

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

BOŠTJAN FIGUEROA

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ODKUPI PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO

Ljubljana, marec 2003

BOŠTJAN FIGUEROA

IZJAVA

Študent BOŠTJAN FIGUEROA izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom asis. mag. IGORJA LONČARKEGA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 5. marca 2003

Podpis: _____

1	Uvod.....	1
2	Odkupi podjetij z zadolžitvijo.....	2
2.1	Opredelitev odkupov podjetij z zadolžitvijo	2
2.2	Kratka zgodovina odkupov podjetij z zadolžitvijo	3
2.3	Primer odkupa podjetja z zadolžitvijo.....	4
2.3.1	Finančna struktura opravljenega odkupa.....	4
2.4	Glavni koraki pri odkupih podjetij z zadolžitvijo	7
2.4.1	Začetna faza.....	7
2.4.2	Ko je sklad izbran.....	8
2.4.3	Finančna faza.....	9
2.4.4	Pogajanja s prodajalci.....	9
2.5	Po spremembi lastništva.....	9
2.5.1	Spremembe v poslovanju	9
2.5.1.1	Ključni element uspeha - management	10
2.5.2	Izstop investicijske skupine.....	10
2.6	Finančne institucije in financiranje odkupov	11
2.6.1	Prednostni dolg (<i>senior debt</i>).....	11
2.6.2	Podrejeni dolg (<i>subordinated debt</i>).....	12
2.6.2.1	Obveznice z visoko donosnostjo (<i>high-yield bonds</i>).....	13
2.6.2.2	Vmesni dolg (<i>mezzanine debt</i>).....	13
2.6.2.3	Premostitvena posojila (<i>bridge loans</i>).....	14
2.6.3	Lastniški kapital	15
2.7	Vloga finančnih institucij	15
2.7.1	Banke.....	15
2.7.2	LBO skladi	16
2.7.2.1	Investicijske priložnosti skladov	16
2.7.2.2	Celostni pristop	17
2.7.2.3	Delovanje skladov – odnos do vlagateljev.....	17
2.7.3	Skladi mezzanine dolga (<i>mezzanine debt funds</i>).....	17
3	Finančni prevzemi in ekonomska vrednost	18
3.1	Premija prvotnim delničarjem.....	19
3.1.1	Davčni prihranki.....	20
3.1.2	Prerazporeditev bogastva	20
3.1.3	Asimetrija informacij	21
3.1.4	Zmanjšanje problema agenta.....	22
3.1.4.1	Spremembe lastniške strukture ter managerske spodbude.....	23
3.1.4.2	Kontrolna funkcija dolga.....	24
3.2	Donosnosti LBO investorjev.....	26
3.3	Odkup celotnega podjetja ali le dela podjetja?.....	27
3.4	Cena in finančna struktura odkupa.....	28
3.4.1	Cena odkupa	29

3.4.2	Stabilnost denarnih tokov in tveganost podjetja	30
3.4.3	Celotno breme dolga	31
3.4.3.1	Prednostni dolg in vloga prodaje premoženja	33
3.4.3.2	Podrejeni dolg	34
3.5	Odkup se konča s prodajo	35
4	Sklep	36
5	Literatura	38
6	Viri	39
	Slovarček	I

1 UVOD

V svojem diplomskem delu se bom osredotočil na odkupe podjetij z zadolžitvijo kot obliko finančnega prestrukturiranja podjetij, ki se je uveljavila v osemdesetih letih v ZDA, v Evropi pa je večji razmak doživela konec devetdesetih let 20. stoletja. Obstaja več oblik odkupov podjetij z zadolžitvijo, katerih skupna značilnost je, odkup podjetja ali dela podjetja s strani manjše skupine investitorjev, pri čemer se uporabi visok delež dolžniškega financiranja. Zaradi zahtevnejše strukture financiranja ter relativno visokega tveganja, povezanega z visokim deležem dolga med viri financiranja tako odkupljenih podjetij na eni strani ter nadpovprečno visoko donosnostjo na drugi, področje odkupov z zadolžitvijo priteguje tako zanimanje akademskih krogov kot tudi praktikov. Zaradi zanimivosti področja ter dejstva, da slovenske literature na tem področju skoraj ni, sem se odločil, da tematiko obdelam v diplomskem delu.

Tako bom v *prvem delu* predstavil osnovne značilnosti odkupov podjetij z zadolžitvijo, motive za odkupe in njihove podvrste, udeležence v transakciji ter podal kratek zgodovinski pregled dogajanj v panogi.

V *drugem delu* se bom osredotočil na empirične analize dogajanj na področju odkupov podjetij z zadolžitvijo. Te študije analizirajo posamezne korake v poteku odkupa. Pričel bom z analizo vpliva objave namere o odkupu na vrednost delnic podjetij in končal z nekaterimi vidiki ponovne javne ponudbe delnic, ki sledi nekaj let po izvedenem odkupu. Vmes bom razpravljal o hipotezah, ki pojasnjujejo vzroke za izvedbo odkupov podjetij z zadolžitvijo kot finančnih transakcij, ter pogojev za uspešen zaključek odkupov. Predstavil bom teorijo prostega denarnega toka, katere jedro predstavlja problem agenta ter s tem povezanimi stroški agenta, ter možne razloge za visoko donosnost (uspešnih) odkupov. V literaturi obravnavajo več virov, ki naj bi bili vzrok za doseganje visokih premij prvotnih lastnikov, na drugi strani pa naj bi pojasnjevali tudi visoko donosnost vloženih sredstev finančnih investitorjev. Bistveno se razlikujejo v tem ali predpostavljajo prerazdelitev bogastva ali pa gre za dejansko povečevanje ekonomske vrednosti z dolgom odkupljenih podjetij.

V *Sklepu* bom podal celovit pogled na odkupe ter verjetno smer razvoja LBO dejavnosti.

2 ODKUPI PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO

V poslovnih financah velja za cilj poslovanja podjetja maksimiranje tržne vrednosti premoženja lastnikov, ki so ga ti vložili v podjetje¹. V dinamičnem okolju, kjer delujejo sodobna podjetja, je za sledenje temu cilju potrebno nenehno prilagajanje v organizaciji in vodenju podjetja. Med možnimi prilagoditvami, ki lahko vplivajo na spremembo vrednosti podjetja, je tudi finančno prestrukturiranje.

Različni avtorji finančno prestrukturiranje podjetij opredeljujejo različno (npr. Gaughan, 1999; Weston, 2001). Lončarski (2002, str. 4) te delitve smiselno povzema v štiri skupine. Tako naj bi celovita opredelitev finančnega prestrukturiranja vsebovala:

1. združevanja in prevzeme podjetij,
2. delitve podjetij,
3. stečajne postopke, poravnave in ukinitve ter
4. reorganizacijo strukture pasiv premoženjske bilance.

Neposredni učinek finančnega prestrukturiranja je tako sprememba struktur pasiv premoženjske bilance podjetja in/ali sprememba finančnih naložb med aktivni premoženjske bilance. Finančna tehnika, ki primarno spreminja strukturo pasiv podjetja, pogosto pa vpliva na obe strani premoženjske bilance, je odkup podjetja z zadolžitvijo.

2.1 OPREDELITEV ODKUPOV PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO

Odkup podjetja z zadolžitvijo (*leveraged buyout, LBO*) je finančna tehnika, kjer manjša skupina investorjev odkupi podjetje ali del večjega podjetja, pri čemer se uporabi visok delež dolžniškega financiranja. Kot zavarovanje se uporabljajo sredstva podjetja tarče ali/in prihodnji denarni tokovi. Velikokrat se odkupi javne delniške družbe, ki po odkupu postanejo zaprte delniške družbe (*going private transaction*). V nadaljevanju bom z besedo odkup označeval odkup podjetja z zadolžitvijo, občasno pa bom uporabljal kratico LBO, ki se je uveljavila tudi v ne-angleški literaturi.

Obstaja več vrst odkupov podjetij z zadolžitvijo glede na to, kdo je kupec, kakšna je vloga obstoječega managementa, ali se odkupuje celotno podjetje (*whole-company buyout*) ali le njegov del (*divisional buyout*), ali se odkupi obstoječe lastniške deleže oziroma delnice (*stock purchase format*) ali vsa sredstva podjetja (*asset purchase format*). Najobičajnejši je odkup, kjer postanejo večinski lastniki odkupljenega podjetja finančni investitorji, 10 do 15 odstotkov navadnih delnic pa kupi obstoječi management. Nekateri tovrstne odkupe štejejo za managerske odkupe (*management buyout, MBO*), drugi štejejo k MBO le tiste odkupe, kjer

¹ Ta predpostavka velja vsaj za teorije glavnega toka, ki temeljijo na neoklasični ekonomski teoriji. Splošne veljavnosti teh teorij ter njihovih predpostavk tu ne bom preverjal.

obstoječi management takoj po izvedeni transakciji postane večinski lastnik podjetja. Če management, ki sodeluje v odkupu, ni član obstoječega vodstva podjetja, bo pa to postal po uspešno opravljenem odkupu, govorimo o management buy-in (MBI). Obstajajo še različne druge podvrste odkupov z zadolžitvijo, ki so manj pogoste, ter se po logiki postopka ne razlikujejo od navedenih.

Za vse vrste velja, da je bistveni vir financiranja odkupa podjetja dolg, ki se po končanem odkupu izkazuje med pasivi premoženjske bilance podjetja. Tako med managerske odkupe, kot jih predstavljam v tem diplomskem delu, ne bom štel nakupov lastniških deležev oziroma delnic podjetja s strani managementa, ki optimizirajo lastniško strukturo². Če to ne bo potrebno ter posebej navedeno, v diplomskem delu ne bom razlikoval med posameznimi vrstami odkupov z zadolžitvijo.

2.2 KRATKA ZGODOVINA ODKUPOV PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO

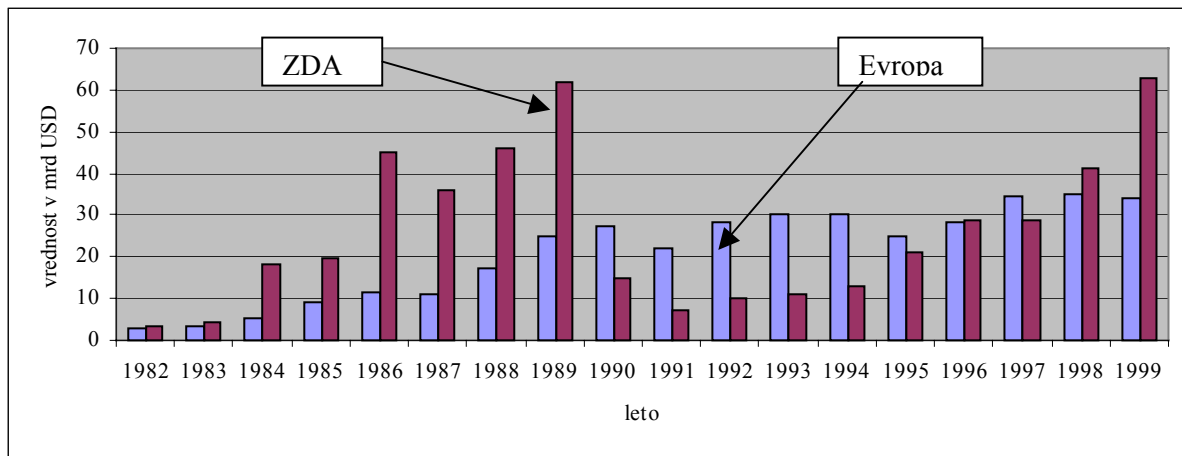
Pogosteje so se odkupi z zadolžitvijo začeli pojavljati v Združenih državah Amerike v sedemdesetih letih 20. stoletja, ko so vrednosti delnic na ameriških borzah izgubile precejšen del svoje vrednosti. Drugi razlog je bila povečana odprodaja delov velikih konglomeratov, ki so nastali s prevzemi v šestdesetih letih (Weston, 2001). Največji razmah je LBO industrija doživela v osemdesetih letih, konec osemdesetih let pa pregreti kapitalski trg v Združenih državah Amerike, skupaj 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. Sledil je občutni padec tako v številu kot vrednosti opravljenih odkupov v letih 1990 ter 1991. Kasneje si je trg odkupov zopet postopoma opomogel ter konec devetdesetih let dosegel rekordne vrednosti prejšnjega desetletja. Slika 1 na str. 4 prikazuje gibanje vrednosti izvedenih odkupov v Združenih državah Amerike skozi dve desetletji, kjer je lepo vidno korekcijsko obdobje v začetku devetdesetih let.

Evropski trg tovrstnih odkupov se je začel razvijati kasneje ter po neki drugi poti, kar je v skladu z drugačnostjo evropskih gospodarstev. Najprej so se odkupi začeli v Veliki Britaniji, ki je po razvitosti ter obsegu kapitalskega trga ter razvitosti finančnih institucij od vseh evropskih gospodarstev najbolj podobna okolju v Združenih državah Amerike. Obseg odkupov je pospešeno naraščal skozi osemdeseta. Rast se je nekoliko umirila v devetdesetih. Različnost razvoja trga odkupov v Evropi in Združenih državah Amerike kaže tudi Slika 1 na str. 4.

V začetku devetdesetih let so veliki ameriški LBO skladi ob krizi na domačem odkupnem trgu v večjem številu začeli prodirati v Evropo, kjer še danes sodelujejo pri pomembnem delu odkupov.

² Za osnovno razlago koncepta optimalnega lastniškega deleža managementa ter nadaljnjo literaturo glej Peklar, Podbevšek (2002).

Slika 1: Vrednosti odkupov v ZDA in v Evropi v obdobju 1982 –1999



Vir: Weston, 2001 str. 465; CMBOR Quarterly Review, pomlad 2002.

Za uspešno delovanje trga odkupov z zadolžitvijo je ključna dosegljivost primernih finančnih virov za financiranje odkupa, razmere na trgu kapitala, predvsem vrednosti delnic glede na dobiček podjetij, dobiček iz poslovanja ter za amortizacijo povečani dobiček iz poslovanja (EBITDA) kot uporabni približek denarnega toka, možnosti izstopa finančnih investitorjev po določenem času ter seveda splošne razmere v gospodarstvu države ter v trgovinskih partnericah.

2.3 PRIMER ODKUPA PODJETJA Z ZADOLŽITVIJO

Odkup podjetja z zadolžitvijo bom prikazal na poenostavljenem primeru povzetem ter prirejenem po Westonu (2001, str. 468), ki prikazuje odprodajo dela podjetja obsežnega konglomerata Eastern Pacific. Konglomerat je odprodajal svoje hčerinsko podjetje Wavell Corporation, ki je ob spremembi poslovne strategija matičnega podjetja postal njegov nepotrebni del.

Ob odločitvi za odprodajo so letni prihodki iz prodaje v podjetju Wavell znašali 7 milijonov ameriških dolarjev, dobiček iz poslovanja (EBIT) je znašal 650.000, čisti dobiček pa 400.000 ameriških dolarjev. Stroški proizvodnje so bili stabilni, kar je ob visoki dodani vrednosti pomenilo močan denarni tok. Cena, ki so jo dosegli v pogajanjih s kupci – managerji podjetja, je znašala 2 milijona ameriških dolarjev³.

2.3.1 Finančna struktura opravljenega odkupa

Primeren denarni tok je vodstvu podjetja omogočil pridobiti visok delež dolžniškega financiranja. Hkrati so sami prispevali le polovico lastniškega kapitala, drugo polovico je prispeval investicijski partner. Finančna struktura odkupa je bila naslednja:

³ Kar je znašalo 3,08 kratnik EBIT – tudi za razmere zgodnjih osemdesetih let 20. stoletja, ko je prišlo do tega odkupa, zelo nizka cena.

Dolžniški kapital v višini 1.800.000 ameriških dolarjev (90 odstotkov vrednosti nakupa), ki sta ga tvorila:

1. *Bančno posojilo* v višini 1.200.000 ameriških dolarjev za obdobje petih let po 13 odstotni obrestni meri zavarovano z zalogo gotovih izdelkov, opremo ter proizvodnimi prostori.
2. *Posojilo zavarovalnice* v višini 600.000 ameriških dolarjev, kot podrejeni dolg, za obdobje petih let po 16 odstotni obrestni meri.

Lastniški kapital v višini 200.000 ameriških dolarjev (10 odstotkov vrednosti nakupa) kot:

1. *Lastniški vložek zavarovalnice* v višini 100.000 ameriških dolarjev s predvidenim odkupom s strani podjetja Wavell v obdobju petih let po ceni, ki bo zagotavljala zavarovalnici povprečno letno donosnost lastniškega vložka 40 odstotkov.
2. *Lastniški vložek managerjev* v višini 100.000 ameriških dolarjev.

Tabela 1 združuje projekcije izkazov uspeha, izkazov finančnih tokov ter bilanc stanja za 5 let po izvedenem odkupu. Izračuni so narejeni na osnovi konzervativnih predpostavk, kjer ni predvidene rasti, davčna stopnja znaša 40 odstotkov, letna stopnja amortizacije pa 6 odstotkov. Prav tako ni verjetno, da bi se podjetje v celoti odpovedalo financiranju z dolgom, kot je primer tu, saj tako podjetje izgubi pomemben davčni ščit, obenem je dolžniški kapital cenejši od lastniškega.

Tabela 1: Projekcije denarnih tokov po managerskem odkupu podjetja Wavell Corporation

Leto	0	1	2	3	4	5
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	650.000	650.000	650.000	650.000	650.000	650.000
- obresti		252.000	213.968	170.572	121.051	64.519
Dobiček pred davki		398.000	436.032	479.428	528.949	585.481
- davki		159.200	174.413	191.771	211.580	234.192
Čisti dobiček		238.800	261.619	287.657	317.369	351.289
- amortizacija		120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
DTPOG*		358.800	381.619	407.657	437.369	471.289
- odplačilo glavnice		272.422	310.454	353.850	403.371	459.903
Preostanek den. toka**		86.378	71.165	53.807	33.998	11.386
Lastniški kapital	200.000	438.800	700.419	988.076	1.305.445	1.656.734
Dolg	1.800.000	1.527.578	1.217.124	863.274	459.903	0
Celotna sredstva	2.000.000	1.966.378	1.917.543	1.851.350	1.765.348	1.656.734
% dolga	90	78	63	47	26	0

Vir: Weston, 2001, str. 470.

* DTPOG – denarni tok pred odplačilom glavnice

** angl. *cash flow cushion*

Kot približek denarnega toka se uporablja za amortizacijo povečani dobiček iz poslovanja (EBITDA⁴). V primeru podjetja Wavell znaša 770.000 ameriških dolarjev, ter se skozi opazovano obdobje zaradi konzervativnosti predpostavk ne povečuje. Del denarnega toka je potrebno nameniti plačevanju obresti ter davkov državi, preostanek, to je seštevek čistega dobička in amortizacije, pa mora zadostovati za odplačilo glavnice. V prvem letu je tako na voljo 358.800 ameriških dolarjev, obrok glavnice pa znaša 272.422 dolarjev. Preostali denarni tok predstavlja rezervo, kar je pomemben podatek za potencialne upnike.

Čisti dobiček v bilanci stanja povečuje višino lastniškega kapitala, odplačani del glavnice pa zmanjšuje višino dolga.

Ob predpostavki, da bo po petih letih podjetje prodano po svoji knjigovodski vrednosti (ta predpostavka je glede na podatke iz zgornje tabele zelo konzervativna), lahko povprečno letno donosnost lastniškega kapitala izračunamo kot:

$$ROE = \left(\sqrt[5]{\frac{1.656.734}{200.000}} - 1 \right) * 100 \cong 53\% .$$

Ker pa lahko podjetje odkupi lastniški delež zavarovalnice za 537.824 ameriških dolarjev ($100.000 * 1,4^5$), je dejanska povprečna letna donosnost lastniškega vložka managementa (ROE_m) znašala:

$$ROE_m = \left(\sqrt[5]{\frac{1.118.910}{100.000}} - 1 \right) * 100 \cong 62\% .^5$$

Gre za poenostavljeni primer, ki pa vsebuje veliko elementov odkupa, ki jih bom podrobneje predstavil v nadaljevanju.

Podjetja, ki so bila predmet odkupa, so pred odkupom delovala v različnih pravno formalnih oblikah, bila različno velika, imela različno lastniško strukturo ter različno organiziranost znotraj podjetja.

Odkupi javnih delniških družb, ki jim sledi umik delnic z borzne kotacije, je pogosta oblika odkupnih transakcij v Združenih državah Amerike, v Evropi, kjer je kapitalski trg relativno manjši, pa takšne (*going private*) transakcije predstavljajo le nekaj odstotkov vseh opravljenih odkupov. Glavni razlog za tovrstne odkupe so grožnje s prevzemom, ki ogrožajo obstoječi management.

V bančnem gospodarstvu kontinentalne Evrope so pogosta družinska podjetja, katerih lastniki so posamezniki ali družine. Kadar se lastniki družinskih podjetij želijo umakniti iz lastništva

⁴ EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciations, and amortization.

⁵ Primer je tudi glede donosnosti le ilustrativen. Obstajajo odkupi, kjer so vložki managementa dosegli takšne pa tudi višje donosnosti, vendar pa so povprečne donosnosti MBO investitorjev bistveno nižje.

podjetja, je odkup z zadolžitvijo, ki ga vodijo obstoječi vodilni sodelavci, primeren in za prodajalca pogosto edini sprejemljiv način, saj ohranja neko kulturo v podjetju, ki so jo sami zgradili.

Pomemben vir na odkupnem trgu so tudi podjetja, člani velikih konglomeratov ali divizije večjih podjetij.

Predvsem ob valu privatizacije konec osemdesetih in v začetku devetdesetih let 20. stoletja je bil odkup podjetja z zadolžitvijo pogosto uporabljena metoda privatizacije državnih podjetij v zahodni Evropi (CMBOR, 2002).

2.4 GLAVNI KORAKI PRI ODKUPIH PODJETIJ Z ZADOLŽITVIJO

Postopek odkupa bom predstavil na primeru odkupa dela podjetja s strani obstoječega managementa, torej kot MBO, v štirih fazah, ki vodijo do podpisa kupoprodajne pogodbe med matičnim podjetjem kot prodajalcem in managementom dela podjetja in finančnimi investitorji kot kupci.

2.4.1 Začetna faza

V začetni fazi je potrebno oceniti možnosti poslovanja podjetja v prihodnje in s pripravljenim načrtom poiskati zainteresiranega investicijskega partnerja. To fazo lahko razčlenimo na več korakov:

- o Identifikacija sklada, ki bi bil primeren za izvedbo odkupa, glede na velikost odkupa, velikost sklada in njegovo investicijsko politiko.
- o Sestava skupine s potrebnimi znanji znotraj podjetja, ki bo pripravila načrt s predstavitvijo prihodnjega delovanja, organiziranosti in razvoja prodaje, marketinga, verige dobaviteljev, proizvodnih zmogljivosti, človeških virov in financ za obdobje naslednjih petih let.
- o Srečanje managementa s predstavniki LBO sklada, kjer se predstavi pripravljen načrt, ki mora biti prepričljiv in realen.

Običajna pot pri odkupih podjetij z zadolžitvijo je prek odkupnega sponzorja (*LBO sponsor* ali *LBO firm*), ki olajša iskanje finančnih virov ter izpeljavo celotnega postopka. Ti sponzorji mnogokrat upravljajo z LBO skladi in/ali skladi mezzanine⁶ dolga ter imajo razvite povezave z investicijskimi ter komercialnimi bankami, ki sodelujejo pri izdaji potrebnih vrednostnih papirjev in zagotavljanju bančnega posojila, vse pogosteje v obliki sindiciranega posojila več bank.

⁶ Več o mezzanine dolgu na str. 13.

Pri izdelavi finančnih načrtov je potrebno v tej prvi fazi predvsem ugotoviti, ali bo odkupljeni del kot samostojno podjetje kreditno sposobno in bo lahko vzdržalo in postopno odplačalo relativno visok delež dolga, ki je potreben za odkup.

Za ugotavljanje te sposobnosti se uporablja več metod, med pogosteje uporabljenimi so tri, relativno preproste, na osnovi katerih se ugotovi vrednost sredstev, ki jih je mogoče uporabiti za zavarovanje dolga (Gaughan, 1999, str. 289):

- o *knjižna vrednost* sredstev dela podjetja, ki je naprodaj,
- o *nadomestitvena vrednost* teh sredstev,
- o *likvidacijska vrednost* sredstev.

Običajna razmerja, ki jih pri zavarovanju svojih terjatev uporabljajo banke (Gaughan, 1999 str. 300), so:

- o 85 odstotkov vrednosti terjatev do kupcev,
- o 50 odstotkov vrednosti zalog,
- o 80 odstotkov ocenjene vrednosti opreme in
- o 50 odstotkov ocenjene vrednosti nepremičnin.

Pri načrtovanih odkupih, kjer vrednost sredstev ne zadošča za zavarovanje potrebne višine kredita, je izvedba odkupa možna le, če so pričakovani denarni tokovi dovolj visoki, zelo stabilni in jih podjetje ponudi v zavarovanje.

2.4.2 Ko je sklad izbran

Po izbiri sklada in sklenitvi dogovora o partnerstvu, se pristopi k pripravi natančnega poslovnega načrta. Pomembna sta:

- o izračun potrebnih finančnih parametrov s ceno odkupa kot spremenljivko, glede na denarni tok podjetja, in interno stopnjo donosa kot merilo donosnosti finančnih investitorjev, in
- o določitev cenovnega območja, kjer je nakup glede na pričakovane denarne tokove iz poslovanja še smiseln.

Pri ocenjevanju vrednosti se v praksi uporabljajo predvsem različni količniki. Tako je pogosto razmerje med ceno in dobičkom (*price to earnings, P/E*) ter dobičkom iz poslovanja in ceno (*EBIT to price*). Pri odkupih z zadolžitvijo je zelo pomembna vrednost denarnega toka, ki omogoča odplačevanje obveznosti iz naslova izdanega dolga, glede na plačano ceno (*EBITDA to price*).

Pri odkupih javnih delniških družb veljajo obstoječe cene na kapitalskem trgu, povečane za prevzemno premijo. Pri odkupih delov podjetij oziroma podjetij, ki ne kotirajo na borzi, pa se uporabljajo količniki primerljivih borznih podjetij. Velja tudi, da se z manjšanjem velikosti teh podjetij njihova vrednost zmanjšuje.

2.4.3 Finančna faza

V tem delu oblikovanja odkupa se postavijo temelji finančni reorganizaciji. Delo v tej fazi lahko strnemo v štiri korake:

- o Finančni inženiring in iskanje pravega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom glede na prej določeno cenovno območje in pričakovani denarni tok.
- o Iskanje banke, ki bo zagotovila prednostni dolg, sama ali kot vodja konzorcija v primeru sindiciranega posojila.
- o Strukturiranje dolžniškega dela virov financiranja. Določitev razmerja med prednostnim in podrejenim dolgom ter vrst podrejenega (*mezzanine*) financiranja.
- o Pogajanja z upniki o višini obrestnih mer.

2.4.4 Pogajanja s prodajalci

Pogajanja s prodajalci običajno vodi odkupni sponzor, ki poskuša zagotoviti najboljše pogoje nakupa ob hkratnem natančnem pregledu podjetja. Najpomembnejši koraki v tej fazi izpeljave odkupa so:

- o Dogovor o odkupni ceni in podrobnostih finančne transakcije.
- o Določitev urnika izvajanj revizij (finančne, okoljske, pravne), ki jih opravijo revizorji v imenu kupca.
- o Podpis pogodbe o odkupu.

Pri določitvi odkupne cene velja, da obstoječi lastniki podjetja ne bodo prodali po ceni nižji od likvidacijske vrednosti sredstev. Koliko višja bo dosežena cena, je odvisno tudi od tega, ali bodo k nakupu pristopili zunanji kupci, ki niso povezani s sedanjim vodstvom, ter tako vzpostavili konkurenčni boj za nakup, kar je v interesu obstoječih lastnikov, ali pa bo prodaja izvedena v zaprtem krogu obstoječim managerjem ter njihovim finančnim partnerjem.

V primeru odkupa celotnega podjetja, ki je organizirano kot javna delniška družba, je ponudba za odkup javna ter tako a priori omogoča konkurenčne ponudbe, kar močno izboljša položaj obstoječih lastnikov v pogajanjih.

2.5 PO SPREMEMBI LASTNIŠTVA

Weston (2001, str. 470) potek odkupa deli v štiri dele. Koraki v točki 2.4 podrobneje razčlenjujejo le prva dva. Sledita izvedba poslovnega načrta in izstop finančnih investorjev.

2.5.1 Spremembe v poslovanju

V tretjem, običajno najdaljšem in najzahtevnejšem delu celotnega cikla odkupa, management konsolidira ali reorganizira proizvodne zmogljivosti, izboljša upravljanje z zalogami in

terjatvami do kupcev, poveča kakovost proizvodov ter prilagodi svojo ponudbo in cenovno politiko razmeram na trgu, poskuša pridobiti boljše pogoje pri svojih dobaviteljih in po potrebi prilagodi število zaposlenih. S temi ukrepi poskuša vodstvo povečati dobiček in denarni tok ter tako zagotoviti sredstva za nemoteno odplačilo dolga.

2.5.1.1 Ključni element uspeha - management

Izbira pravega managementa je ključna za uspešnost tega tretjega dela in tako tudi celotnega odkupa. Anslinger in Copeland (1996) izpostavljata sedem ključnih elementov uspešnosti prevzemov in odkupov. V ospredje postavljata izbiro primerne managementa⁷. A le pravilna izbira managementa še ne zagotavlja uspešnega konca. Vrhnjemu managementu je potrebno ponuditi visoke spodbude za njihovo delo, zaslužek pa vezati na spremembe v denarnem toku.

2.5.1.1.1 Managerske spodbude

V odvisnosti od pričakovane uspešnosti, kot sledi iz izdelanih projekcij po-odkupnega podjetja, se delež managementa v novi lastniški strukturi običajno giblje med 10 in 20 odstotki (Anslinger, Copeland, 1996). Višje kot so pričakovane donosnosti, višji delež lastništva si v pogajanjih lahko izbori management. Pomembno je, da višina vplačanega deleža managerjev predstavlja velik del njihovega osebnega premoženja, kar jim, ob uspešnem delu, lahko bistveno poveča njihovo bogastvo, ob neuspehu pa spravi na beraško palico. S tem si finančni investitorji zagotovijo maksimalno prizadevnost managerjev pri delu⁸.

2.5.1.1.2 Povezava nagrajevanja managementa z denarnim tokom

Poleg osnovne plače, ki običajno predstavlja neko povprečje v panogi, finančni investitorji večji del prihodkov vodilnih v podjetju povezujejo z uspešnostjo doseganja zadanih ciljev. Če je najpomembnejša spremenljivka denarni tok iz poslovanja, lastniki v managerske pogodbe o zaposlitvi vnesejo ciljne vrednosti tistih mer in kazalcev poslovanja, ki pomembno vplivajo na denarni tok. Med dejavniki, ki vplivajo na tekoči denarni tok, se najpogosteje uporabljajo obseg zalog, višina terjatev do kupcev in rast podjetja. Med spremenljivkami, ki vplivajo na denarni tok dolgoročno, se izpostavlja donosnost novih investicij in rast tržnega deleža (Anslinger, Copeland, 1996).

2.5.2 Izstop investicijske skupine

Za managerje, ki sodelujejo v odkupu, je lastništvo podjetja lahko končni cilj. Za finančne investitorje je končni cilj vedno dosežena zahtevana stopnja donosa. Donos pa se realizira le ob prodaji deleža novim lastnikom. Zato je načrtovanje izhoda finančnih investitorjev nujno že ob pripravi odkupa, njegova uresničitev pa je v končni fazi vedno odvisna od vsakokratnih razmer na trgu. Velja pa, da ostajajo finančni investitorji v podjetju običajno vsaj tri do pet

⁷ Z njunimi besedami: »Don't do the deal if you can't find the leader«.

⁸ Finančni investitorji so uveljavili način »korenčka in palice«.

let, kolikor traja, da se uresniči poslovni načrt iz predhodne točke, in poveča ekonomska vrednost podjetja na višino, ki investitorjem prinaša zahtevano donosnost.

Obstajajo štiri osnovne strategije izhoda:

1. primarna izdaja delnic (*initial public offering, IPO*)⁹,
2. prodaja strateškemu kupcu,
3. odkup lastnih delnic s ponovno zadolžitvijo (*leveraged recapitalization*) in
4. prodaja deležev novim LBO investitorjem.

Izbira izhoda je odvisna od finančne strukture odkupljenega podjetja, njegove velikosti in panoge, v kateri deluje, kot tudi od dogajanj na trgu prvih izdaj delnic. Pomembno je poudariti, da ni izhoda brez dobrega poslovanja in dobrih obetov za prihodnost.

2.6 FINANČNE INSTITUCIJE IN FINANCIRANJE ODKUPOV

Osnovna vira financiranja odkupov podjetij z zadolžitvijo sta bančni kredit ter lastniški kapital. Pri financiranju odkupa se z večanjem potrebnega investicijskega kapitala oziroma manjšanjem deleža za zavarovanje primernih aktiv povečuje raznolikost in zapletenost uporabljenih finančnih instrumentov. V nadaljevanju bom prikazal tri osnovne skupine finančnih virov, ki se uporabljajo pri odkupih podjetij z zadolžitvijo.

2.6.1 Prednostni dolg (*senior debt*)

Prednostni dolg tvorijo posojila, ki so zavarovana s sredstvi podjetja tarče. Za zavarovanje, ki bistveno zmanjšuje tveganje posojilodajalcev, se lahko uporabijo zaloge proizvodov, terjatve do kupcev, nepremičnine in oprema podjetja. Vrsta zavarovanja je odvisna od značilnosti posojila.

Pri večini odkupov manjši del dolga predstavlja kratkoročno ali srednjeročno bančno posojilo z 1 do 3 – letno dospelostjo, namenjeno predvsem financiranju tekočega poslovanja. Ta dolg je lahko v obliki okvirnega kredita (revolving kredita) ali tudi kot limit na transakcijskem računu. Ponavadi se za zavarovanje teh dolgov uporabi najbolj likvidna sredstva podjetja¹⁰. Ob uspešnem poslovanju se tovrstna posojila, ki so najcenejši vir financiranja, ob dospelju obnavljajo.

Drugi del zavarovanega dolga tvorijo posojila s povprečno dospelostjo 5 do 7 let. Ponavadi so zavarovana s hipotekami na nepremičnine ter opremo podjetja. Odplačujejo se anuitetno¹¹. Zaradi daljše dobe dospelja so nekoliko dražja od prvih. Rickertsen (2001, str. 168) navaja za ameriški finančni trg dodatno premijo v višini 25 do 100 bazičnih točk na obrestno mero

⁹ IPO sam po sebi še ni izhod, omogoča pa kasnejše (postopno) zmanjševanje lastniškega deleža investitorjev.

¹⁰ Glej ugotavljanje kreditne sposobnosti podjetja tarče na str. 8.

¹¹ Takšno posojilo je bilo uporabljeno v primeru na str. 4.

revolving kredita. Tovrstna posojila so ponavadi bančna, lahko pa jih prispevajo tudi druge finančne institucije predvsem zavarovalnice.

Relativno ugodna cena teh posojil ni povezana samo s premoženjem, uporabljenim kot zavarovanje, pač pa tudi s celo 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 vključujejo nekatere kazalnike poslovanja, tako imenovane finančne omejitve (*financial covenants*), ki jih mora podjetje redno (ponavadi gre za četrletna poročila) dosegati. Če podjetje ne dosega zapisanih zahtev, to lahko pomeni višjo bodočo obrestno mero, plačilo pogodbeno določene kazni ali v končni fazi tudi zahtevo po stečajnem postopku.

Naj poudarim, da obresti niso edini strošek najema posojila, različne provizije lahko že ob najemu poberejo 2 do 3 odstotke vrednosti posojila.

Kadar pridobljeni zavarovani dolg ne zadostuje za celotno financiranje dolžniškega dela transakcije odkupa, investitorji uporabijo različne druge oblike nelastniškega financiranja.

2.6.2 Podrejeni dolg (*subordinated debt*)

Za dolg, ki ne spada v skupino prednostnega dolga, obstaja več angleških izrazov. Na področju odkupov podjetij z zadolžitvijo se je poleg izraza podrejeni dolg (*subordinate oz. subordinated debt*) uveljavil izraz »*mezzanine (layer) financing*«, kar predstavlja tisti vir financiranja sredstev, ki v bilanci stanja podjetja zavzema mesto med prednostnim dolgom ter lastniškim kapitalom. Ta vmesni vir sredstev bi lahko poimenovali vmesni kapital (*mezzanine capital*) in združuje široko paleto dolžniških finančnih instrumentov¹².

Različne oblike vmesnih virov financiranja imajo nekaj skupnih lastnosti. So podrejene prednostnemu dolgu, kar pomeni v primeru stečaja ali finančne reorganizacije manjšo verjetnost poplačila upnikov, so torej bolj tvegane ter imajo zato višjo zahtevano donosnost. Poleg tega imajo praviloma daljši rok dospelja ter ponavadi nespremenljive (kupske) obresti, ki so seveda za podjetje davčno priznan strošek.

Dospelost ter plačevanje obresti te instrumente jasno uvršča med dolžniške finančne instrumente. Po svojih lastnostih so lahko v vsem, razen podrejenosti ter s tem povezani donosnosti, enaki prednostnemu dolgu, lahko pa imajo tudi posamezne lastnosti lastniškega kapitala, ki jim omogočajo doseganje zahtevane donosnosti.

V nadaljevanju na kratko predstavljam dve pogosto uporabljeni obliki vmesnega financiranja. Prva je relativno običajen dolžniški vrednostni papir, druga pa je kombinacija dolžniškega ter lastniškega vrednostnega papirja.

¹² V literaturi se pojavlja izraz »*mezzanine debt*«, vmesni dolg, tudi kot enakovreden izrazu »*mezzanine capital*« oziroma »*financing*«, sam sem ta izraz uporabil le za določeno vrsto instrumentov vmesnega financiranja.

2.6.2.1 Obveznice z visoko donosnostjo (*high-yield bonds*)

Obveznice z visoko donosnostjo, poznane tudi kot »*junk bonds*«, so tiste, katerih ocena tveganja, ki jo opravljajo bonitetne hiše, ne dosega zadostnega nivoja¹³, ali pa sploh niso ocenjene. Prve takšne obveznice, ki že ob sami izdaji niso dosegale nivoja investicijske ustreznosti, naj bi bile izdane leta 1977. Izdajanje teh obveznic se je hitro širilo.

Večina izdaj teh obveznic ima podobno strukturo kot običajne rangirane obveznice s kuponskimi obrestmi. Glavnica je izplačljiva ob dospelosti. To lajša izpolnjevanje obveznosti podjetjem z visokim finančnim vzvodom.

Med visoko donosne obveznice uvrščamo tudi t.i. *PIK* oziroma »*payment in kind*« vrednostne papirje. Obveznice te vrste v začetnem obdobju treh do desetih let ne prinašajo izplačil obresti v gotovini, pač pa so, kot pove že ime, obresti izplačane v vrednostnih papirjih, običajno v obveznicah iste vrste. S tem se potreba po gotovini za servisiranje dolga prestavi za več let in bistveno zmanjša nevarnost sprožitve stečajnega postopka s strani upnikov zaradi neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti. *PIK* vrednostne papirje se običajno izdaja ob velikih transakcijah, ali kot zamenjavo za že izdane dolžniške vrednostne papirje, npr. kuponske visoko-donosne obveznice, ko redno izpolnjevanje obveznosti predstavlja preveliko breme za denarni tok podjetja.

Kadar finančni investitorji del obveznosti do prvotnih lastnikov poravnajo v obliki dolžniških vrednostnih papirjev, temu dolgu pravimo »*cram down*« dolg. Je vrsta podrejenega dolga in po svojih lastnostih sodi med nerangirane obveznice.

Danes predstavljajo visoko donosne obveznice pomemben delež dolžniških virov financiranja pri večjih odkupih z zadolžitvijo.

2.6.2.2 Vmesni dolg (*mezzanine debt*)

Med vmesni dolg uvrščamo dolžniške vrednostne papirje z nakupnim bonom, ki prinašajo opcijo na nakup lastniških papirjev istega izdajatelja. Sam dolg predstavlja tako imenovani nižji podrejeni dolg (*junior subordinated debt*), kuponska obrestna mera pa znaša med 12 in 15 odstotki. Ker je mezzanine dolg podrejen prednostnemu dolgu ter običajno tudi visoko donosnim obveznicam, je od vseh oblik dolžniškega financiranja najbolj tvegan ter zato najdražji (In Brief, 2001). Zahtevana stopnja donosa naj bi znašala med 18 in 25 odstotki (Rickertsen, 2001, str. 168).

Razliko med kuponsko ter zahtevano donosnostjo naj bi krila donosnost izkoriščene opcije na nakup navadnih delnic ali zamenjave po vnaprej določeni ceni, ki jih prinašajo obveznice z

¹³ Tako imenovani investment grade. Ta je pri ocenjevalni agenciji Standard & Poor's BBB, po oznakah agenciji Moody's pa Baa3.

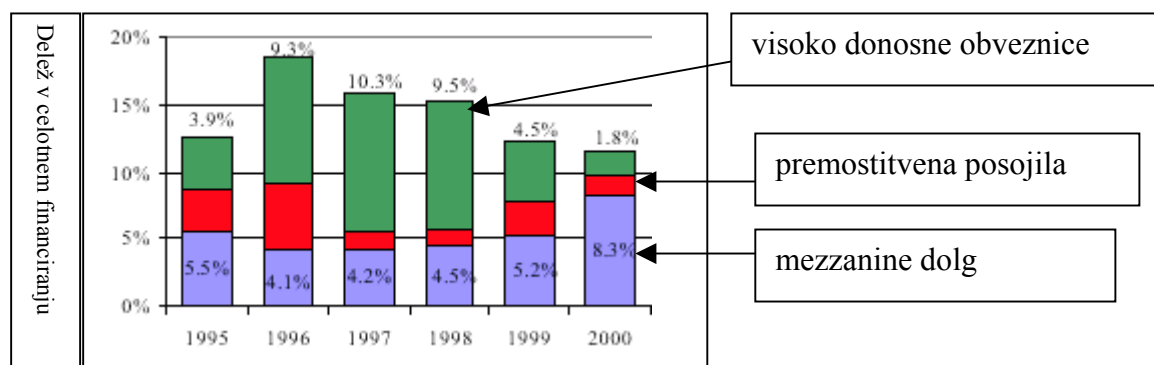
nakupnim bonom ali npr. zamenljive obveznice. Opcije posojilodajalcu v zameno za večje tveganje nepoplačila dolga prinašajo udeležbo pri rasti vrednosti podjetja. V primeru uveljavljanja pravice nakupa podjetje izda nove delnice ali pa upravičencem proda tiste iz sklada lastnih delnic.

2.6.2.3 Premostitvena posojila (*bridge loans*)

Pri tovrstnih posojilih gre za kratkoročna posojila, ki jih mnogokrat organizirajo oziroma zagotavljajo investicijske banke, vključene v izdajo drugih vrst instrumentov vmesnega financiranja za potrebe odkupa, predvsem visoko donosnih obveznic, za čas med odkupom in zaključkom izdaje. Ta čas je odvisen tudi od stanja na finančnih trgih.

Delež vmesnega financiranja, kot tudi razmerja med posameznimi vrstami vmesnega financiranja, se spreminja glede na velikost odkupov in razmere na finančnih trgih. Gibanje ob koncu 20. stoletja na odkupnem trgu v Združenih državah Amerike prikazuje Slika 2, obširnejšo analizo sprememb v strukturi financiranja odkupov podjetij z zadolžitvijo pa bom prikazal v podpoglavju 3.4.

Slika 2: Deleži posameznih vrst mezzanine financiranja v celotni strukturi transakcij odkupov podjetij z zadolžitvijo v ZDA v obdobju 1995 – 2000



Vir: In Brief, 2001, str. 6.

Dolžniško financiranje je mnogokrat kombinacija zavarovanega ter nezavarovanega dolga. Za poplačilo obveznosti, ki sledijo iz izdaje vmesnega dolga je še mnogo bolj kot za prednostni dolg pomemben denarni tok odkupljenega podjetja.

Nekatera, predvsem storitvena podjetja nimajo dovolj sredstev, ki bi jih lahko ponudila kot zavarovanje za izdani dolg. V primeru, da imajo ta podjetja stabilne ter zadostne pričakovane denarne tokove ter rezultati kažejo na stabilno poslovanje v preteklosti, obstaja možnost odkupa podjetja z zadolžitvijo brez zavarovanja dolga s sredstvi. Govorimo o tako imenovanem »cash flow LBO«, ki naj bi bil bolj dolgoročno usmerjen, z dospelostjo dolga 10 do 15 let, ter bolj tvegan (Gaughan, 1999, str. 304).

Pomembni investitorji na področju vmesnega dolga so bile zavarovalnice ter pokojninski skladi, kasneje so se jim pridružili specializirani »mezzanine« skladi.

2.6.3 Lastniški kapital

Pri zagotavljanju lastniških virov financiranja sta najpogosteje uporabljena lastna udeležba managementa in vložek finančnih investitorjev.

Ne glede na vrsto odkupa podjetja z zadolžitvijo so bodoči managerji udeleženi pri zagotavljanju lastniškega kapitala podjetja, kar predstavlja določeno garancijo ostalim investitorjem v resnost namenov managerjev. Vir so prihranki managerjev ali/in osebni kredit običajno z zastavo lastnega premoženja. Višina udeležbe managerjev dosega vsaj njihovo enoletno plačo.

Finančni investitorji so lahko formalno organizirani, običajno v obliki posebnega zaprtega investicijskega sklada (LBO sklad) ali pa skupina nastane ad-hoc za potrebe odkupa izbranega podjetja. Njihove investicijske politike se razlikujejo, vendar praviloma vedno vršijo aktivni nadzor nad vodstvom podjetja.

Pri odkupih podjetij z zadolžitvijo so v preteklosti isti finančni investitorji sodelovali v več različnih vrstah virov financiranja odkupa. Tako so lahko imeli institucionalni investitorji svoj delež med zavarovanim dolgom, v več oblikah vmesnega financiranja kot tudi med lastniškim kapitalom¹⁴. Tovrstno financiranje označujemo kot »*vertical strip*« (Gaughan, 1999, str. 306) oziroma »*strip financing*« (Jensen, 1988, str. 31). Prednost tovrstnega »vezanega« financiranja je udeležba posojilodajalcev pri rasti vrednosti podjetja ter lažjem dogovoru o finančni reorganizaciji v primeru težav podjetja.

Z večanjem uporabe visoko donosnih obveznic, se je delež vezanega financiranja bistveno zmanjšal.

2.7 VLOGA FINANČNIH INSTITUCIJ

Odkupov podjetij z zadolžitvijo brez pomembnega prispevka finančnih institucij ne bi bilo. Razvitost posameznih finančnih trgov v različnih gospodarstvih narekuje tudi vlogo različnih finančnih institucij pri izvedbi odkupov. V nadaljevanju bom predstavil predvsem v Sloveniji manj znane finančne institucije, ki sodelujejo v odkupih podjetij z zadolžitvijo.

2.7.1 Banke

Pri odkupih sodelujejo tako komercialne kot investicijske banke. Prve zagotavljajo vir prednostnega dolga, druge sodelujejo pri izvedbi postopka, pri vrednotenju podjetij in

¹⁴ Takšen je npr. primer iz začetka poglavja.

ocenjevanju morebitnih konkurenčnih ponudb in pri izdaji finančnih instrumentov, ki jih investitorji uporabijo pri odkupih podjetij.

2.7.2 LBO skladi¹⁵

Ti skladi zasebnega kapitala (*private equity funds*¹⁶) so se pojavili kot finančna inovacija osemdesetih let 20. stoletja, z namenom omogočiti potencialne visoke dobičke, ki izhajajo iz transakcij odkupov podjetij z zadolžitvijo, širšemu krogu velikih investorjev ob hkratni razpršitvi tveganja. LBO skladi so med svoje vlagatelje privabili relativno konzervativne velike institucionalne investitorje, predvsem zavarovalnice in pokojninske sklade¹⁷. V devetdesetih letih je v ZDA delež pokojninskih skladov predstavljal po vrednosti tretjino vseh vlaganj v LBO sklade (Gaughan, 199, str. 307). Skladi se razlikujejo po velikosti zbranih sredstev, ki je med 50 milijoni ter 6 milijardami ameriških dolarjev.

2.7.2.1 Investicijske priložnosti skladov

Analize odkupov podjetij z zadolžitvijo (npr. DeAngelo, DeAngelo, Rice, 1984 in Kaplan, 1989a), ki so bili udejanjeni v sedemdesetih ter predvsem v osemdesetih letih 20. stoletja, so ugotovljale velike pozitivne spremembe v poslovanju podjetij po končanem odkupu. Poslovanje je bilo tudi boljše od primerljivih podjetij, ki niso izvedla tovrstne finančne reorganizacije. Logičen sklep bi bil, da je bilo povprečno podjetje v sedemdesetih kot tudi osemdesetih letih v Združenih državah Amerike slabo vodeno¹⁸, kar je omogočalo s spremembami v vodenju ter organizaciji poslovanja, vključno s shemami nagrajevanja managementa, s spremembo strategije delovanja podjetja ter s potrebam podjetja optimizirano finančno strukturo, finančnim investitorjem velike notranje stopnje donosa na vloženi kapital.

Večino izboljšav v poslovanju podjetja je bilo mogoče doseči tudi brez izvedene finančne reorganizacije v obliki odkupa podjetja z zadolžitvijo. Dejansko so s časom druga podjetja začela posnemati LBO podjetja v njihovem načinu vodenja, kar je imelo za posledico boljše kazalnike poslovanja ter višjo ceno njihovih delnic. S tem se je manevrski prostor LBO skladov pri iskanju novih investicij zmanjšal. Pomemben vir njihovih potencialnih donosov je bil v veliki meri izničen.

¹⁵ Skladi odkupov podjetij z zadolžitvijo bi bil nekoliko zapleten izraz.

¹⁶ Poleg LBO skladov med te sklade sodijo še skladi tveganega kapitala (*venture capital funds*) ter mezzanini skladi.

¹⁷ Za tovrstne institucionalne investitorje je značilno, da manjši del svojega ogromnega premoženja namenijo v t.i. alternativne naložbe. Poleg skladov zasebnega kapitala sem prištevamo še nepremičninske sklade ter nekatere druge, eksotične oblike investiranja.

¹⁸ Mogoče je ta trditev nekoliko preostra ter so bila podjetja, ki so jih finančni investitorji kupovali, glede vodenja podpovprečna. Racionalno bi namreč bilo, da bodo investitorji poiskali najprej tista podjetja, kjer bo pričakovana donosnost investiranega kapitala največja.

2.7.2.2 Celostni pristop

Eden od možnih odgovorov na težave pri doseganju zahtevane donosnosti je tudi združevanje kupne moči podjetij, ki jih LBO sponzorji nadzorujejo, kar omogoča doseganje količinskih popustov na blago in storitve od pisarniškega pribora do cen oglaševalskega prostora.

Do sedaj so LBO skladi na svoj investicijski portfolio gledali kot na skupino neodvisnih, izoliranih podjetij. Nov pristop razvija koncept skupnih storitev (*shared services*). Ob tem je potrebno imeti v obziru dejstvo, da so kapitalski investitorji le začasni lastniki, s strategijo izstopa v treh do petih letih. Skupne storitve morajo torej biti organizirane tako, da podjetje brez pretresov ter stroškov prevzame popolno avtonomijo v svojem poslovanju v trenutku, ko LBO sklad izstopi iz lastniške strukture podjetja, ali pa so mu te storitve na voljo tudi po izstopu sklada (Sikora, 2001).

2.7.2.3 Delovanje skladov – odnos do vlagateljev

Preden nov LBO sklad začne poslovati, upravljalec sklada (*general partner*) začne iskati vlagatelje (*limited partners*) v svoj sklad. V preteklosti je bilo v ZDA največje število partnerjev v skladu omejeno na 99, tudi najmanjši dopustni zneski vložka so bili relativno visoki. Kasneje se je dovoljeno število partnerjev povzpelo na 500, minimalni vložek pa zmanjšal na 250 000 ameriških dolarjev. Tudi te spremembe so pripomogle k povečanemu zanimanju vlagateljev za sodelovanje v teh skladih.

Ob vpisu se običajno vplača le manjši del sredstev. Denar se v sklad nakazuje postopno, glede na potrebe sklada ter zahteve upravljavca. Običajen čas za vplačilo vpoklicanih sredstev je 5 do 10 dni, kar od vlagateljev zahteva stalno likvidno rezervo v višini vpisanih a še ne vplačanih sredstev.

Letna upravljavska provizija znaša običajno med 1,5 in 2,5 odstotka ter se obračunava od celotnih sredstev sklada, ne glede na dejansko vplačana ali investirana sredstva. Upravljavci si pogosto zagotovijo pravico do udeležbe na realiziranem dobičku (*carried interest*). Običajno ta znaša 20 odstotkov dobička nad pragom, ki je postavljen med 5 in 8 odstotki letne donosnosti (Schifrin, 1998).

Ob dejstvu, da so vlaganja v LBO sklade nelikvidne ter relativno tvegane naložbe, katerih donosnost je ključno odvisna od dogajanja na kapitalskem trgu tako v času nakupa kot ob izhodu sklada iz naložbe v podjetju, povprečne letne donosnosti vlagateljev niso visoke, prej nizke.

2.7.3 Skladi mezzanine dolga (*mezzanine debt funds*)

Obstajata dve skupini skladov mezzanine dolga, ki zbirata sredstva vlagateljev. Prvi so vezani mezzanine skladi (*captive mezzanine funds*), ki jih ustanavljajo LBO sponzorji kot dodatek svojim LBO skladom. Vlagatelji v LBO sklad del svojih sredstev namenijo tudi v mezzanine

sklad ter tako tvorijo jedro njegovih vlagateljev. Takšni skladi sodelujejo le pri odkupih, kjer lastniška sredstva prispeva bratski odkupni sklad. Glede svoje investicijske politike so torej ujetnik (angl. *captive*) LBO sklada. Za upravljalce skladov to predstavlja priročno pot do zagotavljanja vmesnih sredstev financiranja po vnaprej določenih pogojih. Celotna donosnost vlagateljev odraža razmerje med velikostjo naložbe v odkupni sklad ter mezzanine sklad ter je nižja kot bi bila v primeru vlaganj izključno v LBO sklad.

Drugo, pomembnejšo ter bolj razširjeno obliko skladov vmesnega dolga predstavljajo neodvisni mezzanine skladi (*third-party mezzanine funds*). Ti skladi sodelujejo z različnimi LBO sponzorji ter ponujajo svoja sredstva za investicije glede na ocenjeno kreditno sposobnost podjetij tarč. Pri tem za pridobitev posla tekmujejo z ostalimi skladi mezzanine dolga.

Naslednja tabela prikazuje povprečne letne neto donosnosti skladov lastniškega kapitala ter vmesnega dolga tudi v primerjavi z indeksom S & P 500. Povprečna letna donosnost LBO skladov skozi 20 let presega indeks 500 priznanih javnih delniških družb za 3,5 odstotne točke.

Tabela 2: Primerjava donosnosti* LBO skladov ter skladov mezzanine dolga na dan 31.12.2000

	1 letna	3 letna	5 letna	10 letna	20 letna
LBO skladi	9,7	14,3	17,4	16,6	19,2
Skladi mezzanine dolga	14,9	10,8	11,1	12,4	11,7
S & P 500 Index	-8,98	12,34	18,38	17,48	15,66
NASDAQ	-38,83	16,74	19,04	21,58	15,11

Vir: Private equity, 2001.

* Neto donosnosti vlagateljev po plačanih provizijah in udeležbi na dobičku upravljavcem.

3 FINANČNI PREVZEMI IN EKONOMSKA VREDNOST

V osemdesetih letih 20. stoletja se je na kapitalskem trgu v Združenih državah Amerike intenzivnost združevanj ter prevzemov močno povečala. Med njimi so odkupi podjetij z zadolžitvijo, kot oblika tako imenovanih finančnih prevzemov, prevzeli pomemben delež. V drugi polovici osemdesetih let so prevzemi z uporabo visokega finančnega vzvoda po vrednosti predstavljali dobrih 20 odstotkov vseh izvedenih prevzemov (Weston, 2001 str. 465).

Odkupi z zadolžitvijo so polnili naslovnice, ne samo zaradi visokih dobičkov, ki naj bi jih dosegali finančni investitorji, pač pa predvsem zaradi vse bolj ostre igre, ki so jo glavni igralci na trgu odkupov igrali. Da se tudi sam ne pridružim pavšalnim (ob)sodbam dogajanj, bom v tem poglavju predstavil vrsto študij, ki so poskušale z različnih zornih kotov osvetliti trg odkupov v osemdesetih letih.

Večje število odkupov je omogočilo empirično analizo posameznih korakov v poteku odkupa podjetja z zadolžitvijo. Tako sta zanimiva, med drugim, začetek, to je objava o nameri za odkup, izpeljava odkupa in umik delnic z borze, ter zaključek celotnega cikla, to je mnogokrat javna ponudba novih delnic. Ti dve točki v procesu sta zanimivi iz preprostega razloga, ker zaradi denarnega toka med različnimi skupinami investitorjev, omogočata ovrednotenje uspešnosti procesa odkupa podjetja z zadolžitvijo ter učinkovitosti trga kapitala.

V nadaljevanju bom prikazal rezultate nekaterih študij, ki opazujejo višino premije, ki so je deležni prvotni delničarji, tisti torej, ki so lastniki delnic v času pred izvedenim odkupom (*pre-buyout shareholders*). Prav tako bom predstavil podatke o donosnostih naložb finančnih investitorjev in/ali managementa v odkupljenih podjetjih. Ker so te pozitivne ter visoke je smiselno poiskati vire tega povečanja bogastva.

3.1 PREMIJA PRVOTNIM DELNIČARJEM

Z objavo namere o odkupu podjetja se vrednost delnic kotirajočih podjetij bistveno poveča. Tako DeAngelo, DeAngelo in Rice (1984) v prvi študiji, ki meri vpliv tovrstne objave na ceno delnic podjetji, v vzorcu 72 podjetij, ki so objavila namero v letih 1973 do 1980, ugotavljajo, da je bil povprečni dvig ob objavi namere pri opazovanih podjetjih 22 odstotkov, celotni dvig cen delnic v obdobju 40 dni, vključujoč dan objave, pa je znašal prek 30 odstotkov. Povprečna dejanska premija v vzorcu 57 podjetji, kjer je prišlo do odkupa, pri tem pa je bila uporabljena samo gotovina (*all payment in cash*), je znašala 56 odstotkov glede na ceno delnic 2 meseca pred objavo namere o odkupu. V Tabeli 3 so povzeti rezultati te in še nekaterih drugih študij.

Tabela 3: Pregled ugotovljenih povprečnih premij v različnih študijah

Študija	celotni vzorec (obdobje)	nadpovprečna donosnost (opazovano obdobje)*	povprečna premija (referenčni dan)**
DeAngelo, DeAngelo, Rice (1988)	72 (1973-1980)	30% (0...40)	56% (-60)
Lehn, Poulsen (1988)	92 (1980-1987)	20% (-20...20)	41% (-20)
Lehn, Poulsen (1989)	244 (1980-1987)	16,3% (-1...1)	36,1% (-20)
Lowenstein (1985)	28 (1979-1984)	/	56% (-30)
Kaplan (1989)	76 (1980-1986)	/	46% (-60)

Vir: zgoraj našteje študije.

* opazovano obdobje (okno) pri dogodkovnih študijah, kjer je z ničlo označen datum dogodka, v tem primeru objava namere o odkupu podjetja, -20...20 označuje obdobje 20 dni pred objavo do 20 dni po objavi.

** referenčni dan, na katerega se primerja odkupna cena delnic. -60 označuje 2 meseca pred prvo objavo. Premija = $((\text{odkupna cena}/\text{cena na referenčni dan}) - 1) * 100$.

Tudi ostale študije potrjujejo obstoj visokih, statistično značilnih, nadpovprečnih donosnosti ter visokih izplačanih premij prvotnim delničarjem. Plačane premije prvotnim delničarjem znašajo v povprečju 40 odstotkov in več.

Pri odkupih podjetij z zadolžitvijo gre za tako imenovani finančni prevzem v nasprotju s strateškim prevzemom. Če se pri strateških prevzemih premijo, ki jo prevzemniki plačajo za ciljno podjetje lastnikom prevzetega podjetja, pojasnjuje oziroma opravičuje s pričakovanimi sinergijskimi učinki, je pri finančnih prevzemih argument za tolikšno premijo potrebno poiskati drugje.

V literaturi najpogosteje navajani viri za tako visoko premijo so (1) davčni prihranki, (2) prerazporeditev bogastva, (3) asimetrija informacij ter z njo povezana podcenjenost ter (4) zmanjšanje problema agenta na primer prek povečanja spodbud managementa.

3.1.1 Davčni prihranki

Kot kaže primer na strani 4 in Tabela 1 na str. 5, podjetja po odkupu z zadolžitvijo med pasivi premoženjske bilance izkazujejo velik delež dolga. Visok finančni vzvod povečuje plačane obresti na podjetniški dolg, kar zmanjšuje davčno osnovo ter zmanjšuje višino plačanega davka od dobička.

Višina davčnega prihranka je zelo odvisna od mejne davčne stopnje ter ohranjanja višine dolga in je optimalna le v primeru, da podjetje iz poslovanja ustvarja zadostni dobiček, da v celoti izkoristi davčni ščit.

Različne študije (npr. Kaplan, 1989) večinoma kažejo na to, da so davčni prihranki podjetij po odkupu pomemben vendar ne največji vir premije prvotnim lastnikom.

Če velja, da so davčni prihranki v odkupljenem podjetju pomemben vir premije, ki so je deležni prvotni delničarji, bi lahko sklepali, da je neposredno prizadeta država ter njen proračun. Kot v sicer delni analizi pokaže Kaplan (1989) je neto vpliv na davčne prihodke države lahko, upoštevajoč celotni cikel odkupa, ki se mnogokrat čez nekaj let konča s ponovno javno ponudbo delnic, pozitiven.

3.1.2 Prerazporeditev bogastva

Kot vir premije prvotnim delničarjem podjetja v primeru odkupa podjetja z zadolžitvijo bi lahko služila prerazporeditev bogastva od ostalih interesnih skupin (*stakeholders*) v podjetju - lastnikov obveznic, prednostnih delnic, zaposlenih, dobaviteljev ter nenazadnje države.

Praviloma se je cena obveznic podjetij, s katerimi se je v času objave namere o odkupu trgovalo na organiziranem trgu, znižala, kar je skladno s pričakovanji, saj se lahko kljub mnogim omejitvam zapisanim v dolžniško – upniških pogodbah, ki ščitijo obstoječe upnike, tveganje neizpolnjevanja obveznosti poveča. Takšen primer je lahko že razlika v trajanju novega dolga, ki, če je krajši od trajanja obstoječega, poveča tveganje. Toda izguba vrednosti v obravnavanih primerih je bila relativno nizka¹⁹ glede na izplačano premijo, kar vodi do sklepa, da prerazporeditev bogastva od obstoječih upnikov k lastnikom ni ekonomsko pomemben vir premije izplačane prvotnim lastnikom (Weston, 2001 str.481).

Podobno majhne oziroma nične so višine ostalih naštetih potencialnih prerazporeditev.

3.1.3 Asimetrija informacij

Pri odkupu lastnih delnic podjetja se pogosto navaja razpolaganje z notranjimi informacijami kot glavni razlog za odkup. Na managerske odkupe bi lahko gledali kot na skrajno obliko odkupa lastnih delnic, kjer management to izvaja za svoj račun in ne račun podjetja, ki ga vodi, ter posredno preostalih delničarjev podjetja (Lehn, Poulsen, 1989).

Vodstvo podjetja ter v odkup vključeni investitorji naj bi imeli več informacij o vrednosti podjetja kot preostali delničarji. Če to drži, je objava namere o odkupu podjetja z zadolžitvijo signal, da bodo prihodnji dobički v poslovanju višji od javno pričakovanih ali da je podjetje (njegovi pričakovani denarni tokovi) manj tvegano kot misli javnost²⁰ (Weston, 2001, str. 482).

Čeprav empiričnih analiz, ki bi potrjevale ali zavračale hipotezo o asimetriji informacij ter podcenjenosti delnic kot pomembnem viru za premije prvotnim delničarjem, nisem našel, obstaja nekaj posrednih dokazov, ki zavračajo to hipotezo.

Tako Kaplan, (1989a) ugotavlja, da so managerji podjetja ter člani odbora direktorjev, ki niso sodelovali v odkupu, bili v povprečju lastniki 10 odstotkov podjetja (managerji, ki so sodelovali v odkupu le 4,67 odstotka). Ob predpostavki, da so ti nesodelujoči bili enako informirani, bi bilo neracionalno ter malo verjetno, da bi svoje delnice prodali pod ceno.

Prav tako gre v primeru javnih delniških družb za zelo transparenten postopek²¹, kjer možnost vložitve nasprotne ponudbe zmanjšuje mogočo podcenjenost v ponudbi za managerski odkup. Empiričnih dokazov o uspešnosti delovanja trga je več.

¹⁹ Kot povsod, je tudi v tej statistiki primer RJR Nabisco rekorden, saj so obveznice, s sicer nizko ocenjeno tveganostjo, po objavi namere o managerskem odkupu izgubile kar 20 odstotkov svoje vrednosti. V denarju je to pomenilo milijardo ameriških dolarjev izgube za lastnike obstoječih obveznic.

²⁰ Diskontni faktor, s katerim investitorji diskontirajo prihodnje pričakovane denarne tokove, je zaradi previsoke premije za tveganje prenizek.

²¹ Na razvitem trgu kapitala, z razvito zakonodajo, strogimi borznimi pravili, obširno zgodovino sankcioniranja trgovanja z notranjimi informacijami ter tožb delničarjev ter lastnikov obveznic proti upravam ter nadzornim svetom.

Lowenstein (1985) v že prej omenjeni študiji o premijah prvotnim delničarjem ugotavlja tudi, da se povprečna premija v opazovanem vzorcu z večanjem števila različnih ponudnikov povečuje. Tako se pri treh ali več oddanih ponudbah premija s 56 odstotkov zviša na visokih 76 odstotkov v povprečju²².

Lehn in Poulsenova (1989) navajata, da je veliko odkupov posledica predhodnih govoric o sovražnem prevzemu ali dejanski objavi ponudbe za prevzem. Takšnih naj bi bilo med 263 primeri med letom 1980 ter 1987 v njunem vzorcu kar 42,6 odstotka. Managerski odkup torej ni spodbujen s podcenjenostjo delnic, pač pa je mnogokrat izvršen v neposrednem ali posrednem konkurenčnem boju kot obramba pred nezaželenim prevzemom.

Managerji s svojimi ponudbami za odkup vedno ne uspejo. Med opazovanimi managerskimi odkupi v letih 1980 –1986, je bil kar pri 74 odstotkih tistih, ki niso bili uspešno zaključeni, razlog za neuspeh – višja nasprotna ponudba zunanjih investitorjev (Kaplan, 1989a).

Omenjene študije kažejo na aktivno vlogo razvitega trga kapitala pri zmanjševanju problemov, ki pri managerskih odkupih nastajajo zaradi asimetrije informacij. Sklepamo lahko, da boljša obveščenost ključnega managementa pri odkupu z zadolžitvijo ni pomembnejši vir premije prvotnim delničarjem.

3.1.4 Zmanjšanje problema agenta

Problem principal - agent kot oblika moralnega tveganja (*moral hazard*) nastane z ločitvijo funkcij vodenja ter lastništva podjetja. Managerji podjetja, ki so ponavadi le zelo majhni lastniki delnic podjetja, ki ga vodijo, postanejo agenti preostale velike večine lastnikov. Z vzpostavitvijo tega razmerja imajo vodstva podjetij možnost, da uveljavljajo svoje interese, ki so lahko nasprotni interesom lastnikov.

Problem agenta prinaša agentske stroške. Med tovrstne stroške prištevamo npr. stroške nadzora managementa ter stroške v zvezi z nagrajevanjem managementa, da ta deluje v skladu z interesi lastnikov. Vodstvo podjetja lahko zaradi osebnih razlogov opusti določena dejanja, ki bi dvignila dobičkonosnost podjetja, kar prinaša stroške izgubljenih priložnosti.

Prosti denarni tok (*free cash flow*) je denarni tok, ki ostane, ko podjetje investira v vse projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo²³, ki so mu na voljo. Če želi biti podjetje učinkovito ter sledi cilju maksimiranja tržne vrednosti podjetja, mora biti prosti denarni tok izplačan delničarjem (Jensen, 1986, 1988).

²² Lowenstein na osnovi svojih rezultatov zagovarja model avkcije, ki bi bil formalno težje izvedljiv, lahko in mora pa neke vrste interno avkcijo izvesti nadzorni svet podjetja, katerega vodstvo je oddalo ponudbo za managerski odkup. Tudi tokrat se ne morem izogniti primeru RJR Nabisco, kjer so uspeli predstavniki prvotnih lastnikov ob pomoči investicijskih bankirjev iz nasprotujočih si ponudnikov iztisniti zadnji možen cent.

²³ Ob diskontiranju z uporabo dejanskih stroškov kapitala.

Mnogokrat managerji sledijo cilju povečevanja lastnega ugleda ter moči, zato sredstva, ki jih ima podjetje na voljo, porabijo za prevzemanje drugih podjetij ter jih investirajo v nove projekte, četudi ti ne dosegajo zahtevane stopnje donosa (njihova neto sedanja vrednost je negativna), kar zmanjšuje vrednost naložbe lastnikom podjetja.

Višji kot so prosti denarni tokovi, večje je nasprotje interesov med vodstvom podjetja ter lastniki. Ključno vprašanje je, kako motivirati managerje, da se rajši odpovedo denarju, kot da ga investirajo v premalo donosne projekte ali ga izgubljajo skozi organizacijske neučinkovitosti v podjetju (Jensen, 1986).

V primerih odkupov podjetij z zadolžitvijo s kasnejšim umikom delnic z borze, zasledimo dve pomembni spremembi v kapitalski strukturi. Prva je sprememba lastniške strukture, kjer management pridobi pomemben (vendar ne večinski) delež lastništva, preostanek pa je v rokah finančnega investitorja, ponavadi LBO-sklada, druga sprememba je povečan delež nelastniškega kapitala med viri financiranja, predvsem se izrazito poveča delež dolgoročnega dolga. Obe spremembi vplivata na zmanjšanje agentskih stroškov.

3.1.4.1 Spremembe lastniške strukture ter managerske spodbude

Managerski odkup s svojim imenom nakazuje, da so tisti, ki kupujejo podjetje ter postajajo novi lastniki, bodoči managerji²⁴ tega podjetja. Tudi struktura izvedbe transakcije odkupa, ki jo bom podrobneje predstavil kasneje, kaže, da bi po izvedeni transakciji, management moral imeti pomemben lastniški delež v novem podjetju.

Pomembno povečanje deleža managementa med lastniki so potrdile tudi empirične analize opravljenih odkupov podjetij z zadolžitvijo (npr. Kaplan, 1989a). To povečanje lastništva managementa odpravlja ločevanje funkcij vodenja ter lastništva do meje, ko se močno znižajo agentski stroški²⁵.

Hkrati se v primerih odkupov podjetij z zadolžitvijo, kjer sodelujejo finančni investitorji, ti aktivno vključijo v nadzor managementa prek nadzornih svetov oziroma neizvršnih članov odbora direktorjev, saj je v njihovem interesu, da podjetje posluje čim bolje, obenem se pri nadzoru zaradi močno skoncentriranega lastništva ne pojavi problem zastonjkarstva (*free-rider problem*)²⁶. Skladi se pogosto specializirajo za posamezne panoge, s tem se poznavanje problematike posamezne panoge ter učinkovitost nadzora še poveča.

²⁴ Njihova funkcija pred odkupom, ki specificira vrsto LBO, t.j. MBO, MBI ali npr. BIMBO, v tem primeru ni tako pomembna.

²⁵ Delež managementa je blizu optimalne lastniške strukture, glej tudi opombo 2 na str. 3.

²⁶ Rickertsen (2001) navaja, da v svoji poslovni praksi (kot LBO-investitorji) uveljavljajo vsakodnevno komuniciranje z managerji podjetij, takoj po zaključenem odkupu. S časom ter ob dobrem delu managementa se pogostost komuniciranja zmanjša na redne tedenske stike.

LBO skladi kot finančne institucije z omejenim obdobjem obstoja²⁷ morajo zasledovati čim višjo donosnost ob izbrani investicijski politiki, če želijo ohraniti zaupanje vlagateljev v svoje sklade ter tako pridobiti sredstva v morebiten nov sklad. Zato se ob podrobnem nadzoru nad poslovanjem odločajo tudi za relativno radodarne sheme nagrajevanja vrhnjega managementa. Muscarella in Vetsuypens (1990) sta pri dobrih 95 odstotkih podjetij v svojem vzorcu našla vsaj eno obliko sheme nagrajevanja, kar 75 odstotkov pa je sprejelo vsaj dve različni shemi. Najpogosteje uporabljeni sta bili shema delniških opcij ter pravica do udeležbe na povišanju vrednosti delnice.

3.1.4.2 Kontrolna funkcija dolga

Novo ustvarjen dolg (pod pogojem, da se z zadolžitvijo pridobljena sredstva ne zadržijo v podjetju) omogoča managerjem, da se učinkovito zavežejo za izplačilo prihodnjih denarnih tokov. V tem pogledu je dolg učinkovit substitut dividendam²⁸, z njegovim povečanjem se zmanjšajo agentski stroški prostega denarnega toka, saj se možnost investiranja v nedonosne projekte zmanjša.

Hkrati so z neizpolnjevanjem obveznosti, ki izhajajo iz izdanega dolga, povezani veliki stroški, tudi možnost stečaja ter izguba dela. To predstavlja močno spodbudo managementu, da izvede organizacijske spremembe, ki bi jih bilo, le za omogočanje izplačevanja prostih denarnih tokov lastnikom, zaradi notranjega odpora v podjetju težje izvesti.

V odkupu podjetja, kjer se zaradi visokih stroškov prostega denarnega toka uporabi visok finančni vzvod, je možno stanje prezadolžitve, ko podjetje ni sposobno z denarnimi tokovi iz poslovanja izpolnjevati svojih obveznosti iz izdanega dolga. Takšno stanje je lahko tudi zaželeno, saj prisili vodstvo v močno zniževanje nepotrebnih stroškov ter odprodajo delov podjetja, ki so več vredni zunaj njega. Tako pridobljena sredstva se porabijo za znižanje deleža dolga na primerno raven, podjetje pa je organizacijsko bolje pripravljeno na konkurenčni boj na trgu (Jensen, 1988).

Ob vsem naštetem se postavlja vprašanje ali so agentski stroški prostih denarnih tokov ekonomsko pomemben vir premije prvotnim lastnikom z dolgom odkupljenih podjetij.

Za prvi dokaz vpliva dolga ni potrebno opazovati odkupov podjetij z zadolžitvijo, dovolj je, da podjetje spremeni kapitalsko strukturo v smeri povečanja stopnje finančnega vzvoda. Večina napovedi transakcij, kjer so podjetja napovedala takšno spremembo, je vodila do zvišanja cen navadnih delnic. V opazovanem dvodnevem obdobju je bil najvišji dvig ravno pri zamenjavi obstoječega lastniškega kapitala z novo izdanim dolgom, v povprečju je znašal

²⁷ Ponavadi so ustanovljeni za obdobje do 10 let. Podrobneje o finančnih institucijah, ki sodelujejo v procesu odkupa podjetja z zadolžitvijo, v tretjem poglavju.

²⁸ Dolg, to je glavnica ter obresti, in dividenda nista popolna substituta, saj so obresti davčno priznan odhodek, dividende pač ne.

skoraj 22 odstotkov. V obratnem primeru zmanjšanja finančnega vzvoda z izdajo novih delnic ter zmanjšanjem dolga je bil povprečni padec vrednosti delnic 9,9 odstoten²⁹ (Jensen, 1986).

Lehn in Poulsenova (1989) sta empirično preverjala veljavnost Jensenove hipoteze o pomembnosti prostih denarnih tokov kot vzroku za prevzem ali odkup podjetja ter pomembnemu viru premije prvotnim delničarjem. Njuni rezultati potrjujejo obe tezi.

Kot merilo prostega denarnega toka sta vzela nerazporejeni denarni tok³⁰ (*undistributed cash flow*). Pokazala sta neposredno pozitivno povezavo med deležem nerazporejenega denarnega toka na enoto lastniškega kapitala in višino izplačane premije prvotnim delničarjem. Visoko statistično značilnost je rezultat ohranil tudi, ko sta ga popravila za vplive davčnih prihrankov.

Poleg tega sta potrdila neposredno pozitivno povezavo med višino nerazporejenega denarnega toka ter verjetnostjo odkupa. Testirala sta tudi logično predpostavko Jensenove hipoteze, da je relativna višina prostih denarnih tokov odvisna od investicijskih možnosti in s tem povezano rastjo. Lehn in Poulsenova sta ugotovila, da imajo LBO podjetja v povprečju nižjo rast prodaje kot skupina kontrolnih podjetij tako pred izpeljanim odkupom kot po njem.

Vse zgornje študije govorijo v prid teoretičnih pričakovanj, da se pri odkupu podjetja z zadolžitvijo, zaradi povečanja lastniškega deleža managementa, boljšega nadzora preostalih lastnikov, učinkovitejših shem nagrajevanja ter povečanega deleža dolga, pomembno zmanjšajo agentski stroški. Agentski stroški pa so pravzaprav le skupno ime za stroške neoptimalnosti, ki se pojavijo z ločitvijo funkcije vodenja podjetja od lastništva.

Nižji agentski stroški bi se morali odražati v boljših rezultatih poslovanja. Zato se je smiselno spustiti še stopnico niže in z analizo kazalcev poslovanja ter kvalitativnih opisov sprememb v delovanju odkupljenih podjetij ugotoviti dejanske vire agentskih stroškov v podjetju³¹.

S primerjavo rezultatov ter kazalcev poslovanja v LBO-podjetjih v letih po končanem odkupu, glede na njihove rezultate pred tem, ter s primerljivimi podjetji v sektorju, ki niso bila predmet odkupa, lahko identificiramo nekatere dejanske vire premije prvotnim delničarjem.

Kaplan (1989a) gradi svojo analizo na opazovanju treh spremenljivk denarnih tokov iz poslovanja. (1) Seštevkom dobička iz poslovanja in amortizacije, (2) investicijskimi izdatki in

²⁹ Del spremembe lahko v zgornjih primerih pripišemo davčnim učinkom, vseh pa ne, saj je bil opazen dvig tudi pri zamenjavi navadnih za prednostne delnice, kjer davčnih učinkov ni.

³⁰Ta je enak vsoti dobička iz poslovanja in amortizacije, zmanjšan za celotne davke iz dobička, bruto stroške obresti za kratko- in dolgoročni dolg, dividende vseh skupin prednostnih delnic ter napovedan znesek dividend navadnim delničarjem.

³¹ Morda je nekoliko nenavadno, da se vire agentskih stroškov opazuje ob njihovem zniževanju. Razlog je v tem, da gre pri podjetjih, kjer prihaja do ločevanja obeh funkcij ponavadi za rastoča podjetja, kjer je težko primerjati poslovanje pred in po ločitvi funkcij vodenja ter lastništva, povečevanje stroškov pa je lažje pripisati rasti podjetja. Nasprotno gre pri LBO mnogokrat za podjetja v zrelih panogah, kjer zaradi relativne stabilnosti poslovanja vzroke sprememb lažje pripišemo samemu dejanju odkupa.

(3) neto denarnim tokom (iz poslovanja) kot razliko med (1) in (2). Vse tri spremenljivke so pred davki, kar izniči vpliv zadolžitve ob odkupu. Odločitve managementa v zvezi s poslovanjem so torej tiste, ki vplivajo na velikost ter spremembe opazovanih treh spremenljivk denarnega toka.

Pričakovanja so, da se neto denarni tok iz poslovanja poveča kot posledica povečanja dobička ter zmanjšanja investicijskih izdatkov. Kaplanovi izsledki potrjujejo ta pričakovanja. Primerljivi dobiček³² se v obdobju štirih let v povprečju poveča za 24 odstotkov. Primerljivi investicijski izdatki se v enakem obdobju v povprečju zmanjšajo za 64,4 odstotka, vendar rezultat ni statistično značilen. Statistično značilen rezultat je dobljen za obdobje treh let, znaša -32,6 odstotka. Zmanjševanje investicijskih izdatkov (tudi absolutno) lahko potrjuje Jensenovo hipotezo neupravičenega investiranja prostih denarnih tokov v času pred odkupom, kar bi povečalo vrednost podjetja. Druga možnost je lahko nezmožnost investiranja v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, zaradi velikih obveznosti do financiranja izdanega dolga. Ta možnost je slaba in bi verjetno zmanjšala vrednost podjetja. Iz računovodskih izkazov ni mogoče ugotoviti dejanskega vzroka.

Vrednost tretje opazovane spremenljivke je razlika prvih dveh. Njena vrednost je visoka ter statistično značilna. Če je povečanje neto denarnih tokov stalno, bi ob zanemarjanju vpliva financiranja ter davkov, vrednost podjetij v vzorcu morala narasti za enak odstotek.

Enega možnih virov izboljšav v poslovanju je Kaplan identificiral v boljšem upravljanju z obratnim kapitalom. Tudi druge študije (Weston, 2001, str. 479) so pokazale izboljšave v poslovanju odkupljenih podjetij, tudi na področju upravljanja obratnega kapitala. Bistveno naj bi se znižalo razmerje med vrednostjo zalog ter prodajo kot tudi dnevi vezave zalog, skrajšali pa so se tudi dnevi vezave terjatev do kupcev oziroma število dni izterjave.

Sam vidim uporabnost teh analiz tudi v luči usmerjanja (discipliniranja) managementa v javnih delniških družbah, kjer bi pri ocenjevanju uspešnosti managementa ter za potrebe motivacijskih shem lahko uporabljali kazalnike primerljivih LBO podjetij.

Podatki, ki jih v nadaljevanju svoje analize podaja Kaplan, in kažejo donosnost investicije LBO investorjev, potrjuje pozitivne stalne spremembe v neto denarnem toku podjetij, ter izkazujejo relativno visoke donosnosti LBO investorjev.

3.2 DONOSNOSTI LBO INVESTITORJEV

Uspešnost investicij v odkupe podjetij z zadolžitvijo lahko opazujemo ob koncu cikla, pri tako imenovanih obratnih LBO (*reverse LBO*), ko pride do javne ponudbe delnic podjetja (*secondary IPO, SIPO*), ki omogoči izhod finančnim investorjem. Uspešnost izhoda je

³² Vse tri primerljive spremenljivke so izračunane kot razlika med vrednostjo spremenljivke v odkupljenem podjetju ter mediano sprememb spremenljivk v vzorcu primerljivih podjetij.

bistveno odvisna od dogajanj na primarnem kapitalskem trgu, konkretnije na trgu prvih izdaj delnic. Donosnost investitorjev je tudi zato zelo različna. Zanimiv je podatek iz študije Muscarella in Vetsuypensa (1990), ki sta ugotovila mediano spremembe vrednosti podjetij v vzorcu v višini 89 odstotkov v obdobju med odkupom ter ponovno javno izdajo delnic. Povprečna vrednost je znašala skoraj 170 odstotkov, mediana letne donosnosti opazovanega vzorca pa 36,6 odstotka.

Te pozitivne spremembe v vrednosti premoženja investitorjev je mogoče povezati s posameznimi elementi odkupa. Tako sta Muscarella in Vetsuypens ugotovila, da je bila višina donosa investitorjev pozitivno povezana z deležem managementa v lastništvu, kar potrjuje tezo o pomembnosti vključitve managementa v zadostni meri v lastništvo podjetja, da se agentski stroški zmanjšajo.

3.3 ODKUP CELOTNEGA PODJETJA ALI LE DELA PODJETJA?

Po podatkih CMBOR³³ (Quarterly Review, 2000) pomemben delež vseh odkupov predstavljajo odkupi delov podjetij ali hčerinskih podjetij večjih javnih delniških družb (*divisional buyout, DLBO*). Če ohranim predpostavko iz prvega odstavka prvega poglavja tega diplomskega dela, da je cilj poslovanja podjetja maksimiranje tržne vrednosti podjetja, in je odkup podjetja z zadolžitvijo način prestrukturiranja, ki vodi k cilju maksimiranja vrednosti podjetja, mora to veljati ne glede na to, ali se odkupuje celotno podjetje ali pa se vrednost podjetja poveča z odprodajo dela oziroma delov obstoječega podjetja.

V prejšnjih točkah sem prikazal rezultate nekaterih študij, ki so ugotovile značilno povečanje vrednosti premoženja prvotnih lastnikov, kot tudi povečanje vrednosti premoženja finančnih investitorjev, ob izvedbi odkupa celotnega podjetja, kar potrjuje domnevo o maksimiranju (ali vsaj bistvenem povečanju) vrednosti premoženja lastnikov s pomočjo te vrste finančnega prestrukturiranja.

Postavlja se vprašanje, ali podobno velja tudi za odkupe delov podjetij, ter kateri od obeh načinov, odkup celotnega ali le dela podjetja, je v posameznem primeru, glede na značilnosti podjetja, primernejši za doseg cilja maksimiranja vrednosti premoženja lastnikov.

Ker se v obstoječem podjetju ob odprodaji sredstev zaključene proizvodne enote ali hčerinskega podjetja ne spremeni njegova lastniška struktura, ni mogoče meriti spremembe vrednosti premoženja lastnikov z višino dejansko plačane premije. Za merjenje vpliva odkupa dela podjetja ali hčerinskega podjetja na vrednost obstoječega podjetja lahko uporabimo podobno metodo, kot je bila predstavljena pri merjenju vpliva najave odkupa celotnega podjetja na tržno vrednost njegove delnice, to je študije dogodkov.

³³ CMBOR - Centre for Management Buy-out Research, Nottingham University.

Bae in Jo (2002) v študiji ugotavljata presežno donosnost v 239 odkupih celotnih podjetij v višini 13,46 odstotka v opazovanem obdobju dveh dni (0..1), povprečna vrednost nepričakovane donosnosti pri 128 odkupih delov podjetij izvedenih v istem obdobju med 1979 in 1996, pa je znašala 12,82 odstotka. Njuni rezultati kažejo na to, da prestrukturiranje podjetja z odprodajo delov podjetja investitorjem, ki pri tej transakciji uporabijo metodo odkupa z zadolžitvijo, dosega podobno povečanje tržne vrednosti premoženja obstoječih delničarjev, kot so ga ti deležni pri prestrukturiranju z odkupom celotnega podjetja. Tudi nekatere druge študije (Gaughan, 1999 str. 312) so potrdile pozitivne nadpovprečne donosnosti obstoječim lastnikom podjetja.

Vsi ti rezultati kažejo na dve stvari. Prvič, pričakuje se boljše poslovanje dela podjetja, ki se odprodaja, kot samostojnega subjekta, in drugič, del pričakovanega izboljšanja, ki se kaže v višji neto sedanji vrednosti podjetja, se prek dviga cene delnice matičnega podjetja, prenese k lastnikom matičnega podjetja.

Ostaja še drugi del vprašanja. Ali je za podjetje, ki želi maksimirati vrednost premoženja lastnikov, vseeno katero od teh dveh oblik prestrukturiranja izbere, in katere značilnosti podjetja so tiste, ki so pomembne za odločitev katero obliko izbrati.

Podjetja z manj stabilnimi denarnimi tokovi in/ali večjim potencialom bodoče rasti, pogosteje izberejo odprodajo dela podjetja, ki bi uspešneje posloval kot LBO podjetje. Skladno s teorijo pa je za podjetja, ki imajo stabilne in visoke denarne tokove a nizek potencial rasti, primernejši način prestrukturiranja odkup celotnega podjetja (Bae, Jo, 2002). Poleg tega Bae in Jo ugotavljata, da so podjetja v vzorcu, ki so se odločila za odprodajo dela podjetja, bila v povprečju manjša.

Premiki na trgu odkupov z zadolžitvijo, ki smo jim bili priča v devetdesetih letih 20. stoletja, ko se je veliko odkupov izvajalo v sektorjih s hitro rastjo ter močnim tehnološkim razvojem, so verjetno spremenili sliko na LBO trgu, zato je vprašanje, če zgornje ugotovitve o pomembnosti stabilnosti ter višine denarnega toka, pri odločanju o načinu prestrukturiranja še veljajo.

3.4 CENA IN FINANČNA STRUKTURA ODKUPA

Pokazal sem že, da večina povečanja vrednosti odkupljenega podjetja izhaja iz izboljšane poslovanja takšnega podjetja, kot posledica zmanjšanja problema agenta in znižanja z njim povezanih stroškov. Ker pa gre pri odkupu podjetja z zadolžitvijo za finančno prestrukturiranje, je verjetno, da na uspeh odkupa vplivajo tudi finančni dejavniki. Zato bom v nadaljevanju prikazal še vpliv višine kupnine in strukture financiranja³⁴ na uspeh odkupa in

³⁴ Vpliv višine plačanih obresti na povečanje vrednosti podjetja prek davčnega ščita je že bil predstavljen. V tem delu diplomskega dela bom predstavil še nekatere vplive relativne višine dolga ter pomen vrste dolga na uspeh odkupa.

donosnost finančnih investorjev na primeru dogajanja na ameriškem trgu odkupov v osemdesetih letih 20. stoletja.

3.4.1 Cena odkupa

Za spremljanje sprememb na odkupnem trgu je smiselno opazovati povprečno relativno ceno odkupa v vzorcu, izraženo kot razmerje med ceno odkupa ter denarnim tokom podjetja ali kot reciprok te vrednosti.

Cena odkupa, imenovana tudi celotni kapital, je definirana kot vsota tržne vrednosti lastniškega kapitala, to je odkupne cene delnice pomnožene z obstoječim številom delnic, vrednosti obstoječega dolga in v transakciji plačanih provizij, zmanjšana za višino morebitne gotovine odkupljenega podjetja, uporabljene za financiranje odkupa (Kaplan, Stein, 1993).

Običajno se kot relevantni denarni tok pri odkupih podjetij z zadolžitvijo uporablja dobiček pred plačanimi obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA), torej seštevek dobička iz poslovanja in amortizacije. Tako izračunan denarni tok je bruto denarni tok podjetja in predstavlja zgornjo mejo uporabljivega denarnega toka.

Druga mera denarnega toka je tako imenovani neto denarni tok, ki je enak razliki med EBITDA in investicijskimi izdatki (*capital expenditures*). Ta predstavlja spodnjo mejo denarja, ki je letno na voljo za odplačilo obveznosti iz izdanega dolga, če podjetje ohranja obstoječo poslovno politiko. V primeru, da podjetje ne bi bilo zavezano plačevati davkov, bi sedanja vrednost vseh prihodnjih neto denarnih tokov izkazovala vrednost podjetja.

Mediana relativne cene odkupa glede na bruto denarni tok v opazovanem vzorcu 124 velikih³⁵ odkupov podjetij z zadolžitvijo (Kaplan, Stein, 1993), se je v osemdesetih letih gibala med 5,82 leta 1982 in 9,25 leta 1987, ko je bila najvišja. Za to obdobje je statistično značilen trend rasti. Podobno rast je opaziti tudi pri primerjavi celotnega kapitala z neto denarnim tokom, kjer je bila minimalna mediana vrednost 7,54 leta 1982 in najvišja 22,32 leta 1987. Denarni tok je bil vzet iz zadnjih letnih finančnih izkazov podjetij pred izvedenim odkupom (glej Tabelo 4 na str. 30).

Zmanjšanje razmerja med denarnim tokom podjetja in ceno ni bilo omejeno le na trg odkupov podjetij z zadolžitvijo. Relativna cena podjetij na celotnem borznem trgu, glede na tekoče poslovanje, se je zvišala, oziroma denarni tok na kapital se je znižal, v podobnem odstotku, kot je bilo to na trgu odkupov.

³⁵ Vrednost odkupa je presegala 100 milijonov ameriških dolarjev.

Tabela 4: Relativna vrednost odkupov v obdobju 1982 – 1989 v ZDA

leto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
število LBO	8	10	17	12	15	20	31	5
neto denarni tok/celotni kapital (v %)	13,27	7,1	7,85	8,39	7,54	4,48	7,27	9,16
EBITDA/celotni kapital (v %)	17,18	13,54	14,34	12,98	13,48	10,81	11,48	13,32

Vir: Kaplan, Stein, 1993, str. 319.

Razlaga tega pojava bi lahko bila racionalna. Investitorji so pričakovali pozitivne spremembe v bodočem poslovanju podjetij, kar se je kazalo v višji ceni podjetij. Tudi nekateri podatki govorijo temu v prid. Tako je bila povprečna letna rast produktivnosti ameriškega gospodarstva v osemdesetih letih 20. stoletja 1 – odstotna. V desetletju kasneje pa v povprečju 3 – odstotna. Takšne spremembe nujno vplivajo na prihodnja pričakovanja ter je zato sedanja cena glede na trenutne denarne tokove višja. Vendar znakov o povečani rasti produktivnosti v osemdesetih ni bilo zaznati. Potrdilo, da je pojav zviševanja cen glede na kazalnike tekočega poslovanja verjetno predvsem finančne narave, je prišlo s popravkom vrednosti delnic navzdol tako na borznem trgu kot na trgu odkupov.

Cena ni edini element, ki določa končno uspešnost odkupa. Četudi je cena prava,³⁶ je lahko odkup strukturiran tako, da vodi k višjim pričakovanim stroškom finančne stiske. Višina teh stroškov ni odvisna samo od višine in lastnosti dolga med viri financiranja. Zelo pomembna je tudi stabilnost denarnih tokov podjetja. Zato preden pričnem z obravnavo vpliva višine in vrst dolga na uspešnost odkupa, še nekaj besed o tveganju podjetja.

3.4.2 Stabilnost denarnih tokov in tveganost podjetja

Kaplan in Stein (1993) sta ocenila celotno tveganje vsakega podjetja v njunem vzorcu velikih odkupov med leti 1980 in 1989. Kot mero tveganja sta vzela standardni odklon stopnje rasti razmerja med denarnim tokom in vrednostjo prihodkov iz prodaje v obdobju do 10 let pred izvedenim odkupom. Višje skupno tveganje podjetja zvišuje tveganje neizpolnjevanja obveznosti iz financiranja saj je verjetnost, da podjetje ne bo sposobno poravnati fiksnih obveznosti iz izdanega dolga večje. Zato zahteva večja nestabilnost denarnih tokov, bolj konzervativno kapitalsko strukturo, to je manjši finančni vzvod. Ugotovila sta, da je bilo v povprečju celotno tveganje podjetij konec osemdesetih let pomembno večje od tveganja sredi osemdesetih.

Zaradi večje nestabilnosti denarnih tokov in relativno nižjega denarnega toka, glede na dosežene cene odkupov, bi bilo racionalno pričakovati, da bodo strukture financiranja konec osemdesetih let bile oblikovane bolj konzervativno kot tiste sredi opazovanega obdobja.

³⁶ Prava bi bila seveda tista, ki bi bila enaka neto sedanji vrednosti prihodnjih pričakovanih denarnih tokov izračunani ob uporabi prave diskontne stopnje, ki bi upoštevala pravilno stopnjo tveganja. Če je slišati nekoliko zapleteno, to tudi je, saj je enakost ex ante ocenjene vrednosti ter prave ex post vrednosti zgolj naključna. Za uspeh odkupa bi bila seveda »prava« tudi vsaka cena nižja od te.

3.4.3 Celotno breme dolga

Če celotni dolg po končanem odkupu opredelimo kot vsoto vrednosti dolga, izdanega za potrebe financiranja odkupa, ter vrednosti preostanka dolga, nastalega pred odkupom³⁷, Kaplan in Stein ugotavljata, da mediana vrednost razmerja med dolgom in celotnim kapitalom skozi opazovano obdobje rahlo narašča. K tako definiranemu dolgu od vrednostnih papirjev sodijo le dolžniški vrednostni papirji.

Vendar lahko izdajatelj fiksne obveznosti sprejme tudi ob izdaji nekaterih lastniških vrednostnih papirjev, to je nekaterih vrst prednostnih delnic. Zato je smiselno primerjati tudi mediane vrednosti deleža navadnih delnic v celotnem kapitalu podjetij po izvedenem odkupu. Če k navadnim delnicam štejemo tudi v njih zamenljive prednostne delnice, ne pa običajnih ali v podrejeni dolg zamenljivih prednostnih delnic, analiza dogajanj na trgu odkupov v Združenih državah Amerike kaže, da se je v opazovanem desetletju delež navadnih delnic v celotnem kapitalu zmanjšal.

Tabela 5: Kapitalska struktura po izvedenih odkupih v obdobju 1982 – 1989 v ZDA

leto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
dolg/celotni kapital (v %)	87	87	88	86	91	89	91	83
navadne delnice/celotni kapital (v %)	6,7	11,5	7,9	7,0	5,6	4,0	6,1	13,2

Vir: Kaplan, Stein, 1993, str. 326.

Ta ugotovitev ni skladna s pričakovanji, oblikovanimi na osnovi predhodnih ugotovitev analize, kjer je bilo pokazano, da sta se relativna cena odkupa in nestabilnost denarnih tokov povečali. Glede na to, bi pričakovali povečanje deleža navadnih delnic v celotnem kapitalu in zmanjšanje deleža virov financiranja s fiksnimi pogodbenimi obveznostmi plačila donosa.

Z izplačilom obresti si ponavadi predstavljamo nek znesek denarja, izplačan na v pogodbi določen dan. Finančne inovacije so prinesle nekatere druge dolgoročne dolžniške vrednostne papirje, kjer pri izplačilu obresti ni potrebna gotovina, ter zato ne posegajo v denarni tok podjetja. Takšnih primer so brezkuponske obveznice, ki njihovim lastnikom do dospelja ne prinašajo obresti, pač pa je njihova nakupna cena nižja, skladno z zahtevano donosnostjo in rokom dospelja. Drug primer takšnih vrednostnih papirjev so PIK obveznice, kjer se obveznosti poravnava z izdajanjem novih vrednostnih papirjev.

Uporaba dolžniških instrumentov, ki določeno obdobje po izdaji ne posegajo v denarni tok podjetja, omogoča podjetjem višji finančni vzvod in/ali višjo relativno ceno, predvsem kadar ta temelji na racionalnih pričakovanjih investorjev o višji rasti denarnih tokov v prihodnosti.

³⁷ Obstoječi dolg finančni investitorji ob odkupu običajno v veliki meri refinancirajo z novimi viri dolžniških sredstev. Kaplan in Stein (1993) v svojem vzorcu 124 LBO ugotavljata, da je knjigovodska vrednost preostalega pred-LBO dolga predstavljal le 6 odstotkov celotnega kapitala po izvedenem odkupu.

Podatki kažejo, da so dolžniški instrumenti z odloženimi obrestmi postali vir financiranja odkupov podjetij v drugi polovici osemdesetih let.

Za spremljanje sposobnosti podjetja, da odplačuje svoje pogodbene obveznosti, se pogosto uporablja izračun obrestne pokritosti (*interest coverage*), ki je razmerje med denarnim tokom podjetja in letno višino pogodbeno določenih obresti. Če podjetje uporablja dolžniške vire financiranja z odloženimi obrestmi, je smiselno pri izračunu obrestne pokritosti upoštevati le tiste obveznosti iz naslova obresti, ki jih je potrebno poravnati v denarju.

Ponavadi obresti niso edini izdatek financiranja, ki ga morajo podjetja redno plačevati. Predvsem pri prednostnem dolgu, največkrat v obliki bančnega kredita, se ob plačilu obresti odplačuje tudi del glavnice. S tem se potrebni denarni tok za izpolnjevanje obveznosti poveča, kar zmanjšuje uporabnost izračuna obrestne pokritosti kot kazalca sposobnosti podjetja, da izpolnjuje pogodbene obveznosti. Primernejše je opazovanje razmerja med denarnim tokom in celotnimi denarnimi obveznostmi, ki izhajajo iz izdanega dolga.

Višina glavnice, ki zapade v vračilo v prvih dveh letih po izvedenem odkupu, se je v drugi polovici osemdesetih let pomembno povečala (Kaplan, Stein, 1993). S tem se je pokritost obveznosti z denarnim tokom zelo zmanjšala.

Tabela 6: Pokritost izdatkov z denarnim tokom v obdobju 1982 – 1989 v ZDA

leto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
NCF/celotni denarni izdatki* (v %)	0,75	0,69	0,66	0,59	0,36	0,21	0,41	0,62
EBITDA/ celotni denarni izdatki (v %)	1,16	1,18	1,12	1,09	0,72	0,76	0,66	0,89

Vir: Kaplan, Stein, 1993, str. 326.

NCF – neto denarni tok

* - celotni denarni izdatki predstavljajo seštevek obresti izplačanih v denarju in polovice v prvih dveh letih po odkupu odplačane glavnice

Če je razmerje med neto denarnim tokom v zadnjem letu pred odkupom in denarnimi izdatki iz financiranja v prvem letu po odkupu manjše od ena, to pomeni, da je potrebno za poravnavo obveznosti po opravljenem odkupu neto denarni tok povečati. Kot sem že pokazal, se po odkupu v povprečju neto denarni tok poveča za okoli 40 odstotkov (Kaplan, 1989a). Ob takšnem povprečnem dvigu, bi podjetje, ki je izvedlo odkup v letu 1987, lahko odplačalo v letu 1988 le slabih 30 odstotkov svojih obveznosti do upnikov. Zadostni denarni tok bi doseglo, če bi se neto denarni tok dosežen v letu pred odkupom v prvem letu po odkupu povečal za petkrat.

Verjetno ni racionalno pričakovati, da se bodo podjetjem v prvem letu po odkupu neto denarni tokovi v povprečju tako povečali. Četudi bi podjetja povsem opustila investicijske izdatke to ne bi zadoščalo. Potrebni dvig bruto denarnega toka za pokritje vrzeli, bi v drugi polovici osemdesetih let znašal 30 do 50 odstotkov glede na leto pred odkupom. Kaplan (1989a) je pokazal, da je bila povprečna rast EBITDA v letu po odkupu glede na leto pred

odkupom 15,6 odstotna pri odkupih zaključenih v obdobju 1980 – 1986. Ker je opazovani denarni tok odraz razlike v prodaji in z njo povezanih stroškov, realnih količin torej, in ne odraz dogajanj na finančnem trgu, verjamem, da je ta vrednost lahko dober približek tisti v drugi polovici osemdesetih let. Če so hotela podjetja preživeti prvo leto po odkupu brez finančnih težav, so morala poiskati neke druge denarne tokove ali primerno refinancirati dolgove.

Alternativni način zagotavljanja pozitivnega denarnega toka je odprodaja premoženja podjetja. Kot kažejo predstavljeni podatki (Kaplan, 1989a), so bili odkupi v drugi polovici osemdesetih let strukturirani tako, da se predvidevali obsežne odprodaje premoženja v letu po opravljenem odkupu. Ali so se te odprodaje dejansko izvedle ali pa so se podjetja srečala s finančno stisko iz teh podatkov ni jasno razvidno. Očitno pa je, da je bila ex -ante verjetnost, da se bo podjetje znašlo v finančni stiski in s tem povezanim procesu finančne reorganizacije, večja predvsem, če je bila načrtovana prodaja premoženja podjetja (zaradi razmer na trgu) negotova.

Preden nadaljujem, še kratka navezava na prejšnje podpoglavje, ki je govorilo o odkupih delov podjetja. Rezultati prikazanih študij so pokazali, da odprodaja posameznih delov podjetja zvišuje vrednost premoženja lastnikov matičnega podjetja, in to tem bolj tem višji delež vseh sredstev so odprodani deli podjetja predstavljali. In ob prodaji premoženja po opravljenem odkupu ne gre le za prodajo poslovno nepotrebne premoženja³⁸, pač pa celotnih proizvodnih enot in hčerinskih podjetij. Te prodaje premoženja so mnogokrat izvedene kot odkupi z zadolžitvijo, predvsem kot MBO, ali prodaje strateškim partnerjem. Obe vrsti transakcij ustvarjata v povprečju pozitivno ekonomsko vrednost. Del te vrednosti se, kot sta za odkupe pokazali Bae in Jo (2002), prenese na lastnike matičnega podjetja. Tako se poleg pozitivnega denarnega toka, ki ga s prodajo ustvari odkupljeno podjetje, v povprečju poveča tudi njegova vrednost.

3.4.3.1 Prednostni dolg in vloga prodaje premoženja

Prednostni dolg predstavljajo predvsem zavarovani bančni krediti. Na tem mestu bi rad poudaril njihovo prednost v poplačilu v primeru finančne stiske oziroma stečaja podjetja in zavarovanje s sredstvi premoženja, katerih vrednost praviloma presega višino zavarovanega dolga. Višji finančni vzvod in nižje oziroma nezadostno pokritje predvidenih izdatkov iz financiranja z denarnim tokom podjetja navaja na večje tveganje neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti. Višje tveganje investitorji običajno krijejo z višjo zahtevano donosnostjo (obrestno mero) na posojena sredstva. V primeru odkupov z zadolžitvijo so banke zavzele nekoliko drugačno stališče (Kaplan, Stein, 1993).

o Zmanjšale so delež bančnega dolga med celotnim dolgom v strukturi financiranja odkupov.

³⁸ Npr. letalske flote tobačno prehranbnega velikana RJR Nabisco.

- o Niso zvišale obrestne marže, pač pa so zvišale bančne provizije in s tem stroške najema kredita.
- o Z zahtevo po pospešenem vračilu glavnice, ki jo je zaznati v drugi polovici osemdesetih let, ki prisili odkupljena podjetja v prodajo premoženja, so banke učinkovito zmanjšale svojo izpostavljenost³⁹.

Takšno obnašanje bank je neke vrste obramba pred naraščajočim tveganjem nastopa finančne stiske ter je povsem razumljivo ter legitimno. Hkrati pa takšna dejanja, ko se denar iz prodaje premoženja porabi za odplačilo prednostnega dolga, povečujejo tveganje podrejenih oblik dolga. Zanimivo je vprašanje, zakaj je bil podrejeni dolg pripravljen sprejeti takšne spremembe v finančni strukturi odkupov ter še dodatno povečanje tveganja nevrčila, ki iz tega izhaja.

3.4.3.2 Podrejeni dolg⁴⁰

Delež celotnega dolga v financiranju odkupov se je v osemdesetih letih povečeval. Hkrati se je delež bančnega dolga med dolžniškimi viri zmanjševal. Vrzal v financiranju so zapolnili različni (novi) dolžniški viri. Glavna lastnost teh novih oblik dolga je njegova podrejenost v primeru finančne stiske. Zato je bolj tvegan, z višjo zahtevano donosnostjo.

Za opazovanje vzrokov sprememb v strukturi financiranja, pa so bolj kot kvantitativne vrednosti, uporabne kvalitativne lastnosti posameznih finančnih instrumentov. Izkaže se, da je pomembno, ali je šlo za javne prodaje izdanih dolžniških finančnih instrumentov, ali pa so bile izdaje ponujene le ozkemu krogu finančnih investorjev (*private placement*). Struktura financiranja in cena odkupa sta prav tako odvisni od uporabe instrumentov z odloženim plačilom obresti in uporabo vezanega financiranja (*strip financing*).

Leta 1984 so se na finančnem trgu pojavile prve javne izdaje visoko tveganih obveznic z namenom financiranja odkupov podjetij. Te obveznice so skupaj z obveznicami, ki so bile namenjene za delno poplačilo prvotnim lastnikom podjetja (*»cram down«* dolg), postale pomemben vir financiranja v drugi polovici osemdesetih let. Tako je leta 1984 5,9 odstotka izvedenih odkupov uporabilo visoko donosne obveznice, v letu 1985 pa so bile te izdane že pri 58 odstotkih vseh odkupov (Kaplan, Stein, 1993).

Obe vrsti, javno izdane visoko donosne obveznice in *»cram down«* obveznice, imata razpršeno strukturo investorjev, kar zmanjšuje učinkovitost kontrole nad dogajanjem pri odkupu in kasneje v poslovanju podjetja.

Uporaba instrumentov z odloženim plačilom obresti ima podoben učinek kot pospešeno odplačevanje prednostnega dolga, dejansko povečuje podrejenost takšne vrste dolga nasproti

³⁹ Skrajni primer bi bil, ko bi prodana sredstva zadoščala za popolno vračilo prednostnega dolga. V tem primeru postane bančno posojilo netvegano, vse tveganje se preseli k podrejenim dolžniškim finančnim instrumentom.

⁴⁰ Posamezne vrste podrejenega dolga in različnosti v poimenovanju sem podrobneje predstavil v točki 2.6.2. Tu bom predstavil le razmerja med njimi, v luči slabitve položaja podrejenih upnikov.

ostalim vrstam dolžniških finančnih instrumentov. Večina izdaj obveznic z odloženim plačilom obresti je bila javnih ali pa so bile izdane prvotnim lastnikom kot del plačila za delnice.

Sočasno z višjim deležem navedenih javno izdanih podrejenih dolžniških vrednostnih papirjev, se je zmanjševal delež vezanega financiranja, ki so ga zagotavljali predvsem institucionalni investitorji. Ti, dobro poučeni finančni investitorji, niso bili pripravljene sprejeti povečanega tveganja, ki so ga prinašale višje relativne cene in pospešeno odplačevanje prednostnega dolga. Kapitalski trg je takšne pogoje sprejel.

3.5 ODKUP SE KONČA S PRODAJO

Različni načini izhoda so kratko pojasnjeni v drugem poglavju. Tu bom prikazal študiji, ki sta se ukvarjali z dvema vidikoma pogostega načina zaključka investicije, to je ponovne javne izdaje delnic podjetja, kot načinom izhoda finančnih investitorjev in (delno) managementa.

Ob predstavitvi možnih načinov izhodov finančnih investitorjev, sem opozoril, da že podjetje, ki posluje povprečno in katerega prihodnost ne obeta bistvenega izboljšanja v poslovanju, praviloma ne more izvesti prvotne javne prodaje delnic, iz preprostega razloga, ker ni zainteresiranih kupcev.

DeGeorge in Zeckhauser (1993) sta v svoji analizi ugotavljala uspešnost oziroma spremembe v uspešnosti poslovanja podjetij, ki so izvedle ponovno prvo javno izdajo delnic, v obdobju pred izvedbo javne izdaje in v letih po njej. S tem sta poskušala ugotoviti, ali obstajajo kakšna pravila kdaj se podjetja odločajo za spremembo načina delovanja podjetij iz zaprtih v javne delniške družbe.

Ugotovila sta, da so LBO podjetja v letu pred izvedeno javno ponudbo delnic poslovala bolje in imela v povprečju višjo rast kot primerljiva podjetja, obratno je bilo v letu po izvedeni javni ponudbi delnic. V celotnem opazovanem obdobju dveh let, pa so LBO podjetja, ki so ponovno postala javne delniške družbe, kljub temu poslovala bolje od primerljivih podjetij.

Nadpovprečno uspešnost v letu pred javno ponudbo in slabšim poslovanjem v letu po tem, avtorja pripisujeta dvema pojavoma: (1) asimetriji informacij, saj je verjetno, da bodo managerji in finančni investitorji delnice podjetij ponudili javnosti takrat, ko so rezultati poslovanja najboljši in (2) natančni izbiri (*pure selection*) s strani IPO investitorjev, saj ti za svoje investicije izbirajo le podjetja, ki v obdobju odločanja o investiranju dosegajo visoko rast v poslovanju. Zelo verjetno je, da bo leto, ki sledi, v povprečju slabše od izjemnega predhodnega leta.

Javna izdaja delnic je najdražji način izhoda finančnih investitorjev. Vendar pa so stroški javne ponudbe delnic odvisni od nekaterih dejavnikov, ki jih, kot v svoji študiji o vplivu

preglednosti poslovanja podjetja na stroške prehoda iz zaprte v javno delniško družbo ugotavljata Ang in Brau (2002), podjetja s pravilno poslovno politiko lahko v veliki meri zniža.

Stroške javne ponudbe delimo na eksplicitne, to so med drugim stroški investicijskih bank, pravni stroški in stroški priprave prospektov, in implicitne, na primer stroške napačno (prenizko) postavljene cene. Ang in Brau (2002) sta ugotovila, da se z večanjem obsega in kvalitete informacij o podjetju, ki so na voljo pred javno ponudbo delnic, stroški ponudbe znižujejo.

Spremenljivka, ki prav tako vpliva na stroške javne ponudbe delnic, na katero pa podjetje nima vpliva, je vrsta organiziranosti oziroma lastništva pred izvedenim odkupom. Podjetja, ki so takrat poslovala kot javne delniške družbe, imajo pri ponovni javni ponudbi delnic v povprečju značilno nižje stroške od tistih LBO podjetij, ki so delovali kot podružnice ali enote večjih podjetij, ali pa so bila pred odkupom zaprte delniške družbe oziroma družbe z omejeno odgovornostjo.

4 SKLEP

Odkupi podjetij z zadolžitvijo so v razvitih gospodarstvih sveta v dobrih dveh desetletjih doživeli vzpone in padce, ki so jih do danes izoblikovali v relativno standardiziran postopek, ki se uporablja pri prestrukturiranju podjetij.

Odkupi z zadolžitvijo so zanimivi predvsem zaradi povezanosti sprememb v finančni strukturi podjetij s spremembami v njihovem poslovanju. Med pasivi premoženjske bilance podjetij pride do povečanega deleža dolga in bolj strnjene lastniške strukture s povečanim lastniškim deležem managementa. Povečan obseg dolga zaradi fiksnih obveznosti plačevanja obresti in vračila glavnice zmanjšuje proste denarne tokove, strnjeno lastništvo povečuje učinkovitost nadzora, večji delež managementa v lastništvu pa njegove dohodke in bogastvo v primeru dobro opravljenega dela. Vse to vodi v izboljšanje poslovanja v odkupljenih podjetij.

Za optimalno finančno strukturo odkupa je potrebna razvitost finančnega trga. Struktura financiranja se je v preteklosti spreminjala predvsem glede na razmere na kapitalskih trgih po svetu in razpoložljivost različnih finančnih instrumentov. Razvitost kapitalskega trga je pomembna predvsem pri velikih odkupih, kjer so potrebne obsežne izdaje različnih oblik podrejenih dolžniških vrednostnih papirjev, in ob koncu življenjskega cikla odkupa, ko finančni investitorji iščejo možnosti za izhod iz investicije.

Z razvojem kapitalskega trga v Evropi, predvsem trga prvih izdaj vrednostnih papirjev, so odkupi z zadolžitvijo postali pogostejši tudi v Evropi in so po obsegu in številu transakcij dosegli raven odkupnega trga v Združenih državah Amerike. Z uveljavljanjem načel učinkovitega vladanja podjetij v širšem poslovnem okolju, se potencialni trg odkupov podjetij še bolj osredotoča na odprodaje delov podjetij oziroma nejedrnih družb. Prihodnji obstoj in

razvoj trga odkupov z zadolžitvijo bo tako bolj kot kdajkoli prej odvisen od dogajanj v realnem delu gospodarstva.

5 LITERATURA

1. Ang James S., Brau James C.: Firm Transparency and the Cost of Going Public. *The Journal of Financial Research*, Oxford, 25, (2002), 1, str. 1-17.
2. Anslinger Patricia L., Copeland Thomas E.: Growth Through Acquisitions: a Fresh Look. *The McKinsey Quarterly*, New York, 1996, 2, str. 97-109.
3. Bae Sung C., Hoje Jo: Consolidating Corporate Control: Divisional Versus Whole-company Leveraged Buyouts. *The Journal of Financial Research*, Oxford, 25 (2002), 2, str. 247-262.
4. Bowman Edward H. et al.: When Does Restructuring Improve Economic Performance. *California Management Review*, Berkeley, 41 (1999), 2, str. 33-55.
5. Butler Paul A.: The Alchemy of LBOs. *The McKinsey Quarterly*, New York, 2001, 2, str. 4-15.
6. DeAngelo Harry, DeAngelo Linda, Rice Edward: Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth. *Journal of Law and Economics*, Chicago, 27 (1984), str. 367-401.
7. DeGeorge François, Zeckhauser Richard: The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, New York, 48 (1993), 4, str. 1323-1348.
8. Gaughan Patrick A.: *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2. izd.. New York: John Wiley and Sons, 1999. 636 str.
9. Jensen Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Nashville, 76 (1986), 2, str. 323-329.
10. Jensen Michael C.: Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1988), Nashville, 1, str. 21-48.
11. Kaplan Steven: Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. *The Journal of Finance*, New York, 44 (1989), 3, str. 611-632.
12. Kaplan Steven: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 24 (1989a), str. 217-254
13. Kaplan Steven, Stein Jeremy: The Evaluation of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, 108 (1993) str. 313-358.
14. Lehn Kenneth, Poulsen Annette: Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, New York, 44 (1989), 3, str. 771-787.
15. Lehn Kenneth, Poulsen Annette: Leveraged Buyouts: Wealth created or Wealth redistributed, v Weidenbaum M., Chilton K., eds. *Public Policy Towards Corporate Takeovers*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1988, 192 str.

16. Lončarski Igor: Oddelitve, odcepitve, razdružitve in odprodaje delov podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 94 str.
17. Lowenstein Louis: Management Buyouts. Columbia Law Review, New York, 85 (1985), str. 730-784.
18. Muscarella Chris J., Vetsuypens Michael R.: Efficiency and Organizational Structure: A study of reverse LBOs. The Journal of Finance, New York, 45 (1990), 5, str. 1389-1413.
19. Peklar Leonardo F., Podbevšek Gorazd: Manager naj bo lastnik. Četrtnski. Manager, Ljubljana, (2002), 6, str. 46-49.
20. Rickertsen Rick: Buyout: the insider's guide to buying your own company. New York: Amacom, 2001. 374 str.
21. Schifrin Matthew: LBO Madness. Forbes, New York, 161 (1998), 5, str. 128-135.
22. Seth A., Easterbrook J.: Strategic Redirection in Large Management Buyouts: The Evidence from Post-buyout Restructuring Activity. Strategic Management Journal, Chichester, 14 (1993), 4, str. 251-273.
23. Sikora Martin: A Holistic Model is Suggested for Diverse Portfolios: LBO Sponsors Weigh Pooled Purchasing, Tighter Controls to Increase Returns. Mergers & Acquisitions: The Dealmakers Journal, New York, 36 (2001), 6.
24. Weston J. Fred, Sin Juan A., and Johnson Brian A.: Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 3. izd.. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2001. 689 str.

6 VIRI

1. CMBOR Quarterly Review, pomlad 2002.
2. CMBOR Quarterly Review, jesen 2000.
3. In Brief: Mezzanine Debt. Lincolnshire: Hewitt Investment Group, maj 2001, 7 str.
4. Private Equity. Research Report, julij 2001, 15 str.

SLOVARČEK

carried interest	pravica upravljavcev skladov do udeležbe na realiziranem dobičku sklada
going private transaction	umik delnic iz trgovanja na borzi
high-yield bonds	visoko donosne obveznice
interest coverage	obrestna pokritost
junior subordinated debt	nižji podrejeni dolg
LBO sponsor	odkupni sponzor
leveraged buyout, LBO	odkup podjetja z zadolžitvijo
leveraged recapitalization	odkup lastnih delnic s ponovno zadolžitvijo
mezzanine (layer) financing	vmesno financiranje
mezzanine capital	vmesni kapital
mezzanine debt	vmesni dolg
private equity funds	skladi zasebnega kapitala
subordinated debt	podrejeni dolg