobitelji delnic družbe, ki je predmet nakupa, se obravnavajo različno, odvisno od tega, ali so pridobitelji fizične ali pravne osebe. Plačane obresti za delnice fizični osebi ne prinašajo nobenih davčnih olajšav in znižanj davčne osnove, medtem ko obresti, ki jih plača pravna oseba, v nekaterih primerih lahko znižujejo davčno osnovo za davek od dohodka pravnih oseb.

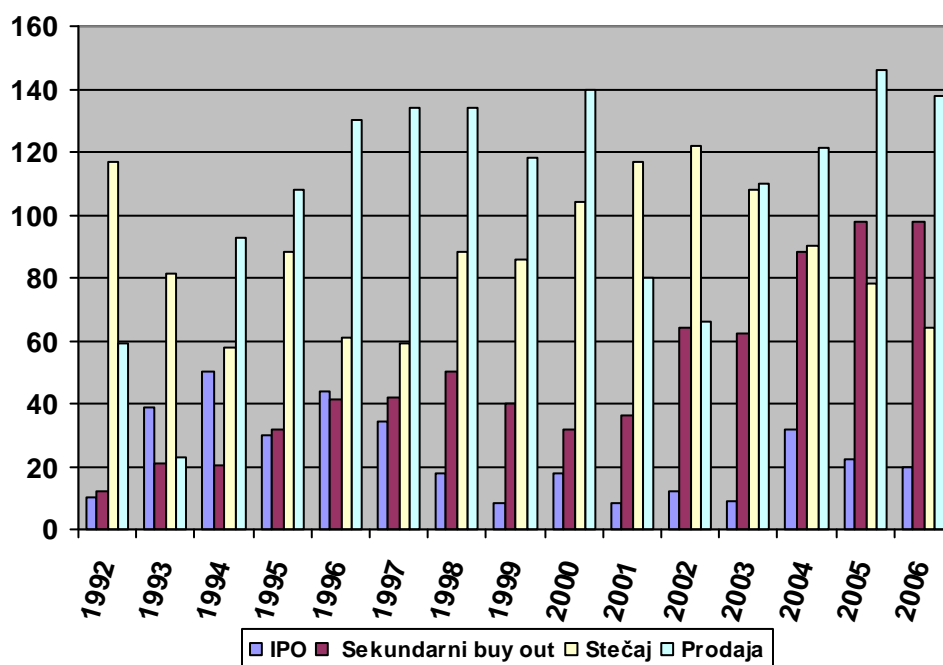
Možnost poročuna davčne izgube v primeru neuspešnega odkupa podjetja je v primeru pridobitve delnic oziroma deležev prek fizičnih oseb delno omejena, in sicer lahko fizična oseba za ustvarjeno izgubo zmanjša davčno osnovo le iz naslova v prihodnje realiziranih kapitalskih dobičkov. Če je ustvarjena izguba višja od morebitnega kapitalskega dobička na drugem kapitalu, ostane izguba neizkoriščena. Realizirani kapitalski dobički se ugotavljajo za posamezno davčno obdobje.

Drugače velja v primeru pridobitve kapitala prek vmesne družbe. V tem primeru vmesna družba ob realizaciji izgube zaradi prodaje delnic oziroma deležev ustvari odhodek, ki je delno davčno priznan in se kot davčna izguba lahko prenaša v naslednja davčna obdobja (Šešok, 2002, str. 13–15).

### 3.6 Izstop

V primeru MBO je žetev vsaj investorjevega vložka vse pogosteje dogovorjena že v pripravi odkupa. Najbolj pogosti načini izstopa so prodaja tretji osebi, ponudba delnic na trgu (ang. *initial public offer* – IPO), sekundarni *buyout* in stečaj. Najbolj pogosti načini izstopa se razlikujejo tudi glede na to, v kakšnem stanju so gospodarstvo in delniški trgi. V 80. letih so bili zelo priljubljeni IPO, saj so bili delniški trgi razmeroma zdravi. Prodaja tretji osebi je bila vselej zelo prisotna, v zadnjem času pa jo je v srednji Evropi prehitel sekundarni *buyout*. V začetku 90. je bil najpogostejši izstop s stečajem zaradi recesije svetovnega gospodarstva. Močan dvig sekundarnih odkupov, je posledica predvsem težavnosti izstopa z IPO, zmanjšanega prevzemnega apetita večjih podjetij in posledica zahtevanega izstopa finančnih vlagateljev.

Slika 11: Način izstopa iz MBO v Veliki Britaniji



Vir: Wright et al., *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 58.

Sekundarni *buyout* se izvede enako kot začetni MBO, le da prvotni financerji izstopijo in pridejo novi. Izstopi lahko tudi del menedžmenta. V Evropi obstaja več kot 30 podjetij, ki so šla vsaj trikrat čez postopek odkupa z zadolžitvijo (Wright et al., 2007, str. 58).

Obstajajo velike razlike med dolžinami izstopa iz struktur *buyout*. Povprečna doba je približno pet let. Povprečno iz velikih poslov izstopijo hitreje kot pri manjših menedžerskih prevzemih. V zadnjih letih je nekaj poslov hitro propadlo, nekateri pa so hitro izstopili.

Stečaj predstavlja negativen vidik menedžerskega odkupa. V zadnjem obdobju se je približno 12 % odkupov končalo s stečajem. Večinoma, po podatkih CMBOR, kar 94 %

odkupov v Veliki Britaniji , ki so se končali s stečajem, so bila podjetja kupljena za manj kot 20 mio GBP.

Tabela 2: Povprečni čas izstopa

Leto	Število LBO	Število izstopov	Povprečni čas do izstopa (v mesecih)
1990	606	275	62,7
1991	581	251	53,8
1992	597	224	57,9
1993	493	201	56
1994	565	240	54,8
1995	598	264	53,6
1996	647	276	51,4
1997	709	274	47,6
1998	690	284	47,6
1999	658	239	45,9
2000	623	202	44,4
2001	643	182	38,7
2002	639	151	64,8
2003	713	140	25,8
2004	706	92	44,9
2005	690	47	14,6
2006	676	5	7

Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 60.

Zadnje čase, ko so se tradicionalni načini izstopa otežili, sta postala refinanciranje in delne prodaje zelo aktualna. Finančni investitorji tako pridobijo nazaj del investicije in obdržijo kontrolo v podjetju. Zato mora podjetje odprodati del podjetja ali pa se dodatno zadolžiti. Refinanciranje kot način izstopa investorjev je leta 2005 v Veliki Britaniji predstavlja več kot tretjino celotne izstopne vrednosti vseh podjetij.

## 4 VPLIV NA PREVZETO DRUŽBO

### 4.1 Borza je zastarel model lastništva

Tudi velike borzne delniške družbe se po uspešnosti ne morejo primerjati s podjetji, ki so v zasebni lasti po menedžerskem odkupu. V borznih družbah je navadno zaradi razpršenosti lastnikov težko uskladiti interese pri pomembnih odločitvah, pasivni lastniki pa za odločanje nimajo vseh pomembnih informacij in ne poznajo dovolj dobro razmer v podjetju. Menedžerji borznih družb so tudi redko tako neposredno in bogato nagrajeni za ekonomske uspehe podjetja, kot so v podjetjih, kjer je bil izpeljan MBO. Leta 2006, ki je bilo v vseh pogledih ekonomsko zelo uspešno, so na »mami vseh borz« – New York Stock

Exchange – opazili precej več podjetij, ki so zapustila borzo, kot podjetij, ki so prišla nanjo: neto odlivov je bilo kar za 35 milijard evrov. Veliko podjetij, ki so se umaknila z borze in postala zasebne družbe, je to naredilo prav z menedžerskim odkupom. Leta 1989 je harvardski profesor Michael Jensen napisal kontroverzni članek, da je model borznih podjetij zastarel, in doživel kritike večine finančnih in drugih strokovnjakov. Ob množičnem odhodu podjetij z borz v zasebno lastništvo je Financial Times 15. decembra 2006 zapisal, da »teza profesorja Jensena postaja realnost« (Marter, 2007, str. 36).

## 4.2 Premija prvotnim delničarjem

Z objavo o nameri menedžerskega prevzema se cena delnic kotirajočih podjetij opazno dvigne. Kaplan je izvedel raziskavo na vzorcu 76 *buyoutov* v ZDA med letoma 1980 in 86 ter ugotovil, da je bila povprečna premija 42 %. Podobno raziskavo je izvedel DeAngelo in ugotovil 22-odstotno prevzemno premijo (Wright et al., 2007, str. 53).

Zadnja raziskava, ki so jo izvedli Renneboog, Simons in Wright leta 2007 na vzorcu britanskih MBO med letoma 1997 in 2003, je pokazala 40-odstotno prevzemno premijo.

Obstajajo tudi raziskave, ki dokazujejo sistematično nižje premije, ko menedžment načrtno prikazuje nižjo vrednost podjetja, da si s tem mogoči cenejši nakup.

Glavni viri prevzemnih premij so (Renneboog): davčni prihranki, vzroki kontrole, zmanjšanje transakcijskih stroškov, obramba pred prevzemom, podcenjenost, teorija presežnega denarnega toka in prerazdelitev bogastva, medtem ko Wright ugotavlja, da je glavni vir premij podcenjenost.

## 4.3 Poslovanje in zaposlovanje

Prva vseevropska študija, ki jo je izvedel Center za raziskave menedžerskih odkupov pri Notinghamski univerzi (CMBOR) med letoma 1992 in 1997 in je zajela 300 evropskih podjetij, v katerih je potekal menedžerski odkup, je pokazala, da menedžerski odkupi (MBO in MBI) vodijo k nadpovprečnemu poslovanju, večji konkurenčnosti, višji zaposlenosti in višjim plačam ter višji dodani vrednosti na zaposlenega.

Do podobnih ugotovitev sta prišli Kaplan in Stein leta 1993, ki sta analizirala LBO v ZDA. Podjetja v povprečju poslujejo bolje od konkurence in ustvarjajo več dobička. Podobno ugotavljajo Muscarella, Vetsuypens in Opler.

Podobne raziskave kažejo, da podjetje, ki je prodano po uspešno izvedenem menedžerskem odkupu, deluje bolje od konkurence še nekaj let po izstopu menedžerjev iz lastništva, pri čemer razlika pada, po sedmem letu po prodaji pa ni več razlik med podjetji.

Raziskave o številu zaposlenih pri menedžerskih odkupih se nekoliko razlikujejo. Opler in Kaplan govorita o malem povečanju zaposlenih, medtem ko Muscarella in Vetsuypens tega nista opazila. Število zaposlenih (Lichtenberg & Siegel, 1990) naj bi po prvih treh letih po prevzemu padlo za 8,5 % pri administrativnih zaposlenih, medtem ko se število zaposlenih v proizvodnji ni spremenilo.

Tabela 3: Gibanje zaposlenosti in plač v podjetjih MBO v Veliki Britaniji

Spremenljivke	Leta					
	t+1	t+2	T+3	T+4	T+5	T+6
<b>MBO:</b>						
Število zaposlenih	-2,28 %	2,96 %	7,46 %	21,43 %	26,02 %	36,19 %
Pozitivna sprememba	60,19 %	65,12 %	66,08 %	6,32 %	61,70 %	61,42 %
Negativna sprememba	35,73 %	33,22 %	32,16 %	34,02 %	36,17 %	36,22 %
Ni sprememb	4,08 %	1,66 %	1,77 %	1,66 %	2,13 %	2,36 %
Plača na zaposlenega	6,30 %	11,22 %	15,05 %	19,89 %	26,91 %	28,27 %
Pozitivna sprememba	71,47 %	75,67 %	77,30 %	81,67 %	83,96 %	86,61 %
Negativna sprememba	28,53 %	24,33 %	22,70 %	18,33 %	16,04 %	13,39 %
Ni sprememb	0	0	0	0	0	0
Št. prevzemov	319	301	283	241	188	127
<b>MBI:</b>						
Število zaposlenih	-10,22 %	-9,70 %	-11,10 %	-3,35 %	-5,02 %	-18,26 %
Pozitivna sprememba	57,5 %	59,82 %	58,65 %	56,32 %	55,93 %	64,86 %
Negativna sprememba	36,66 %	36,61 %	38,46 %	39,08 %	42,37 %	35,10 %
Ni sprememb	5,83 %	3,57 %	2,88 %	4,60 %	1,69 %	0
Plača na zaposlenega	5,49 %	10,04 %	15,47 %	17,59 %	25,03 %	38,84 %
Pozitivna sprememba	63,87 %	72,07%	81,55 %	79,07 %	86,21 %	94,49 %
Negativna sprememba	35,13 %	27,93 %	18,45 %	20,93 %	13,79 %	5,41 %
Ni sprememb	0	0	0	0	0	0
Št. prevzemov	120	112	104	87	59	37

Vir: Wright et al., *The implicatins of alternative investment vehicles for corporate governance*, 2007, str. 56.

Amess, Brown in Thompson (2006) so v raziskavi ugotovili, da se število zaposlenih pri MBO sprva zmanjša, dolgoročno pa poveča, nasprotno kot pri MBI, ko je povprečna zaposlenost manjša, kar je razvidno iz tabele. Opazna je močna rast plač tako pri MBO kot pri MBI (Wright et al., 2007, str. 55).

Amess in Wright (2007) sta ugotovila, da je povprečna plača v industriji pri MBO in MBI nižja kot v povprečju panoge (Wright et al., 2007, str. 55).

## 5 MENEDŽERSKI PREVZEMI V SLOVENIJI

Menedžerski prevzemi so v zadnjem času doživeli razcvet tudi v Sloveniji. Kljub temu da gre za legitimno obliko prevzema, je bilo na ta račun prelitega veliko črnila, ki ni bilo naklonjeno taki obliki lastništva. Menedžerki prevzemi so že po naravi sporni, ker se je pokazalo tudi v Sloveniji. K temu zelo prispevajo nepoznavanje tehnike MBO in tudi menedžerji, ki so prevzem večkrat izvedli netransparentno in po nizkih prevzemnih cenah.

### 5.1 Značilnosti slovenskih menedžerskih prevzemov

Izhodiščni položaj menedžmenta v Sloveniji je precej močnejši. Najprej zaradi njegove zgodovinske vloge med tranzicijo, zdaj pa zaradi dejstva, da še vedno nima za svojega sogovornika lastnika v klasičnem pomenu te besede. S tem mislimo lastnika, ki natančno pozna vsebino in vrednost svoje naložbe, načine vrednotenja in prodaje. Menedžerska ekipa je največji »insider«, ki do podrobnosti pozna neizkoriščene poslovne priložnosti, »neoptimirane« finančne vire, podcenjene »izredne prihodke«, precenjene »izredne odhodke« in s pretirano skrbnostjo in konservativnim pristopom vrednotene bilančne postavke (nepremičnine, blagovne znamke, know how, patenti in drugo).

Menedžerki prevzemi so po vplivu in obsegu v Sloveniji precej večji, saj gre, razen v redkih primerih, za prevzem večinskega paketa. Menedžerski prevzemi še vedno spadajo v kategorijo oblikovanja dokončne lastniške sestave v okviru procesa lastninskega preoblikovanja. Spadajo torej v primarno kapitalsko akumulacijo, ki nima vedno trdnega podjetniškega temelja.

Cilj prevzemov je vsaj srednjeročno, če ne dolgoročno, lastniško obvladovanje podjetja. Pogosto je opaziti nepopolno definirane delničarske interese in pretirano deležniški pristop, ki se kaže v slabo izdelanem ali celo neizdelanem načrtu sprememb v organizaciji in poslovanju, ki naj po prevzemu omogoči njegovo financiranje. Prevzemi so izpeljani z zapletenimi in največkrat nepreglednimi pripravljalnimi dejavnostmi koncentriranja paketov delnic, ki potekajo prek bank, borznoposredniških hiš ali tako imenovanih

prevzemnikih prijaznih podjetij. Niso redki primeri vključevanja pomembnih dobaviteljev oziroma kupcev, kar ni optimalno za nadaljnje upravljanje družbe.

Največji vsebinski očitak slovenskemu procesu privatizacije gre najmanj obravnavanemu, po svojem obsegu pa daleč največjemu valu »menedžerskih prevzemov«, ko so menedžerji (in lastniki) družb za upravljanje po tekočem traku prevzemali pooblašene naložbene družbe oziroma iz njih preoblikovane holdinge. Ne zakonodajalec ne regulator se nista ustrezno odzvala. Celotno več, zaslediti je bilo več povezav med pisci zakonov in člani organov regulatorja, ki so v svojem »popoldanskem« času nastopali kot odlično plačani svetovalci prevzemnikov.

Udeleženci prevzema največkrat predstavljajo večjo skupino vodilnih, neredko pa tudi člane srednjega menedžmenta oziroma več zaposlenih.

Zaradi še vedno velikega deleža države oziroma paradržavnih skladov prevzema številnih, zlasti javnih družb, skoraj ni mogoče opraviti brez povezave s politično elito. Na trgu so zelo navzoči tako imenovani trgovci z močjo (v tuji literaturi imenovani »*power traders*«), ki so, čeprav so brez formalnega položaja med akterji prevzema, odločilni za njegovo izpeljavo. Gre za tipičen tranzicijski pojav, na katerega ni bila imuna nobena oblast (Preklar, 2007, str. 129).

## 5.2 Pogost način menedžerskega odkupa v Sloveniji

Velikokrat so se odkupi financirali z odkupom lastnih delnic, ki ga že po definiciji financira podjetje. Nato uprava po posrednikih ali prijateljskih družbah kupuje delnice, ki se prodajajo na trgu. V veliko primerih se taki nakupi financirajo tako, da se podjetje zadolži in denar posodi posrednikom. Ko uprava zbere dovolj velik delež, se začne pogajati z večjimi lastniki o prodaji nadzornih paketov delnic. Ko je z njimi sklenjen dogovor, se začne uradni del prevzema podjetja, v katerem vodstvo odkupi večinski delež podjetja. Nato se začne postopek iztisnitve manjšinskih delničarjev, ki ga spet financira podjetje. Zaradi dolgotrajnega in razmeroma nepreglednega postopka prevzema, ki lahko traja tudi več let, se najde veliko možnosti, kako delnice kupiti po razmeroma nizkih cenah, njihov nakup pa v določenem delu financirati neposredno prek podjetja.

## 5.3 Slovenske posebnosti financiranja MBO

Pomembna razlika je, da pri financiranju odkupov ni skladov tveganega kapitala, po drugi strani pa so komercialne banke pripravljene financirati več kot 80 odstotkov celotne kupnine po izredno nizkih obrestnih. Razlogi za take razmere v Sloveniji niso povsem jasni. Predvsem je precej presenetljiva pripravljenost bank na prevzemanje tveganja. Izkušnje iz Zahodne Evrope namreč kažejo, da skladi tveganega kapitala v transakcijah MBO poleg zmanjšanja finančnega tveganja pripomorejo tudi veliko dodane vrednosti. Že zato, ker so



sami specialisti za ocenjevanje smiselnosti transakcije in se o naložbi odločajo nepristransko in racionalno (menedžerji velikokrat na podjetje gledajo preveč čustveno). Dodatno se je izkazalo, da navzočnost finančnih vlagateljev pomembno poveča finančno disciplino podjetja, pripomore k reševanju raznovrstnih težav in izboljša kakovost vodenja podjetja na vseh ravneh.

Eden od mogočih razlogov je, da v Sloveniji nimamo dovolj skladov tveganega kapital, ki bi vlagali v tovrstne naložbe. Sicer pa so imele banke v Sloveniji tradicionalno pomembno vlogo pri financiranju podjetij, zato so nenavadno dobro seznanjene z vodstvom prevzetega podjetja in njegovim poslovanjem. Pomembna je tudi pomanjkljivost naše zakonodaje, ki še vedno dovoljuje določene oblike samofinanciranja nakupov podjetij. To pomeni, da lahko prevzemnik dolg za nakup podjetja prenese neposredno na prevzeto podjetje. Tako se tveganje posojilodajalca porazdeli na vse upnike podjetja. Zaradi številnih odmevnih stečajev podjetij konec osemdesetih let prejšnjega stoletja (ki so bili posledica takega načina prevzemov) je samofinanciranje v večini razvitih držav prepovedano ali izredno težko uresničljivo. Treba je razumeti, da prevalitev dolga neposredno na prevzeto podjetje zelo obremeni denarni tok podjetja. Predvsem je to lahko problematično v obdobju težkih razmer na trgu, ko mora podjetje ob slabi profitabilnosti izrazito vlagati. Fiksna obveznost iz samofinanciranja lahko pod takimi pogoji vodi v stečaj podjetja ali ga finančno in operativno zelo oslabi (Sovdat, 2007, str. 124).

## 5.4 Zakonodaja

Smisel zakonodaje, ki pokriva področje prevzemov podjetij, ni njihovo preprečevanje, ampak omejevanje tistih dejavnosti udeležencev prevzemov (predvsem menedžerjev in ciljnih podjetij), ki bi lahko škodovala njihovim delničarjem ter 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, 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 menedžmenta ciljne družbe*: načelo prepoveduje upravi ciljnega podjetja izvajanje tistih dejavnosti, katerih edini namen

je preprečiti prevzem. Za nekatera obrambna dejanja (kjer se pojavljajo nasprotja interesov) pa mora pridobiti soglasje skupščine delničarjev (Malus, 2004, str. 58)

Eden od prevzemnih zakonov je, da mora, ko posameznik ali družba preseže 25 odstotkov delnic nekega podjetja, objaviti prevzemno ponudbo. Temu so se uspešno izmikali slovenski prevzemniki, tako so sami imeli v lasti manj kot 25 odstotkov delnic, prek povezanih družb pa so dejansko že obvladovali podjetje. Ko so objavili prevzemno ponudbo, so jim povezane družbe prodale delnice, ki pa so jih kupovale po nižji cene od prevzemne. Tako so menedžerji prišli do večinskega deleža podjetja po nizkih nakupnih cenah, s tem pa so ogoljufali delničarje in državo.

Zaradi politizacije menedžerskih odkupov je vlada spremenila prevzemno zakonodajo, tako da bo moral prevzemnik agenciji za trg vrednostnih papirjev (ATVP) za odobritev prevzemne ponudbe dokazati, da plačilo vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prevzemna ponudba, ni zavarovano z zastavo vrednostnih papirjev podjetja, ki ga prevzema. Ta zakon sicer onemogoča zastavo delnic prevzetega podjetja, kar nekoliko onemogoča prevzeme menedžerske prevzeme v Sloveniji, vendar pa je kapital daleč preveč mobilien, da bi lahko bil podvržen takim zakonom, zato bo tudi izvajanje takega zakona skoraj nemogoče.

## 5.5 Prevzemi s skladi zasebnega kapitala

V javnosti je manj znano, da so bili tudi v Sloveniji že izpeljani menedžerski odkupi s skladi zasebnega kapitala. Samo lani sta bila izpeljana dva MBO; s telekomunikacijskim podjetjem Amis in proizvodnim podjetjem Donit Tesnit. V obeh primerih sta se menedžerski ekipi povezali s tujimi skladi zasebnega kapitala, ki so jih podprli pri prevzemu podjetja. Pri menedžerskem odkupu Amisa sta sodelovala kar dva sklada: francoski Iris Capital in belgijski KBC Private Equity, saj je bil prvi strokovnjak na področju telekomunikacij, drugemu pa je bila Slovenija blizu zaradi navzočnosti na trgu skozi NLB. Sklada sta z menedžmentom odkupila celotno podjetje, poleg tega pa so ga še dokapitalizirali, da je lahko zgradilo svoje telekomunikacijsko omrežje. V primeru Donita Tesnita je menedžersko ekipo finančno podprl sklad DBG. V tem primeru so menedžerji že bili večinski lastniki in so želeli prodati del svoje naložbe, preostali del pa spet vložiti skupaj s skladom DBG (Marter, 2007, str. 36).

## 5.6 Pregled menedžerski prevzemov v Sloveniji

Tabela 4: Pregled menedžerskih prevzemov v Sloveniji

Leto	Družba	Vodilni prevzemnik	Vrednost prevzetega deleža (mio. evrov)
2001	BTC	Jože Mermal	-
2002	Gospodarski vestnik	Slobodan Sibinčič	-
2005	Pom-Invest	Ivan Vizjak	-
	Era	Gvido Omladič	-
	ACH	Herman Rigelnik	73
	MIP	Marko Volk	11
2006	Creina	Peter Zaletelj	0,8
	Prevent	Jože Kozmus	53
	Iskra	Dušan Sešok	39
2007	Jata Emona	Stojan Hergouth	16
	Kovinoplast	Alojz Mazij	46
	Domel	pooblaščenka Domel	6,5
	Lip Bled	Alojz Burja	23,5
	Gorenje tisk	Kristina Kobal	24,3
	Primorje	Dušan Črnigoj	30
	Medaljon	Romana Pajek	-
	Impol	Jernej Čokl	45
	Železnina Ravne Monte	Bogdana Kadiš	3,2
	Merkur	Bine Kordež	530
Viator&Vektor	Zdenko Pavček	27	
2008	Vegrad	Hilda Tovšak	-

Vir: Tomažič, Kako so menedžerji osvajali podjetja, 2008, str. 12.

Najdražji menedžerski odkup je izpeljal Bine Kordež s prevzemom skupine Merkur. Prvi managerski odkup je izpeljal Jože Mermal s spornim prevzemom BTC-ja. Močno povečano dejavnost lahko opazimo v letu 2007. Nekaj velikih menedžerskih prevzemov pa se še pričakuje, kot so Perutnina Ptuj, Pivovarna Laško, Istrabenz.

## 5.7 Primer Merkur

Direktor Merkurja Bine Koredež je leta 2007 z vodilnimi v podjetju izpeljal najdražji menedžerski odkup v Sloveniji, zato bom podjetje in nakup predstavil malo bolj podrobno.

### 5.7.1 Podjetje Merkur

Podjetje Merkur je nastalo daljnega leta 1896. Takrat je Peter Majdič v Kranju odprl prvo specializirano trgovino z železnino kot podružnico veletrgovine z železnino Merkur. Podjetje Merkur se je do danes razraslo v mednarodno uspešno Skupino Merkur s skoraj 4.000 zaposlenimi. Danes Skupino Merkur sestavlja poleg matičnega podjetja Merkur, d. d., še štirinajst podjetij doma in v tujini. Podjetje Merkur trguje z železom, orodjem, vijaki, inštalacijskim ter gradbenim materialom, z izdelki za gospodinjstvo in s poljedelskim orodjem že od samega začetka. Prva blagovna znamka z imenom »Merkur - prima kvaliteta« je bila registrirana leta 1937. Podjetje Merkur velja za ponudnika najkakovostnejših tehničnih izdelkov, zbranih na enem mestu. Na domačem trgu zaseda vodilni položaj pri prodaji kakovostnih izdelkov za opremo doma, elektrotehničnih, metalurških, gradbenih in profesionalnih tehničnih izdelkov (Tavčar, 2007, str. 23).

### 5.7.2 Poslovanje

V Skupini Merkur so v letu 2007 realizirali za 1,15 milijarde evrov prihodkov od prodaje, ker predstavlja približno 15-odstotno rast. Najvišjo, skoraj 50-odstotno rast, so spet dosegli v tujini. V Bofexu oziroma Big Bangu je bila prodaja za 23 odstotkov višja kot leto prej, za več kot 10 odstotkov pa se je povečala prodaja tudi v Sloveniji.

Najbolj opazen je skok dobička v letu 2007, ki se je več kot podvojil. Zaradi prodaj nekaterih vrednostnih papirjev je znašal skupni neto finančni učinek 13,9 milijona evrov, tako da je poslovni izid pred obdavčitvijo 37,5 milijona evrov. Po obračunu davka na dobiček znaša čisti poslovni izid 33,39 milijona evrov ali 55 odstotkov več kot leto prej, dosežena donosnost kapitala pa 14,54 odstotka. Največji delež dobička je bil realiziran v matičnem podjetju, pozitivno je poslovala tudi večina podjetij v tujini s skupaj doseženima dvema milijonoma evrov čistega dobička, prav tako pa tudi Bofex, ki je v letu 2007 dosegel dobra 2 milijona evrov čistega dobička. Bilančna vsota Skupine Merkur na dan 31. 12. 2007 je znašala 979 milijonov evrov in je bila za četrtno višja kot leto prej. Največje povišanje izhaja iz prevrednotenja dolgoročnih finančnih naložb na pošteno vrednost (GVIN, 2008).

### **5.7.3 Spremembe lastniške strukture pred prevzemom**

Januarja 2007 je družba Engrotuš, d. o. o., ki je ob koncu decembra 2006 od države prek Kapitalske družbe (KAD) in Slovenske odškodninske družbe (SOD) odkupila 24,3-odstotni lastniški delež v družbi Merkur, d. d., prodala Banki Koper, d. d., 66.197 delnic Merkurja. Februarja je družba Engrotuš prodala še 70.422 delnic Ljubljanski banki, d. d., in nato 59.386 delnic Abanki, d. d. Družba Merfin, d. o. o., ki jo je ustanovilo 67 vodstvenih delavcev Merkurja, vključno z vsemi člani uprave, je 9. julija 2007 pridobila 15,64 odstotka, 16. julija 2007 pa še 5,24 odstotka vseh Merkurjevih delnic in tako postala 20,88-odstotna lastnica družbe Merkur, d. d.

NFD 1 delniški investicijski sklad je 1. oktobra 2007 odsvojil 137.563 Merkurjevih delnic.

Banka Koper, d. d., je 2. oktobra odsvojila 66.197 Merkurjevih delnic.

Gorenjska banka, d. d., je 2. oktobra 2007 odsvojila 84.955 Merkurjevih delnic.

Družba Merfin, d. o. o., je 26. septembra 2007 pridobila 13.500 Merkurjevih delnic, 1. oktobra 2007 še 137.563 in 2. oktobra 2007 nadaljnjih 222.813 delnic. Po opravljenih navedenih transakcijah je imela družba Merfin, d. o. o., v lasti skupaj 647.498 Merkurjevih delnic oziroma 49,33 odstotka glasovalnih pravic (povzeto po GVIN, 2008).

### **5.7.4 Prevzemna namera in objava javne ponudbe za prevzem**

Konzorcij petih velikih lastnikov družbe Merkur, d. d., ki ga sestavljajo Merfin, holdinška družba, d. o. o., Ljubljana, Sava, družba za upravljanje in financiranje, d. d., Kranj, Banka Koper, d. d., Koper, Euro - Veneto, d. o. o., Zagreb, Hrvaška in Interfin naložbe, finančna družba, d. d., Koper, je z javno objavo 3. oktobra 2007 naznanil prevzemno namero, da bo v 30 dneh objavil javno ponudbo za prevzem oziroma odkup vseh delnic Merkurja. Agencija za trg vrednostnih papirjev je 30. oktobra 2007 izdala prevzemnikom dovoljenje za prevzemno ponudbo za odkup 282.152 navadnih imenskih kosovnih delnic ciljne družbe Merkur, d. d., kar predstavlja vseh 1.312.585 delnic oznake MER, zmanjšano za 1.030.433 delnic oznake MER, katerih imetniki so že bili prevzemniki.

2. novembra 2007 so prevzemniki podali skupno prevzemno ponudbo za odkup preostalih 21,5 odstotka delnic družbe Merkur, d. d. Prevzemniki, člani konzorcija so za delnice ciljne družbe ponudili celotno plačilo cene v denarju, 405 evrov za delnico. Prevzemna ponudba je bila veljavna od 2. novembra do vključno 1. decembra 2007 do 12. ure. Prag uspešnosti ponudbe ni bil določen.

Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) je 5. decembra 2007 izdala odločbo, v kateri ugotavlja, da je prevzemna ponudba uspešna.

Prevezemno ponudbo je sprejelo 3.133 imetnikov delnic ciljne družbe, ki so imeli v lasti 261.701 delnic, kar predstavlja 19,94 odstotka vseh delnic ciljne družbe. Prevezemniki so imeli ob koncu prevzemne ponudbe v lasti 1.292.134 delnic ciljne družbe, kar predstavlja 98,44 odstotka vseh delnic ciljne družbe (GVIN, 2008).

Prevezemna cena je bila 405 evrov na delnico, s čimer je bila upreva Merkurja v tem pogledu še najbolj radodarna do delničarjev. Eden večjih borznih podjetij je bil, kot kaže, preveč na očeh javnosti za poceni prevzem. Takrat je to predstavljalo 2,3 knjigovodske vrednosti delnice.

### **5.7.5 Financiranje prevzema**

Natančnih podatkov o financiranju prevzema Merkurja ni bilo mogoče najti, obstajajo samo predvidevanja na podlagi znanih podatkov, ki jih je večinoma objavljala poslovni dnevnik Finance.

Merfin je ustanovila skupina 65 Merkurjevih menedžerjev pod vodstvom Bineta Kordeža, ki so s še štirimi podjetji prevzeli Merkur. Merfin je za svoj delež v Merkurju odštela približno 293 milijonov evrov oziroma približno 350 evrov za delnico. Lastnega kapitala je imel za nekaj manj kot 26 milijonov evrov. Po stanju na zadnji dan leta 2007 je Merfin od bank dobil za 140 milijonov evrov posojil (78,6 milijona evrov dolgoročnih posojil in 61,5 milijona evrov kratkoročnih posojil), kaže letno poročilo. Za več kot 115 milijonov evrov kratkoročnih posojil pa so mu posodile nefinančne družbe. Če je med posojilodajalci tudi Merkur, v gorenjskem trgovcu niso hoteli razkriti. Je pa Merkur v letu 2007 posodil 57 milijonov evrov tretjim osebam (Lipnik, 2008, str. 5).

Merfin ima tudi 208 milijonov evrov zabilančnih obveznosti, kamor sodijo opcijske pogodbe in garancije. Glede na znesek je Merfin, kot kaže, sklenil nakupne opcije z vsemi družbami, ki so sodelovale v prevzemnem konzorciju. Torej se je zavezal kupiti deleže od Save, Banke Koper ter družb Euro Veneto in Interfin. Z njihovo izvedbo bo postal več kot 98-odstotni lastnik Merkurja. Sava je že razkrila, da ima z Merfinom sklenjeno nakupno opcijo po ceni 405 evrov za delnico.

Bine Kordež je 30-odstotni lastnik Merfina s svojim podjetjem BK Kapital (Bine Kordež Kapital). BK Kapital je za vstop v Merfin najel osem milijonov evrov posojila. Pri tem je imel v času najema le približno 15 tisoč evrov vseh sredstev.

Po zadnjih podatkih iz Financ naj bi bilo vseh posojil za približno 350 milijonov evrov (Weiss, 2008, str. 7).

### 5.7.6 Analiza

Postopek menedžerskega prevzema najverjetneje še ni končan, saj naj bi Merfin odkupil preostale delnice od drugih prevzemnih podjetij. Mogoče je, da se bosta podjetji Merkur in Merfin združili ter da bo podjetje Merkur prevzelo vse dolgove.

Podjetje Merkur je imelo v letu 2007 približno 33 milijonov evrov dobička, cena podjetja po prevzemni ceni pa znaša približno 531,5 milijona evrov, pri čemer je razmerje med vrednostjo podjetja in dobičkom okoli 16. Pri tem je treba upoštevati, da je bilo v letu 2007 zelo ugodna konjunktura, predvsem je raslo gradbeništvo, kar je povečevalo Merkurjeve prihodke in dobičke. Prav tako je dobiček napihnjjen zaradi prodaje delnic, ki so leta 2007 rekordno rasle.

Če vzamemo, da skupno posojilo znaša 350 milijonov evrov, bi za plačilo obresti ob predpostavljeni 6 % obrestni meri letno morali nameniti 21 milijonov evrov. Ta znesek se lahko še poveča, če bodo (kot sedaj kaže) obrestne mere na kratek rok še višje. Dobiček je bil v preteklem letu 33 milijonov evrov, vendar je bil rekorden v zgodovini Merkurja. Pri tem moramo upoštevati, da to znaša le za pokrivanje obresti, glavnice pa se ne odplačuje.

Odkup podjetja Merkur je bil izveden z zastavo delnic kupljenega podjetja. Ker pa je vrednost delnic v zadnje času močno padla, je vzdrževanje zahtevanega pokritja kredita postal dodaten problem.

Če bo podjetje sposobno financirati vse dolgove, bomo videli v prihodnosti, je pa Merkur po prevzemu že prodal nekatere nepremičnine. Prej tako se namiguje, da naj bi za lažje odplačevanje posojil prodal dele podjetja.

## SKLEP

Menedžerski prevzemi so v državah z daljšo tradicijo kapitalizma pogost in povsem običajen pojav. Navadno se odvijajo v zrelih panogah, kjer matična podjetja dezinvestirajo, kar je velik vir podjetij za menedžerski prevzem. Ključni dejavnik so menedžerji, ki imajo vizijo in so pripravljeni sprejeti nase veliko odgovornost in tveganje.

Posebnost menedžerskih prevzemov je, da se izvajajo z razmeroma malo lastnega kapitala. To pomeni, da je velik finančni vzvod, zato je ta oblika prevzema zelo tvegana, vendar pa lahko menedžerjem prinaša velike zasluge. Menedžerski prevzem je navadno največji posel v življenju menedžerjev. Ker pa je ta način prevzema izpostavljen velikemu tveganju, se lahko prevzem konča tudi s stečajem.

Da je menedžerski prevzem uspešen, mora podjetje poslovati bolje kot pred prevzemom, kar sili menedžerje k izboljševanju poslovanja in iskanja skritih rezerv. Obstaja veliko raziskav (Wright, 2007; Jansen, 1988), ki dokazujejo, da podjetja ki so šla skozi proces MBO, poslujejo bolje od konkurence, imajo večje dobičke in več zaposlenih. Menedžerji, ki so hkrati tudi lastniki, so bolj motivirani in tudi bolj poznajo lastno podjetje. Zato odpade problem asimetrije informacij.

V Sloveniji so menedžerski odkupi razmeroma nov pojav. Sklepe o ustreznosti in učinkovitosti teh prevzemov bomo lahko postavljali šele čez čas. Vsekakor ima slovenski prostor svoje posebnosti in pomanjkljivosti, tako kakor vse tranzicijske države. Menedžerski odkupi se večkrat odvijajo nepregledno, odkupi se izvajajo pod ceno. Ker ima država še vedno velik delež v gospodarstvu, pa je prevzem zelo težko izvesti brez dovoljenja vladajoče garniture.

Zaradi nepoznavanja tehnike MBO se pogosto pojavljajo očitki o neupravičenemu bogatenju in o izčrpavanju podjetja. Kljub temu lahko menedžerski odkupi omogočijo nadaljnje procese izstopanja države iz gospodarstva, vendar pregledno in po poštenih cenah za preostale delničarje. S tem bi se lahko oblikovalo domače lastništvo, ki bi skoncentriralo in konsolidiralo lastniško sestavo slovenskih podjetij.



## LITERATURA IN VIRI

1. Babič, K. (2002). *Managerski odkupi v slovenskih razmerah* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Malus B. (2004). *Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij* (magistrsko delo) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Bruining, H., Bonnet, M. & Wright, M. (2004). Management control systems and strategy change in buyouts. *Management Accounting Research*, 15, 155–177.
4. Casson M., Yeung B., Basu A. & Wadeson N. (2002). *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*. Oxford, str. 484–508.
5. *A practical guide to MBOs*. Deloitte & Touche. Najdeno 18. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Guide%20to%20MBOs.pdf>.
6. Elikan, J. (2008, 15. februar). Boju proti tajkunom naklonjeno 79 odstotkov vprašanih. *Finance*, str. 9.
7. Figueroa, B. (2004). *Odkupi podjetja z zadolžitvijo* (diplomski delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Frankfurter, M. G. & Kosedag, A. (1996). Management's Perception of Leveraged Buyouts. *International Review of Financial Analysis*, 5 (3), 197–221.
9. Gregorič, A., Prašnikar, J. & Ribnikar I. (2000). *Corporate governance in transitional economies: the case of Slovenia: Economic and business review*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. GVIN Uredništvo, (2008, 15. september). MERKUR, d.d.: Najpomembnejši dogodki. *GVIN Uredništvo*
11. Howorth C., Westhead P. & Wright M. (2004). Buyouts, information asymmetry and the family management dyad. *Journal of Business Venturing*, 19, 509–534.
12. Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 21–48.
13. Kaplan, S. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217–254.

14. Kraševac, T. (2002). Zakaj ni več odkupov podjetij?. *Manager*, (3), 26.
15. Lichtenberg, F. R. & Siegel D. (junij, 1989). The Effect of Takeovers on the Employment and Wages of Central-Office and Other Personnel. *Working Paper*. Washington: Center for Economic Studies, 41.
16. Lipnik, K. (2008, 29. maj). Je Kordežu posodil Merkur?. *Finance*, 5.
17. Marter, U. (2007, 7. februar). Kako izpeljati managerski prevzem velikega podjetja. *MANAGER*, (2), 36-37.
18. Meuleman, M. & Wright, M. (2007). *Industry Concentration, Syndication Networks and Competition in the UK Private Equity Market*. CMBOR Occasional Paper.
19. Milivojevič, G., (2002). *Managerski odkup podjetij pri spreminjanju lastništva slovenskih podjetij: primer BTC, d. d.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Muscarella, C. J. & Vetsuypens M. R. (1990, december). Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *The Journal of Finance*, XLV (5), 1389–1413.
21. Nikoskelainen, E. & Wright, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 13, 511–537.
22. Opler, T. C. (1992). Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence from 1985– 1989. *Financial Management*, 21(1), 27–34.
23. Petrič T. (2002). *Managerski odkupi v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Peklar, F. L. (2007, 6. junij). Analiza MBO: Sedem največjih napak pri managerskih odkupih. *Manager*, (6), 129-130.
25. Renneboog, L.D.R., Simons, T. & Wright, M. (2007). Why do public firms go private in the UK?. *Journal of Corporate Finance*, 14, 314-343
26. Shaker, A. Z. (1995). CORPORATE ENTREPRENEURSHIP AND FINANCIAL PERFORMANCE: THE CASE OF MANAGEMENT LEVERAGED BUYOUTS. *Journal of Business Venturing*, 10, 225–247.
27. Sovdat, P. (2007, 6. junij). Tehnike MBO: Zasebni naložbeni skladi – metle ekonomske neučinkovitosti. *Manager*, (6), 124.
28. Šešok, K. (2002). Davki: Davčni vidik managerskega odkupa podjetja (I. del). *Pravna praksa*, (20), 13–14.
29. Šešok, K. (2002). Davki: Davčni vidik managerskega odkupa podjetja (II. del). *Pravna praksa*, (21), 12–14.

30. Šešok, K. (2007, 6. junij). Davki: Z davčnim preigravanjem do cenejšega MBO. *Manager*, (6), 36.
31. Tavčar, A. (2007). *Projekt uvedbe evra v podjetje Merkur* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
32. Tomažič, J. (2008, 23. maj). Kako so menedžerji osvajali podjetja. *Finance*, 12.
33. Varanelli L., (2007, 20. december). Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout. *Pravna praksa*, 6–8.
34. Varanelli L., (2001, 15. junij). Leveraged Buyouts med teorijo in prakso. *Podjetje in delo*, (3), 356–366.
35. Weiss, M. (2008, 9. september). Državni bankirji danes o kreditiranju Kordeža & Co.. *Finance*, 7.
36. Weston F., Siu, A. J. & Johnson, A. B. (2001). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. The Anderson School, University of California, LA.
37. Wright M., Thompson S., Chiplin B. & Robbie K. (1991). *Buy-Ins and Buy-Outs: New Strategies in Corporate Management*. London: Graham & Trotman Limited.
38. Wright M., Kitamura M. & Hoskisson R. E. (2003). *Management Buyouts and Restructuring Japanese Corporations*. London: Long Range Planning, (36), 355–373.
39. Wright, M., Burrows, A., Ball, R., Scholes, L., Meuleman, M. & Amess, K. (2007). *THE IMPLICATIONS OF ALTERNATIVE INVESTMENT VEHICLES FOR CORPORATE GOVERNANCE: A SURVEY OF EMPIRICAL RESEARCH*. Centre for Management Buy-out Research, Nottingham University Business School.