

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**TINE PETRIČ**

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**  
**MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENIJI**

Ljubljana, september 2002

TINE PETRIČ

## **IZJAVA**

Študent/ka \_\_\_\_\_ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga

napisala pod mentorstvom \_\_\_\_\_ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

Podpis:

# KAZALO

UVOD.....	1
<b>1. OPREDELITEV IN SESTAVINE MANAGERSKIH ODKUPOV .....</b>	<b>2</b>
1.1 RAZREŠEVANJE PROBLEMA AGENT-PRINCIPAL.....	2
1.2 POJEM MANAGERSKIH ODKUPOV IN NJEGOVE RAZLIČICE .....	2
1.3 IZVEDBA MANAGERSKEGA ODKUPA.....	3
1.4 CILJI MANAGERSKEGA ODKUPA.....	4
1.5 MOTIVI.....	4
1.6. POGOJI ZA USPEŠEN MANAGERSKI ODKUP.....	5
1.6.1 Podjetje.....	5
1.6.2 Managerska ekipa .....	6
1.6.3 Voljan prodajalec .....	7
1.6.4 Pripravljenost finančnih podpornikov.....	7
1.7 PRILOŽNOSTI ZA MANAGERSKI ODKUP.....	7
<b>2. POTEK MANAGERSKIH ODKUPOV .....</b>	<b>8</b>
2.1 POSLOVNI NAČRT .....	8
2.2 POGAJANJA.....	9
2.3 SKRBNI PREGLED.....	9
2.4 PRAVNA DOKUMENTACIJA.....	10
2.5 VREDNOTENJE .....	11
2.5.1 Metoda neto sredstev.....	11
2.5.2 Metoda diskontiranih denarnih tokov.....	11
2.5.3 Primerjalno vrednotenje.....	13
2.6 FINANCIRANJE .....	14
2.6.1 Finančne potrebe MBO prevzema .....	14
2.6.2 Zadržki prodajalca in variabilna kupnina .....	14
2.6.3 Prednostni dolg (Senior debt).....	15
2.6.4 Mezzanine dolg.....	15
2.6.5 Lastni kapital.....	16
2.6.6 Drugi viri financiranja .....	18
2.7 ZUNANJI SVETOVALCI .....	18
2.7.1 Vloga pravnih svetovalcev.....	18
2.7.2 Vloga finančnih svetovalcev .....	19
2.8 ŽETEV.....	19
2.9 POSLOVANJE MBO/MBI PODJETIJ .....	20
<b>3. MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENIJI.....</b>	<b>21</b>
3.1 OKOLJE IN MANAGERSKI ODKUPI .....	21
3.1.1 Razdelitvena privatizacija kot nastavek za slovenske MBO/MBI.....	21
3.1.2 Nedorečena zakonodaja .....	24
3.1.3 Nezdostno razvita trg kapitala in trg denarja.....	24
3.1.4 Nenaklonjeno javno mnenje o managerskih odkupih .....	26
3.1.5 Prednosti slovenskega okolja za MBO/MBI.....	26
3.2 VLOGA DRUŽB POOBLAŠČENK .....	27
3.2.1 Družba pooblaščenka kot oblika lastništva zaposlenih .....	27
3.2.2 Izjema od javne ponudbe .....	28
3.2.3 Prosto urejanje kapitalske strukture in upravljalskih razmerij .....	28
3.2.4 Predlogi za zakonsko ureditev družbe pooblaščenke.....	29
3.3 ZANIMANJE ZA MANAGERSKI ODKUP V SLOVENIJI .....	29
3.4 ORGANIZACIJSKA STRUKTURA MANAGERSKEGA ODKUPA.....	30
3.5 FINANCIRANJE MANAGERSKEGA ODKUPA.....	32
3.5.1 Ključni koraki v procesu gradnje strukture managerskega odkupa z banko.....	32
3.5.2 Zahtevane predpostavke in splošne opredelitve .....	33
3.5.3 Črpanje, dospelost (ročnost) in odplačilo kredita.....	34
3.5.4 Kritja, poročstva in zaveze .....	34

3.5.5 Posredni in neposredni stroški financiranja.....	35
3.6 DAVČNI VIDIK MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETJA.....	35
<b>4. ŠTUDIJA PRIMEROV .....</b>	<b>38</b>
<b>4.1 ŠTUDIJA PRIMERA GV SKUPINA.....</b>	<b>39</b>
4.1.1 Predstavitev podjetja .....	39
4.1.2 Razlogi.....	39
4.1.3 Potek odkupa .....	40
4.1.4 Financiranje odkupa.....	40
4.1.5 Pomisleki .....	41
<b>4.2 ŠTUDIJA PRIMERA BTC.....</b>	<b>41</b>
4.2.1 Predstavitev podjetja .....	41
4.2.2 Razlogi za odkup.....	42
4.2.3 Potek odkupa .....	42
4.2.4 Financiranje odkupa.....	43
4.2.5 Pomisleki .....	43
<b>SKLEP .....</b>	<b>45</b>
<b>5. LITERATURA.....</b>	<b>47</b>
<b>6. VIRI.....</b>	<b>48</b>

# UVOD

Zdi se, kot da se managerskih odkupov povsod v svetu drži slab sloves. Delijo si ga s preostalimi oblikami kreditiranih odkupov podjetij vse od osemdesetih let prejšnjega stoletja, ko so se v ZDA pojavili plenilci podjetij (corporate raiders) s KKR na čelu in samo v nekaj letih sklatili s korporacijskega neba nekaj najsvetlejših zvezd. KKR je s pomočjo bančnih kreditov kupoval podcenjene okorele velikane, jih razkosal, nato pa posamezne dele takoj dražje prodal. Časi so se spremenili in sedaj je plenjenje odkupljenih podjetij zamenjala strategija kupi in gradi (buy-and-build). A občutek, da je pri kreditiranih odkupih za veliko dobička potrebno malo tveganja, je ostal.

Managerski odkupi imajo sicer daljšo zgodovino. Malo je znano, da so v začetku prejšnjega stoletja tudi največji in najbolj spoštovani ameriški mogotci, kot sta J.P. Morgan in John. D. Rockefeller, svoj imperij gradili s prevzemanjem z bančnimi krediti, pridobljenimi na podlagi sredstev prevzetih podjetij. Tudi v Sloveniji se moramo navaditi, da so managerski odkupi, če so izpeljani transparentno in korektno do vseh udeležencev, učinkovita in zato zaželena oblika prestrukturiranja podjetij in koncentracije lastništva.

Namen naloge je proučiti razmere na področju managerskih odkupov v Sloveniji, podati splošno analizo stanja in opozoriti na potrebne spremembe s katerimi bodo managerski odkupi postali v vseh pogledih bolj enakovredni drugim oblikam prevzemov in akvizicij.

Prvi sklop diplomske naloge obravnava managerske odkupe na splošno. V prvem poglavju so predstavljene vse pomembne sestavine managerskega odkupa, v drugem poglavju pa je obravnavan sam postopek s poudarkom na nekaj ključnih fazah, kot sta vrednotenje in financiranje odkupa. V posamezna poglavja bom vključil tudi novejšo podatke o managerskih odkupih v Evropi za kasnejšo nazornejšo primerjavo s stanjem v Sloveniji.

Drugi sklop obravnava managerske odkupe v Sloveniji. Na začetku bom predstavil trenutne razmere in dejavnike okolja, ki pomembno vplivajo na dinamiko in obliko managerskih odkupov v Sloveniji. Davčnemu vidiku sem zaradi njegovega odločilnega vpliva na obliko izvedbe posvetil posebno pozornost. Sledi poglavje o slovenskem pristopu k financiranju odkupov, kjer sem zaradi ključnega pomena financiranja bank pri nas podrobneje predstavil njihov pristop k managerskim odkupom. V zadnjem poglavju sledi študija dveh primerov managerskih odkupov v Sloveniji, ki se med seboj močno razlikujeta v filozofiji in pristopu. Ponujata jasnejši pogled na dokaj zamegljeno področje koncentracije lastništva v rokah managerjev, ki ima svoje korenine že v razdelitveni privatizaciji.

# **1. OPREDELITEV IN SESTAVINE MANAGERSKIH ODKUPOV**

## **1.1 RAZREŠEVANJE PROBLEMA AGENT-PRINCIPAL**

Z ločitvijo funkcij vodenja in lastništva podjetja nastane med managementom in delničarji potreba po oblikovanju pogodbenega razmerja agent-principal. Razpršena lastniška struktura, ki je posledica razpršitve naložb in omejenosti razpoložljivih prihrankov posameznika, zvišuje stroške nadzora in zmanjšuje interes posameznih delničarjev za nadzor nad ravnanjem njihovih agentov-managerjev (Bešter, 1996, str. 21).

Že od časov Bogastva narodov Adama Smitha (1776) je znano, da svoboda managerjev, da kot agenti delničarjev odločajo v njihovem imenu, vodi neizogibno do zasledovanja interesov agenta na račun principalov. Neučinkovito obnašanje je možno uravnati na več načinov, vendar je težko nadzirati vse vidike agentskega odnosa, zato se nekaj neučinkovitosti zmeraj vzame v zakup. Celotni stroški zanemarjenih in neizrabljenih priložnosti, skupaj s tistimi, ki so povezani z nadziranjem, sestavljajo tako imenovane agentske stroške (agency costs) (Wright et al., 1991, str. 167).

Agentske stroške lahko zmanjšujejo bodisi notranji (nadzorni svet, mehanizem nagrajevanja) bodisi zunanji mehanizmi nadzora, kot so obstoj grožnje stečaja, trg prevzemov, nadzor zunanjih analitikov in visoka stopnja dolga, ki sili banke v vlogo nadzornika (Wright et al., 1991, str. 4). Trg prevzemov omogoča tretjim osebam kupiti sredstva slabo poslujočega podjetja, ki nato kujejo dobičke z zamenjavo neučinkovitega managementa in učinkovitejšo uporabo sredstev podjetja. Ena od oblik prevzemov je tudi odkup podjetja z zadolžitvijo ali LBO (leveraged buy-out). Če takšen odkup z uporabo najetih kreditov izvede management podjetja, potem govorimo o managerskem odkupu.

Podjetniško prestrukturiranje, ki vključuje odkup z zadolžitvijo, lahko omogoči managementu in ostalim zaposlenim, da pridobijo večji delež kapitala, kot je to mogoče z opcijskim nagrajevanjem. Zato lahko trdimo, da je to mehanizem, ki pomembno zbližuje interese in funkcije upravljanja in lastništva ter tako zmanjšuje problem agencijskih stroškov:

- visoko motivirana poslovodna ekipa, ki tvega vse ali največji del svojega premoženja, odloča bolj učinkovito in predvsem bolje izkorišča razpoložljiva sredstva;
- podjetje z lastniško motiviranimi zaposlenimi bolje skrbi za človeški kapital in si tako lahko ustvari konkurenčno prednost.

## **1.2 POJEM MANAGERSKIH ODKUPOV IN NJEGOVE RAZLIČICE**

Kupec (managerska ekipa) financira odkup pretežno z dolžniškimi viri, ki si jih izposodi na podlagi sredstev in denarnega toka podjetja tarče. Posledice takega financiranja so za nove

lastnike-managerje pomembne: če prevzem uspe, je donos na vloženi lastniški kapital lahko izreden. Vendar je pomembno tudi tveganje, ki se zaradi večjega finančnega vzvoda lahko zelo poveča. V primeru slabšega poslovanja odkupljenega podjetja novi lastniki tvegajo izgubo lastniškega vložka, ki je relativno lahko majhna, a za posameznega managerja še vedno znatna.

Managerski odkupi so večinoma financirani z dolgom, ker (Buyout, 2002):

- managerji ponavadi nimajo zadostnih sredstev, da bi lahko odkupili celotno podjetje;
- managerji želijo omejiti delež lastnih sredstev, ki je namenjen odkupu;
- managerji želijo omejiti delež zunanjih vlagateljev v lastniški kapital, kot so skladi tveganega kapitala, da bi tako obdržali čim več nadzora nad podjetjem;
- dolg je cenejši od lastniškega kapitala.

Tudi kapitalski investitorji, ki ponavadi sodelujejo v odkupu, želijo čim večji finančni vzvod celotne transakcije, saj tako maksimirajo svojo donosnost na lastniški kapital.

Pojem managerski odkup povezuje več organizacijskih oblik, ki so si med seboj podobne (Management and employee buy-outs in central and eastern Europe, 1993, str.13):

- management buy-out (MBO);
- management buy-in (MBI);
- management-led employee buy-out (MEBO);
- management buy-in buy-out (BIMBO).

MBO tipično vključuje majhno skupino vodilnega managementa, ki prevzame pobudo in pomemben oziroma večinski delež v kapitalu podjetja, ki ga odkupuje, preostali kapital pa kupijo finančne institucije, kot so skladi tveganega kapitala. Različice, kot so odkup s strani managementa in zaposlenih (MEBO), MBI in BIMBO, so v bistvu enake. Razlikujejo se predvsem v udeležencih, ki izvajajo odkup. Osnovno načelo namreč, da je podjetje odkupljeno z uporabo vzvoda (dolga), niti osnovni mehanizmi po katerih se sam odkup ravna, se ne spremenijo.

BIMBO izvaja tako notranji kot zunanji management, gre pa večinoma za primere, ko notranji management k odkupu povabi zunanje strokovnjake in specialiste. MBI se od MBO razlikuje po tem, da podjetje odkupuje zunanji management. Zaradi pomanjkljive povezanosti z lastniki in slabšega dostopa do notranjih informacij se MBI povezuje z večjim tveganjem kot MBO.

### **1.3 IZVEDBA MANAGERSKEGA ODKUPA**

Sama transakcija managerskega odkupa je dokaj preprosta. Pravi ali klasični managerski odkup poteka sledeče (Korže, 2002, str. 4):

- MBO skupina ustanovi prevzemno podjetje, čemur sledi
- prevzem/odkup (vseh) sredstev podjetja tarče (asset deal) ali



- prevzem delnic podjetja tarče, in takoj nato pripojitev (reverse merger) prevzemnega podjetja podjetju tarči ali
- neposredna pripojitev prevzemnega podjetja podjetju tarči.

Tako odkup delnic kot odkup premoženja podjetja imata svoje prednosti in pomanjkljivosti. Enostavnost, ki je očitna predvsem pri prenosu potrdil o lastništvu delnic podjetja, in dejstvo, da nakup delnic ne zahteva sklicevanja skupščine delničarjev niti privolitve nadzornega sveta, sta razloga za večjo hitrost odkupa z nakupom delnic. Največja slabost odkupa z nakupom delnic, ki se ji lahko izognemo z odkupom sredstev podjetja, pa je prevzem neznanih obveznosti prevzete družbe. Obveznosti in odgovornosti prevzemne družbe, ki izhajajo iz preteklega poslovanja ciljnega podjetja, so opredeljene v pogodbi o odkupu premoženja. S pravilno oblikovano pogodbo se lahko prevzemna družba in z njo management izogne odgovornosti za v času prenosa neznanе obveznosti. Odkup z nakupom sredstev ima to pomanjkljivost, da je zelo zapleten. Zahteva pripravo številnih dokumentov za prenos lastništva nad posameznimi deli premoženja na novega lastnika. Za nepremičnine s hipoteko so pogosto potrebna različna soglasja (Fingušt, 2002, str. 4).

## **1.4 CILJI MANAGERSKEGA ODKUPA**

Cilj managerske ekipe, ki pripravi prevzemno transakcijo je, da neposredno prevzame tako sredstva kot tudi denarni tok podjetja tarče (target company), iz česar namerava odplačevati visok prevzemni dolg. Neredko se zgodi, da denarni tok podjetja ne zadostuje za odplačevanje dolga, zato morajo podjetja odprodati del svojih sredstev<sup>1</sup>.

Cilj vseh vlagateljev (management, zaposleni, finančni vlagatelji) je torej maksimiranje donosa na vloženi lastniški kapital ob nadzorovanem tveganju.

## **1.5 MOTIVI**

Svoboda, nadzor nad podjetjem, nagrade ter celo tveganje naredijo zamisel biti na čelu lastnega podjetja zagotovo privlačno. To je možno doseči tudi z managerskim odkupom (MBO/MBI), kar deloma razloži njihovo veliko popularnost na zahodu v zadnjih letih. Zagotovo je najbolj očitni motiv možnost ustvarjanja privlačnega finančnega donosa, kar je razvidno iz prikaza v prilogi 1. Seveda to ni edini razlog, zakaj se managerji odločajo za odkupe podjetij, ki jih vodijo. Med ostale tipične motive lahko uvrstimo:

- možnost prevzema nadzora nad podjetjem, kar je lahko posledica teženj managerske ekipe ali pa podjetja matere;
- zaupanje v razvojne možnosti podjetja;
- svoboda pred omejitvami, ki jih vsiljuje krovna družba;

---

<sup>1</sup> Pri odplačevanju dolga pomaga tudi država z ugodnejšo davčno obravnavo dolga v primerjavi z lastniškim kapitalom (davčni ščit), ker se obresti na bančni kredit kot strošek ne všttevajo v osnovo davka od dobička.

- zaskrbljenost glede možne prodaje podjetja drugemu podjetju ali glede izgube zaposlitve.

Ljudje, ki v življenju iščejo varnost in udobje, tega v tveganem okolju managerskih odkupov verjetno ne bodo našli. Kot pomembno se izkaže zaupanje v podjetje, predvsem v primerih, ko posluje slabše od svojih zmožnosti zaradi premajhne (predvsem finančne) podpore krovne družbe. Management lahko prepozna skriti potencial in izbere MBO v podjetju kot način za njegovo polno izkoriščanje.

Obstajajo še druge okoliščine, ki lahko postanejo gonilne sile za izvedbo odkupa. MBO so pogosti v družinskih podjetjih. Prisotna so lahko nerešena vprašanja nasledstva dosedanjih lastnikov zaradi njihove upokojitve skupaj z željo po žetvi lastniškega vložka. Managerski odkup je lahko odgovor na ta vprašanja in težnje, hkrati pa daje bolj verodostojna zagotovila, da bosta ohranjena tako ime podjetja kot varnost zaposlenih.

## **1.6. POGOJI ZA USPEŠEN MANAGERSKI ODKUP**

Managerski odkup je zapleten proces, ki ponavadi vključuje več strani z različnimi interesi. Tudi po zaključku odkupa čakajo novo podjetje nova tveganja in izzivi, ki jih predpostavlja predvsem visoka stopnja zadolženosti. Denarni tokovi so bolj kot v financiranje rasti podjetja namreč usmerjeni v odplačevanje dolga. Da bi bil MBO/MBI za managersko ekipo uspešen, mora zadostiti predvsem štirim zahtevama (The practical guide to management buyouts, 2002):

1. podjetje oziroma del podjetja, kot je na primer podružnica, ki je predmet odkupa, mora ustvarjati zadosten in stabilen denarni tok;
2. strokovno usposobljena in visoko motivirana managerska ekipa, ki je pripravljena investirati v podjetje;
3. prodajalec, ki je voljan prodati;
4. pripravljenost finančnih podpornikov.

Če katerikoli od teh pogojev ni izpolnjen, bo managerski odkup težko izpeljati ali pa bo odkupljeno podjetje po njegovem zaključku hitreje zašlo v težave.

V naslednjih podpoglavjih so razloženi glavni dejavniki uspešnega managerskega odkupa

### **1.6.1 Podjetje**

Waite in Fridson sta leta 1989 (Wright et al., 1991, str. 30) pokazala, da je za 14 od 15 panog v katerih so bili managerski odkupi intenzivni (delež panoge v vseh odkupih je večji od deleža panoge v BDP) moč reči, da imajo nizko stopnjo spremenljivosti denarnih tokov. Zaključila sta z ugotovitvijo, da bi panoge z relativno največjim deležem odkupov morale nositi nizko kreditno tveganje. V današnjem okolju hitrih sprememb se uspešni managerski odkupi

izvajajo v vseh panogah. Bolj kot na lastnosti panoge so kreditodajalci pozorni na lastnosti samega podjetja. Predvidljivost denarnega toka ostaja najpomembnejši element v odločitvi ali bo predlagani odkup dobil finančno podporo ali ne. Spodaj našete lastnosti podjetja označujejo idealnega kandidata za managerski odkup, vendar niso običajne v realnem svetu:

- podjetje je priznано, ima dobro zgodovino poslovanja in uveljavljeno paleto izdelkov, visok potencial rasti in močan položaj na trgu. Če so ovire za vstop v panogo določljive, toliko boljše;
- podjetje posluje v stabilni panogi, ki ni prekomerno dovzetna za cikličnost ali nestanovitnost poslovanja;
- podjetje ima neizrabljen finančni vzvod, ki omogoča najemanje novih posojil, in močan pozitiven denarni tok z visoko stopnjo predvidljivosti.

### 1.6.2 Managerska ekipa

Običajno je, da so managerji-lastniki spodbujeni k bolj zavzetemu in predanemu vodenju podjetja. Potrebno je zagotoviti, da zagnanosti in pobude, ki sta del vsakega managerskega odkupa, ne zasenči občutek za stvarnost ob sestavljanju poslovnega načrta in načrta denarnih tokov. Managerska ekipa mora tudi zaščititi tisto, kar želi kupiti. Zato ne sme dopustiti, da poslovanje zaradi vlaganja časa in energije v proces prevzema namesto v samo vodenje trpi.

Managerji morajo biti pripravljeni finančno zavezati se k projektu. Seveda to ne pomeni, da morajo imeti na razpolago velika finančna sredstva, saj jih večina zaposlenih managerjev nima. Investicija managerske ekipe bo značilno predstavljala le majhen del celotnega financiranja večjega odkupa (5-20 odstotkov), medtem ko pri manjših transakcijah managerji lahko odkupijo večinski ali celotni lastniški delež v podjetju.

Verodostojnost vodje ekipe je velikega pomena še posebno pri manjših transakcijah, kjer sposoben posameznik predstavlja gonilno silo. Priskrbi vizijo, odločnost in sposobnost usklajevanja projekta, pripelje odkup do zaključka in vodi podjetje po njem.

Za sam uspeh managerskega odkupa po opravljeni transakciji je pomembna uravnotežena in strokovno usposobljena managerska ekipa, ki poseduje vsa odločujoča znanja, ki so potrebna za vodenje podjetja. Finančni vlagatelji pogosto zahtevajo podrobne podatke in reference o posameznih članih managerske ekipe, ker potrebujejo zagotovilo, da je njihova investicija v varnih rokah.

Običajno managerska ekipa šteje do 6 članov. Priložnost investiranja v podjetje je lahko dana tudi nižjim ravnem managementa in zaposlenim, vendar je to najpogosteje izpeljano preko mehanizma delniških opcij ali pa certifikatov, ki vsebujejo pravico do dividende, ne vsebujejo pa glasovalnih pravic (The practical guide to management buyouts, 2002)<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Tako se doseže večja povezanost med prizadevanji zaposlenih in uspešnostjo poslovanja podjetja pa tudi privrženost in podpora managementu pri odkupu, hkrati pa ohranja enostavnost odločanja.

### **1.6.3 Voljan prodajalec**

Očitno je, da brez privolitve prodajalca izvedba MBO/MBI ni mogoča. Dostikrat se prodajalec zaveda možnosti managerskega odkupa šele takrat, ko mu je ta predlagana. Pri prepričevanju delničarjev k prodaji mora management predvsem poudariti prednosti, ki jih ima managerski odkup pred prodajo drugemu kupcu.

### **1.6.4 Pripravljenost finančnih podpornikov**

Investitorji iščejo predvsem vitalna in trdna podjetja, ki jih vodi močan management. Investirajo v podjetja z dobrimi napovedmi za prihodnost (zadovoljiv denarni tok), hkrati pa je pri odločanju o finančni podpori zelo pomemben časovni okvir in oblika izhoda/žetve, saj le tako lahko unovčijo svojo kapitalsko investicijo.

## **1.7 PRILOŽNOSTI ZA MANAGERSKI ODKUP**

1. Podružnica (profitna enota) večjega podjetja je ali bo postala odvečna.  
V takih okoliščinah so lahko management in podružnica, ki jo vodijo, deležni manjše podpore (predvsem finančne) krovne družbe, ki jih sili k omejevanju rasti in razvoja poslovanja. Management lahko s predlaganim managerskim odkupom prepreči odprodajo te enote morebitnemu zunanjemu kupcu, ki lahko vnese negotovosti glede strategije razvoja, kontinuitete poslovanja in varnosti zaposlenih.
2. Družba se lahko znajde v težavah, zato želijo lastniki odprodati del ali celotno podjetje.  
V primeru, ko so potrebna takojšnja denarna sredstva, je lahko management edini potencialni kupec, ki jih lahko zagotovi tako hitro. Celotna transakcija lahko traja do 6 mesecev, kar je občutno manj od 9 mesecev, kolikor je običajno potrebno za prodajo strateškemu kupcu (Rickertsen, 2001, str. 50).
3. Neželeni prevzemi  
Pri velikih prevzemih se pogosto primeri, da zunanji prevzemnik ne želi prevzeti celotnega podjetja. Management lahko odkupi neželeni del podjetja in tako prevzemniku omogoči odplačilo lastnih dolgov.
4. Vprašanje nasledstva  
V mnogih družinskih podjetjih ni očitnega naslednika lastnika, ki se želi upokojiti. V takih okoliščinah je MBO zaželen, saj pusti podjetje nespremenjeno, družina pa lahko obdrži manjšinski delež, ki služi kot čustvena vez in vir dohodka v prihodnosti.
5. Raznolikost delničarskih interesov  
Ob številnih delničarjih se lahko zgodi, da različni interesi skupin delničarjev sčasoma ohromijo razvoj podjetja in njegovo rast. Management lahko predlaga izplačilo nekaterih ali vseh delničarjev kot obliko prestrukturiranja lastniške sestave.

## 6. Dodaten odkup

Leta po prvotnem managerskem odkupu bo želel investitor unovčiti svojo naložbo, običajno s prodajo svojih delnic. Z dodatnim odkupom se lahko v podjetje pripelje nove lastnike.

## 7. Javne delniške družbe si ne želijo več uvrstitve na organiziranem trgu vrednostnih papirjev

Cene delnic majhnih in srednje velikih podjetij trpijo zaradi pomanjkanja investitorjevega zanimanja. To povzroča nelikvidnost delnic, zato je njihova prodaja možna le z diskontom. Podcenjenost in nezadostno povpraševanje onemogočata management, da bi rast poslovanja lahko financiral z izdajo novih delnic, ki se hkrati sooča z grožnjo sovražnega prevzema. Za management je javna ponudba za odkup delnic lahko priložnost, da hkrati maksimira vrednost za delničarje, pridobi dostop do privatnega kapitala in osvobodi podjetje omejitev, ki jih prinaša borzna kotacija.

## 8. Stečaj

Ob stečaju skupine podjetij je možno, da management odkupi enega ali več dobičkonosnih delov. Management ima zaradi notranjih (insiderskih) informacij glede preteklih dogodkov, ki so vodili v stečaj, zagotovo prednost pred drugimi ponudniki, njim v prid pa govori tudi hitrost sklenitve posla managerskega odkupa.

## 2. POTEK MANAGERSKIH ODKUPOV

Proces managerskega odkupa je sestavljen iz več stopenj in nalog. V nadaljevanju so podrobneje predstavljene najpomembnejše.

### 2.1 POSLOVNI NAČRT

Poslovni načrt je najbolj pomemben dokument, ki ga mora predstaviti managerska ekipa. Brez dobro premišljenega načrta, ki je podprt z verodostojnimi domnevami, projekt managerskega odkupa ne bo preživel faze zbiranja potrebnih sredstev. Le jasen, natančen in dobro predstavljen poslovni načrt lahko prenese prepričanost in zaupanje v projekt njegovih avtorjev na finančne podpornike. Je tudi osnova za določanje strukture financiranja in ponujene kupnine.

Lahko je pripravljen z ali brez strokovne zunanje pomoči, vendar mora glavnino dela pri pripravi nositi predvsem managerska ekipa<sup>3</sup>.

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

1. načrt je prikaz ciljev, strategij in taktik za prihodnost. Ima pomembno vlogo pri določanju in pojasnjevanju poti naprej;

---

<sup>3</sup> Vloga finančnega svetovalca naj bi bila torej omejena na natančen in konstruktiven pregled finančnih načrtov in projekcij.

2. načrt je ključen dokument trženja. Morebitni finančni podporniki ga skrbno preučijo in preizkusijo;
3. je merilo, po katerem finančni podporniki presojujejo uspešnost managerske ekipe po odkupu.

Poslovni načrt je torej dokument trženja, zato mora izkazovati predanost managerske ekipe odkupu. Mora predstaviti managersko dojetje podjetja in njegovih obetov. Pojasni, kako bo podjetje vodeno po odkupu in kako bo ustvarjena vrednost za vse njegove lastnike (delničarje). Primeren obseg načrta se razlikuje od primera do primera, vendar običajno vsebuje (The practical guide to management buyouts, 2002):

Splošni podatki:

- ozadje podjetja, njegova zgodovina, preteklo poslovanje in trenutna organizacija;
- natančni podatki o managerski skupini podjetja;
- opisi proizvodov in storitev, razvojni načrti in strategije trženja;
- trg, tržni položaj in analiza konkurence;
- podrobno navedeni strateški razlogi za predlagani MBO.

Finančni podatki:

- podrobne zgodovinske bilance poslovanja. Finančni podporniki običajno zahtevajo tri do petletna revidirana računovodska poročila;
- trenutni finančni načrt, finančna poročila in srednje/dolgoročne finančne projekcije (bilanca stanja, bilanca uspeha, izkaz denarnih tokov, točka preloma);
- trenutni finančni dogovori podjetja.

## **2.2 POGAJANJA**

Pogajanja lahko glede na razmerje do prodajalca vodi vodja managerske ekipe, strokovni svetovalec ali pa institucija, ki vlaga svoja sredstva. Največja prednost vodje je dobro poznavanje tako podjetja kot njegovega prodajalca, medtem ko je glavna prednost drugih dveh njuna strokovnost in nepovezanost s prodajalcem. To omogoča, da se z enako vnemo lotevata vseh, tudi najtežjih vprašanj in vodita trda pogajanja, ne da bi to vplivalo na poslabšanje medsebojnih odnosov.

Tako kupec kot prodajalec želita vzpostaviti zavezanost druge stranke k poslu, kar se običajno doseže z dogovorom o glavnih vidikih predlaganega posla, ki sicer ni pravno zavezujoč. Tak dokument, ki je v bistvu izjava o nameri, se imenuje glavne točke pogodbe (Heads of agreement).

## **2.3 SKRBNI PREGLED**

V bistvu je skrbni pregled preverjanje veljavnosti nakupa, ki management in finančne podpornike (posojilodajalce in vlagatelje) oskrbi z zagotovitvijo, da je stanje v odkupljenem

podjetju v vseh pogledih v skladu z dogovorom in je realno pričakovati, da bo poslovalo v skladu s projekcijami. Skrbni pregled lahko odkrije prisotnost nezaželenih presenečenj, kot so sodne tožbe v teku, vprašljive pogodbe h katerim je podjetje pristopilo in podobno. Skrbni pregled običajno izvaja skupina davčnih in pravnih strokovnjakov ter revizorjev.

Rezultat pregleda je poročilo o skrbnem pregledu, ki obravnava finančni, tržni, davčni in poslovni položaj podjetja. V mnogih vidikih je lahko obravnavan kot poglobljen podaljšek poslovnega načrta. Zato je natančnemu pregledu podvrženo vse, od poslovnega ozadja podjetja, do njegovih finančnih projekcij. Obseg skrbnega pregleda je različen in je odvisen predvsem od podjetja in od potreb financierjev, lahko pa vključuje (The practical guide to management buyouts, 2002):

- finančne;
- tržne;
- pravne;
- tehnične;
- davčne in
- okoljstvene revizije.

## **2.4 PRAVNA DOKUMENTACIJA**

Priprava pravnih dokumentov se lahko prične, ko se skrbni pregled že opravlja. Število in tip pogodb oziroma dogovorov se lahko spreminjajo v odvisnosti od posameznega posla. Običajno prisotni pravni dokumenti so:

- pogodba o nakupu delnic (share purchase agreement)
- delničarska pogodba
- pogodba o ustanovitvi novega podjetja
- delovne pogodbe.

Pogodba o nakupu delnic je kupoprodajna pogodba in je običajno sestavljena na podlagi glavnih točk pogodbe. Za management so zelo pomembne podrobnosti o garancijah, ki jih prodajalec pogosto želi izsiliti od vodstvenega kadra za morebitne še neodkritne nepravilnosti glede stanja in poslovanja podjetja. Zelo pomembno je vprašanje, kdaj preidejo na kupca lastninske pravice in vsa upravičenja, ki so s tem povezana, zato je tudi to eno od bistvenih določil pogodbe o nakupu delnic.

Delničarska pogodba in pogodba o ustanovitvi prevzemnega podjetja bosta usmerjali odnos in določali razmerja med managementom in ostalimi vlagatelji po odkupu. Glavna vprašanja, ki si zaslužijo največ pozornosti so: poslovodna in upravljalna struktura ter zaščita manjšinskih pravic, garancije, ki jih od managerjev zahteva vlagatelj, prenosljivost delnic in predpisi o prostem razpolaganju delnic v lasti managerjev (omejitev prodaje), kapitalska sestava in dogovor o zatikalniku, naknadno financiranje in razdelitev bodočih donosov ob žetvi.

Tudi pogodbe o zaposlitvi je potrebno prilagoditi spremenjenim razmeram.

## **2.5 VREDNOTENJE**

»Določanje poštene cene za podjetje ni nikoli lahka naloga. Medtem, ko bi bilo lepo uporabiti matematične formule za pravilen odgovor, matematika ni dovolj. Vrednotenje podjetja je v bistvu del znanost in del umetnost. Znanost je določanje, koliko so vredna podobna podjetja, kam gre razvoj panoge in katere multiplikatorje podjetje te velikosti in oblike lastniki lahko zahtevajo. Umetnost je prilagoditi dobljeno matematično število tako, da odseva značilnosti podjetja« (Rickertsen, 2001, str. 91).

Vrednotenje podjetja, ki ga odkupuje management, je najtežja in pogosto najbolj konfliktna naloga o kateri je potreben dogovor. Podjetje ne moremo vrednotiti preprosto s sklicevanjem na tržno vrednost sredstev, ki se kupujejo. Ko kupujejo podjetje, managerji kupujejo tudi njegov sloves, blagovno znamko in človeški kapital, ki so zaposleni. Kupujejo neotipljivo »dobro ime« (goodwill).

Najpogostejše metode vrednotenja pri managerskih odkupih so (McPartlin, 2002):

- Metoda neto sredstev
- Primerjalno vrednotenje
- Metoda diskontiranih denarnih tokov.

### **2.5.1 Metoda neto sredstev**

S to metodo želimo določiti tisto vrednost podjetja, ki bi jo dosegli z odprodajo njegovega otipljivega premoženja, torej sredstev po poplačilu obveznosti. Neto vrednost sredstev dobimo tako, da od knjigovodske vrednosti vseh sredstev podjetja odštejemo vse dogovorjene obveznosti in nematerialna sredstva, ki jih ne moremo prodati ali zaračunati (na primer dobro ime podjetja).

Neto sredstva = celotna aktiva - nevnovčljiva nematerialna aktiva - obveznosti

Metoda neto vrednosti sredstev je uporabna kot pomožni način vrednotenja podjetja in v primerih, ko podjetje v obstoječem stanju zelo slabo posluje in nima možnosti za boljše poslovanje v prihodnosti.

### **2.5.2 Metoda diskontiranih denarnih tokov**

Za namene vrednotenja lahko na MBO gledamo kot niz denarnih tokov, začeni z vnaprejšnjim negativnim denarnim tokom, ki ga predstavljajo kupnina in vsi spremljajoči posredni stroški. Temu sledi niz pozitivnih denarnih tokov v prihodnosti, ki se kumulirajo v znaten pozitiven denarni tok po nekaj letih ob žetvi. Z diskontiranjem predvidenih denarnih



tokov z uporabo faktorjev sedanje vrednosti glede na časovno razporeditev teh tokov in zahtevano donosnostjo kapitala, dobimo vrednost, ki jo kupec primerja z zahtevano kupnino in se tako lahko prepriča, ali je ob zahtevani donosnosti na kapital podjetje sposobno preživeti.

Dinamična metoda vrednotenja nam z diskontiranjem bodočih prostih denarnih tokov da vrednost podjetja. Vrednost podjetja se izračuna po naslednji formuli (Sudarsaranam, 1995, str.153):

$$TV_a = \sum \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_t}{(1+WACC)^t}$$

kjer je  $TV_a$  = vrednost podjetja po prevzemu

$FCF_t$  = prosti denarni tok podjetja v obdobju t

$V_t$  = končna vrednost podjetja v točki t

Vrednost lastniškega kapitala se izračuna tako (Brigham et al., 1999, str. 134), da se vrednosti podjetja prišteje vrednost presežnih neposlovnih sredstev (npr. presežne kratkoročne finančne naložbe) ter odšteje celotna vrednost dolžniških virov financiranja (kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja, katerih strošek so obresti).

Prosti denarni tok se izračuna kot vsota dobička iz poslovanja prilagojenega za davke in amortizacije, zmanjšana za vrednost naložb v poslovna sredstva (neopredmetena dolgoročna sredstva in opredmetena osnovna sredstva ter obratni kapital).

Pri posredni metodi vrednotenja se za diskontno stopnjo uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), s katerim se diskontirajo prosti denarni tokovi lastnikom in upnikom. Tehtano povprečje stroškov kapitala je izračunano upoštevajoč strošek kapitala (strošek navadnih in prednostnih delnic) in strošek dolga po davkih, pri čemer so uteži določene na podlagi tržne vrednosti posameznih virov financiranja (Sudarsaranam, 1995, str. 152):

$$WACC = K^e \times \frac{E}{V} + (1 - T^c) \times K^d \times \frac{D}{V} + K^p \times \frac{P}{V}$$

kjer je  $K^e$  = strošek navadnih delnic

$K^d$  = strošek dolga

$K^p$  = strošek prednostnih delnic

$E$  = tržna vrednost navadnih delnic

$D$  = tržna vrednost dolga

$P$  = tržna vrednost prednostnih delnic

$T^c$  = davek od dobička pravnih oseb

$V = E+D+P$ , vrednost podjetja

Strošek navadnih delnic se določi na podlagi CAPM modela, ki meri donosnost, ki jo pričakujejo vlagatelji. Je seštevek netvegane donosnosti (ponavadi državne obveznice) in premije na tveganje, ki je sestavljena iz celotnega tržnega tveganja ter tveganje delnice glede na trg – Beta.

Pričakovana donosnost navadnih delnic = Netvegana donosnost + Tržna premija x Beta delnice

Tržna premija = Pričakovana donosnost na trgu – Netvegana donosnost

$$\text{Beta} = \frac{\text{Cov}(r_m, r)}{\text{Var}(r_m)}$$

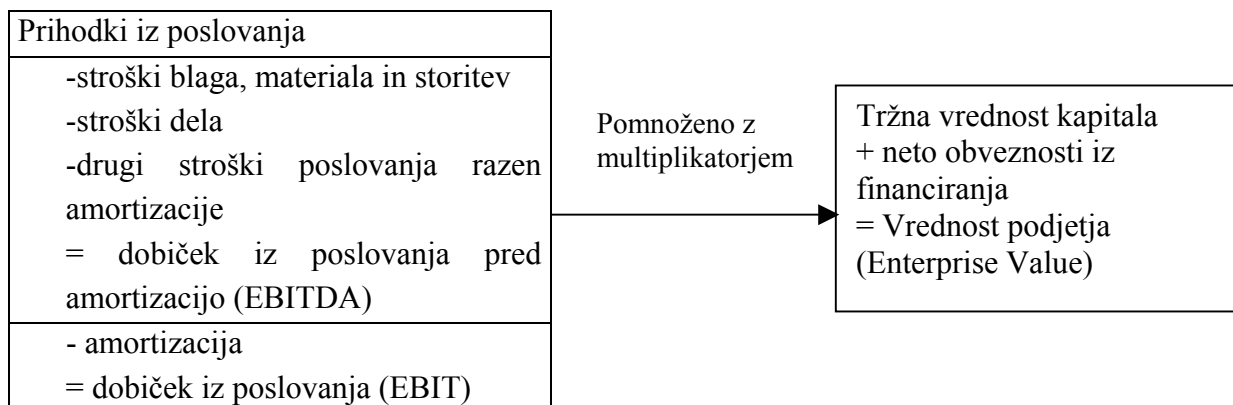
kjer je  $\text{Cov}(r_m, r)$  = kovarianca med donosnostjo vseh podjetij (tržna donosnost) in donosnostjo podjetja, ki ga vrednotimo.

$\text{Var}(r_m)$  = varianca donosnosti vseh podjetij

Smisel celotnega vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov je uporabiti model za prikaz občutljivosti vrednosti ob spreminjanju ključnih predpostavk. Rezultat je izboljšana predstava o primernem cenovnem razponu in o najvišji še sprejemljivi ceni. Torej tisti ceni, nad katero managerska ekipa in ostali vlagatelji ne morejo stvarno računati na doseganje zahtevane donosnosti.

### 2.5.3 Primerjalno vrednotenje

Pri primerjalnem vrednotenju se vrednost določene naložbe določi na podlagi primerjave z vrednostjo, ki jo primerljivim naložbam pripisuje trg (Damodaran, 2002). Prvi korak primerjalnega vrednotenja je iskanje primerljivih naložb in njihovih tržnih vrednosti. Drugi korak je pretvorba tržnih vrednosti v standardizirane kazalnike (multiplikatorje), saj absolutnih cen ni mogoče neposredno primerjati. Tretji korak je ocena vrednosti posamezne naložbe na podlagi primerjave kazalnikov. Pri tem je potrebno upoštevati vse razlike med primerjanimi naložbami (delnicami), ki lahko vplivajo na njihovo vrednost.



V Ameriki je v vihravih letih 1999 in 2000 povprečni nakupni multiplikator EBITDA vseh zaključenih odkupov znašal približno 7,5. V Evropi lahko podjetja, ki so že prej dobro poslovala in za katere se enako pričakuje tudi v prihodnje (pričakovani znatni dobički pred obrestmi in davki) pričakujejo kupnino v višini sedem- do desetkratnika EBIT. Višja kot je pričakovana rast poslovanja, bolj predvidljivi in večji kot so denarni tokovi ter bolj kot je privlačna tržna niša v kateri podjetje posluje, višji je multiplikator<sup>4</sup>.

Za vsak MBO je priporočljivo, da je sprejemljivost cene osnovana ne na tržnih primerjavah, temveč na skrbno preišljenih predvidenih denarnih tokovih, njihovi časovni razporejenosti in uporabljeni diskontni stopnji.

## **2.6 FINANCIRANJE**

### **2.6.1 Finančne potrebe MBO prevzema**

Kupnina za delnice oziroma poslovne deleže podjetja še zdaleč ni edini strošek (izdatek) pri odkupu podjetja, saj je potrebno upoštevati še stroške dolga in transakcijske stroške. Finančne potrebe tako znašajo (Korže, 2002):

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

### **2.6.2 Zadržki prodajalca in variabilna kupnina**

Zadržki prodajalca se lahko pojavijo zaradi konflikta interesov pri managerski ekipi. Na eni strani imajo managerji vlogo skrbnika premoženja delničarjev in so odgovorni za njegovo maksimiranje, na drugi strani pa igrajo vlogo kupca, ki želi minimizirati ceno. Če pri nakupu ne obstajajo konkurenčne ponudbe, ki bi služile za primerjavo, se lahko prodajalec odloči za variabilno ceno. Za kupninski zatikalnik (price ratchet) se bo odločil, če obstaja prevelika negotovost, tveganje, da se s fiksno kupnino ali podvrednoti ali prevrednoti podjetje. Pri kupninskem zatikalniku so prihodnja izplačila prodajalcu odvisna od doseganja določenih ciljev (Wright et al., 1991, str. 168-171).

---

<sup>4</sup> Multiplikator EBIT, ki je višji od 10, managerji in ostali vlagatelji le neradi sprejmejo, saj višji multiplikatorji zelo znižujejo pričakovano donosnost naložbe. Že multiplikator deset pomeni, da je donosnost lastniškega kapitala brez finančnega vzvoda (brez dolga, torej donosnost na sredstva) le 10 odstotkov, kar ne odtehta tveganje nakupa in vodenja podjetja (Rickertsen, 2001, str. 96). Z nadomestitvijo dela lastniškega kapitala z dolgom se donosnost seveda dviguje, vendar se dviguje tudi tveganje poslovanja. Strateški kupci za razliko od managementa večkrat ponudijo višji multiplikator zaradi pričakovanih sinergij ali strateških razlogov.

### **2.6.3 Prednostni dolg (Senior debt)**

Prednostni dolg se nanaša na zavarovane bančne kredite. Njegova ključna prednost je, da je najcenejša oblika razpoložljivega financiranja. Sestavlja ga lahko tudi kombinacija limita na transakcijskem računu za financiranje obratnega kapitala in bančni kredit. Glavna značilnost tega bančnega kredita je, da se odplačuje v anuitetah v fiksno določenem obdobju. Običajno bančno posojilo pri MBO vključuje pet- do sedemletno dobo vračanja.

Prednostni dolg je cenejši, ker ima zagotovljeno prednostno pravico do poplačila glavnice in obresti in zato, ker je zavarovan najmanj s hipoteko na sredstva družbe. Banka največkrat zahteva zaveze v kreditni pogodbi, ki kreditojemalca obvezujejo, da vzdržuje določeno število kazalnikov (izračunanih na podlagi bilanc stanja in uspeha ter izkaza finančnih in denarnih tokov) nad določenim minimumom ali pod določenim maksimumom.

Med evropskimi bankami velja splošno pravilo, da je možno 40 do 60 odstotkov kupnine v višini osemkratnika dobička pred obrestmi in davki financirati s samostojnimi posojili. Višja kot je kupnina, manjši je delež dolžniških virov. To je preprosto zato, ker obstoječi denarni tok lahko vzdržuje le določeno raven kreditiranja.

### **2.6.4 Mezzanine dolg**

Mezzanine dolg ali vmesni kapital (intermediate capital) je v bilanci stanja vrinjen med prednostnim dolgom in navadnim lastniškim kapitalom. Običajno je zavarovan z drugo hipoteko na sredstva in, ker tvori dodatno plast dolga pod prednostnim dolgom, za kreditodajalca nosi večje tveganje. Pri poplačilih glavnice in obresti se uvršča za njim, zato je tudi dražji. Kljub vsemu pa ostaja cenejši od lastniškega kapitala s strani kapitalskih vlagateljev<sup>5</sup>.

V praksi se ponudnik mezzanine sredstev zanaša na denarni tok, ki ga ustvarja podjetje za servisiranje obresti/dividend in glavnice. Ker je prednostni dolg zmeraj poplačan prvi, je za servisiranje podrejenega dolga nujen stalen presežek nad denarnim tokom, ki je namenjen poplačilu prednostnega dolga.

Mezzanine financiranje je ponavadi strukturirano kot dolžniški instrument s fiksno ali spremenljivo obrestno mero in opcijo na delnice. Opcija omogoča posojilodajalcu delež

---

<sup>5</sup> Mešanica prednostnega in mezzanine dolga bo vplivala na projekcije denarnih tokov novega podjetja. To pa zato, ker je glavnica mezzanine dolga ponavadi odplačana na koncu kreditnega obdobja, v vmesnem obdobju pa se odplačujejo le obresti. Tako mezzanine financiranje lajša breme servisiranja dolga v začetnem obdobju novega podjetja, ko se denarni tok šele vzpostavlja.

rastoče vrednosti podjetja. Mezzanine sredstva so lahko zbrana tudi z izdajo prednostnih delnic, ki namesto obresti izplačujejo fiksne dividende.

Mezzanine dolg je lahko strukturiran kot kratkoročni dolg, vendar ima ponavadi dobo zapadlosti okoli 6 do 8 let. V praksi kreditoremalec mezzanine dolg zaradi neugodne cene odplača precej hitreje, v treh do petih letih.

Kapitalski zatikalnik (equity kicker) se pojavlja v številnih oblikah in je namenjen kot nadomestilo posojilodajalcu za višje tveganje, ki mu je izpostavljen:

- najpogosteje je opredeljen kot opcija na delnice podjetja;
- v primeru javne delniške družbe ali večje nejavne družbe, kjer mora kreditor vlagati v zamenljive prednostne delnice, ki ne kotirajo na borzi, je kapitalski dobiček lahko posledica morebitne zamenjave v likvidne navadne delnice;
- lahko je opredeljen kot premija na odkupljene delnice.

## 2.6.5 Lastni kapital

Obstaja več možnih virov lastnega kapitala za managerske odkupe. Najpogosteje sta vira:

- a) managerska ekipa;
- b) kapitalski vlagatelji (skladi tveganega kapitala in skladi privatnega kapitala).

### *a) Vložek managerske ekipe*

Managerska ekipa ponavadi priskrbi relativno majhen del celotnega kapitala in jasno je, da večji kot bo kapital, ki ga priskrbijo managerji, večji bo nadzor nad podjetjem in večje bodo koristi od povečevanja vrednosti podjetja. Po drugi strani je večja lahko tudi izguba, če podjetje posluje slabo. V vsakem primeru mora managerska ekipa izkazati zavezanost k poslu, če želi privabiti zunanji kapital. Vlagatelji ne želijo podpreti MBO/MBI, dokler niso prepričani, da je interes managerske ekipe trdno in otipljivo vezan na uspeh podjetja. To ne pomeni, da so sredstva, ki jih morajo posamezni managerji investirati, nujno zelo velika.

Vsota, ki jo običajno investirajo managerji, je enoletna plača. Vir so lahko bodisi posameznikovi prihranki bodisi osebni kredit. Managerji morajo biti zmerni pri svojih vlaganjih. Za vložena sredstva bodo običajno pridobili navadne delnice, ki sicer lahko dosegajo največjo donosnost, vendar nosijo tudi največje tveganje, saj so v primeru stečaja na zadnjem mestu za poplačilo, tudi za navadnimi delnicami kapitalskih vlagateljev.

Zatikalniki so pogosto, ne pa vedno, vključeni v model financiranja managerskega odkupa. V bistvu je njihova funkcija spodbujati management k boljšemu poslovanju. Zatikalniki delujejo v odvisnosti od poslovanja glede na zastavljene cilje. Ti cilji so ponavadi opredeljeni kot višina dobička ali določena tržna vrednost podjetja, vendar so lahko vezani tudi na čas žetve.

Zatikalniki delujejo tako, da se managementu dodeli dodaten delež delnic, če poslovanje podjetja preseže določeno raven. Vzratni zatikalnik zmanjša delež delniškega kapitala v rokah managementa, če je poslovanje slabše od zahtevane ravni. Potreben je torej jasen dogovor vseh strani o kriterijih in načinu presoje izpolnjevanja pogojev.

Zatikalniki imajo svoje prednosti in slabosti. Glavna prednost za management je, da jih spodbuja k bolj vestnemu in bolj predanemu delu, medtem ko je za vlagatelja glavna prednost zmanjšanje tveganja. Po drugi strani so dejanja, ki so potrebna za doseganje cilja, lahko bolj v škodo kot korist dolgoročnemu razvoju podjetja, saj je management bolj nagnjen h kratkoročnemu delovanju.

### ***b) Kapitalski vlagatelji***

Pogosto sredstva kapitalskih vlagateljev v Evropi zagotovijo skladi tveganega kapitala. Za zelo pomembno se lahko izkaže izbira lastniškega partnerja, saj je tudi vlagatelj pomemben lastnik navadnih delnic. Obstajajo razlike v pristopih kapitalskih vlagateljev:

- nekateri želijo omejiti svoj delež na manjšinskega, nekateri pa želijo maksimirati lastniški delež z navadnimi delnicami;
- nekateri sami priskrbijo vsa potrebna sredstva, nekateri pa pritegnejo k poslu še druge vlagatelje. Medtem ko je zadnje dobro za bodoče financiranje rasti podjetja, managementu naraščajoče število vlagateljev praviloma ni po godu;
- različni vlagatelji se osredotočijo na različne dejavnosti. Nekateri usmerjajo sredstva le v določene panoge, nekateri le v transakcije določenih velikosti. Nekateri spet dajejo prednost kratkoročnim investicijam in financirajo transakcije z zgodnejšo žetvijo.

Managerska ekipa mora primerjati strategije posameznih vlagateljev in izbrati tiste, ki se najbolje ujemajo z njeno vizijo odkupa.

Ker se tudi kapitalski vlagatelji spuščajo v posel z visokim finančnim vzvodom in zato velikim tveganjem, bodo želeli nastopati kot enakovredni partnerji managementa v odločanju.

Na splošno namenjajo daleč največ pozornosti:

- donosnosti investiranega kapitala. Donosnost, ki ga zahteva vlagatelj je odvisen od ocenjenega tveganja podjetja in od konkurence, ki vlada na trgu tveganega kapitala. Običajno zahtevajo notranjo stopnjo donosnosti (IRR) v višini 20 do 30 odstotkov;
- obliki in času žetve. Donos na sredstva bo vlagatelj prejel preko dividend, odkupa prednostnih delnic ali prodaje navadnih delnic. Cilj je doseči izhod in žetev kapitalskih dobičkov znotraj poprej določenega časovnega okvirja. Investitorji ustvarjajo redni dobiček z zanesljivim stalnim dotokom unovčevanj, zato morajo predvideti prodajo ali uvrstitev delnic podjetja na borzo vrednostnih papirjev po preteku določenega števila let.

## 2.6.6 Drugi viri financiranja

- tvegane obveznice so običajno dolgoročni neodkupljivi dolg, na katerega se plačujejo visoke obresti, ki ga podjetje zbere z izdajo širši javnosti v višini več kot 100 milijonov evrov;
- revolving kredit za financiranje obratnega kapitala, ki ga priskrbijo banke;
- dodatne dividende (superdividende), ki so izplačane novemu podjetju ali prodajalcu kot del kupnine<sup>6</sup>;
- financiranje prodajalca bodisi v obliki dolga bodisi v obliki lastnega kapitala. Njegova sredstva so lahko zelo uporabna za premostitev finančne luknje, vendar nekateri prodajalci zahtevajo tudi možnost, da lahko ponovno investirajo del svojih dohodkov iz naslova lastniškega kapitala in tako vzdržujejo svojo prisotnost v lastniški strukturi. Ohranjanje čustvenih vezi in možnost višjih dobičkov čez čas so lahko pomembne prednosti odkupa pred prodajo drugemu podjetju.

## 2.7 ZUNANJI SVETOVALCI

Pokojninsko varčevanje, davčna vprašanja (osebni, podjetniški in kapitalski dobički), politika dividend in odprodaja sredstev so vidiki odkupov, ki povečujejo zapletenost tovrstnih poslov. Rešitve so odvisne od posameznega primera in zakonskega okvirja, zato je priporočljiva pomoč strokovnih svetovalcev.

### 2.7.1 Vloga pravnih svetovalcev

Managerska ekipa potrebuje storitve pravnih svetovalcev, saj ti igrajo ključno vlogo pri varovanju njihovih interesov. Pravni strokovnjaki morajo biti v dogajanje vključeni že na začetku procesa, saj že takrat nastajajo določeni pravni dokumenti (pismo o nameri, vrsta garancij in zavarovanj, ponudba institucionalnih vlagateljev). Pravno preverbo zahtevajo tudi kreditne pogodbe z bankami in ostalimi kreditorji.

Njihova strokovna usposobljenost in izkušnje se pokažejo kot posebno pomembne v primerih, ko se odkup vrši v ozkem časovnem okvirju. Tako se lahko prihrani čas in denar. Vloga odvetnika lahko vključuje pomoč pri sestavljanju sporazuma o zaupnosti (confidentiality agreement) med prodajalcem in kupcem, ki omogoča prehod ključnih informacij med njima.

Pomembno je tudi sodelovanje pri skrbnem pregledu. Odvetnik je lahko poklican, da razišče in pridobi informacije o zadevah kot so:

- stanje zemljiške knjige;

---

<sup>6</sup> Ponekod (na Nizozemskem do višine prostih rezerv) je višina teh odlivov denarja omejena zaradi zagotavljanja varnosti upnikom in delničarjem.

- finančni sporazumi ali pogodbe o zastavi in zavarovanju, ki lahko onemogočajo prodajo lastniku;
- intelektualna lastnina, vključujoč blagovne znamke, patente in avtorske pravice;
- vse zavarovalne pogodbe;
- vse pogodbe o zaposlovanju in pokojninskem zavarovanju;
- vse ostale pogodbe, ki vežejo podjetje.

## 2.7.2 Vloga finančnih svetovalcev

Glavna področja svetovanja obsegajo:

- izdelava taktike pogajanj in pristopa k prodajalcu;
- študija izvedljivosti;
- svetovanje o obliki in vsebini poslovnega načrta in predstavitve vlagateljem;
- priprava ogrodja finančne strukture za MBO/MBI (finančno modeliranje);
- vrednotenje in svetovanje glede kupnine za tarčo;
- iskanje morebitnih vlagateljev, ki želijo podpreti odkup;
- pogajanja z vlagatelji;
- sodelovanje z vlagatelji pri pogajanjih in pri sklepanju posla s prodajalcem;
- zagotavljanje napredka in skrb za upoštevanje urnika;

## 2.8 ŽETEV

V primeru MBO je žetev vsaj investitorjevega vložka vse pogosteje dogovorjena že v pripravi odkupa. Financiranje je pogosto zasnovano tako, da spodbuja določeno obliko izstopa po določenem preteku časa. Realizacija donosa je potrebna, saj omogoči doseganje zastavljenih ciljev MBO partnerjev, vendar je odvisna od spremenljivih finančnih in lastniških potreb podjetja v različnih fazah življenjskega cikla.

Obstajajo alternativne poti, njihov podrobnejši pregled pa je podan v prilogi 2. Najpomembnejše so začetna javna ponudba na organiziranem trgu vrednostnih papirjev<sup>7</sup>, prodaja drugemu (strateškemu) kupcu, ponovni odkup, odkup lastnih delnic ali, če managerski odkup ni uspešen, stečaj. Od teh je v Evropi prodaja strateškemu partnerju najbolj priljubljen način žetve, sledi ji javna ponudba delnic.

Odkupljena podjetja, tudi tisti uspešna, se lahko znajdejo v položaju, ko njihova velikost, tržni položaj in finančna moč ne zadoščajo za samostojnost, zato postane izhod nujen.

---

<sup>7</sup> Status javne družbe ni tako vabljen, kot si mnogi managerji na začetku zamišljajo. Razlogov je več. Strošek prve izdaje delnic lahko dosega tudi do 10 odstotkov zbranih sredstev. Pozitiven odnos z nekaj institucionalnimi vlagatelji lahko zamenja bolj vsiljiv odnos z več analitiki. Šibak borzni trg lahko onemogoča izdajo novih delnic, ki so potrebne za nove akvizicije. Zaradi razvodenitve kapitalskih deležev je podjetje lahko ranljivo za sovražni prevzem.



Spodbude managerjem za iskanje pravočasnega izhoda lahko vključujejo takšne pogoje financiranja, ki postajajo s časom bolj zahtevni ali pa doseganje pogojev, ki so opredeljeni s klavzulo o zatikalniku. Zatikalniki so namreč vezani tudi na doseganje izhoda tako, da lahko management žanje sadove boljšega poslovanja samo, če dosežejo dobro žetev za lastnike. Dodatno so v nekaterih primerih zatikalniki odvisni od pretečenega časa in tako daljši kot je čas od unovčitve delnic, višje zahteve morajo managerji dosegati, da so upravičeni do enakega ciljnega odstotka kapitala. Še več, po preteku določenega datuma, se lahko v poslovanje vrinejo še zahteve po participativnih dividendah ali urnik odplačevanja dolgov.

Glavni faktorji pri odločanju o načinu izhoda so: velikost, začetna cena odkupa, poslovanje po odkupu, poslovna pričakovanja, participativne dividende, finančni vzvod, cilji managementa in raznolikost in razpršenost vlagateljev.

Za tiste odkupe, kjer ima management že večinsko lastništvo, se odkup investitorjevega deleža pokaže kot najbolj praktičen. Za večje odkupe je drugi buy-out ali kapitalsko prestrukturiranje verjetno bolj prikladen. Razpon možnosti pa je vendarle omejen že z začetno finančno strukturo.

## **2.9 POSLOVANJE MBO/MBI PODJETIJ**

Kot sem že razložil, so v pripravi tipičnega managerskega odkupa določeni in uporabljeni mehanizmi, ki poskušajo zagotoviti doseganje ciljev poslovanja. Poleg spodbude v obliki lastniškega deleža je običajno že moč upnikov, da v primeru neservisiranja dolga razglasijo stečaj, zadosten motiv, da management deluje v interesu vseh lastnikov in upnikov<sup>8</sup>. S tem, ko se dopušča povečevanje deleža managementa v kapitalu, če se določeni vnaprej določeni cilji dosežejo, managerji pridobijo močno spodbudo za izboljševanje poslovanja.

Veliko prednost za management predstavlja going private ali umik podjetja z borze po opravljenem managerskem odkupu, ki zmanjša nevarnost sovražnega prevzema. Če te nevarnosti ni, se management namesto obrambnim ukrepom raje posveča kreiranju podjetniške strategije, ki omogoča podjetju uspešno odplačevanje obveznosti do kreditodajalcev.

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

---

<sup>8</sup> Obstajajo še dodatni kontrolni mehanizmi kot so institucionalno predstavništvo v nadzornem svetu, nadrobne zaveze o obveščanju institucij in kapitalski zatikalniki, ki izboljšujejo nadzor nad ravnanjem managementa.

Podjetja so spraševali o razlogih za managerski odkup (MBO), o spremembah v vodenju poslovanja, ki so mu sledile, post-MBO poslovanju in vlogi tveganega kapitala kot vira financiranja. Dve tretjini podjetij je odgovorilo, da so za časa študije prekosili svoje konkurente, 61 odstotkov jih je povečalo število zaposlenih, povprečni porast pa je znašal kar 47 odstotkov. Del sredstev za financiranje odkupa je bilo presenetljivo namenjeno dolgoročnim razvojnim naložbam kot so R&D, trženje, izobraževanje in kapitalske investicije. Managerski odkupi privedejo tudi do bolj korektnega odnosa do zaposlenih, saj management prepozna pomembnost vključitve vseh zaposlenih v proces poslovanja. Tako se je variabilni delež plače, ki je bil namenjen stimulaciji, povečal s povprečnih 16 odstotkov pred odkupom na skoraj 38 odstotkov. Število zaposlenih, ki so bili vključeni v opcijski sistem nagrajevanja pa se je povečal celo za petkrat, na malo več kot desetino vseh.

Študija tudi razkrije, da post-MBO obdobje označuje znaten porast prihodkov, kar potrjuje, da sposoben obstoječi management lahko prevede svoja znanja v boljše poslovne rezultate podjetja, če mu je dana svoboda in odgovornost odločanja (European Venture Capital Association, 2002).

### **3. MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENIJI**

#### **3.1 OKOLJE IN MANAGERSKI ODKUPI**

V Sloveniji je bilo podobno kot v ostalih tranzicijskih državah do sedaj izpeljanih razmeroma zelo malo pravih managerskih odkupov, kot jih poznamo v zahodnih tržnih ekonomijah. Namesto tega imamo največkrat opraviti s hibridom, ko so notranji odkupi značilna mešanica managerskega in delavskega odkupa. Nedvomno je opisano stanje v veliki meri posledica razdelitvene privatizacije. Stanje na področju managerskih odkupov pri nas je sicer podobno stanju v drugih tranzicijskih državah. Managerski odkupi še zdaleč ne dosejajo take razvojne dinamike, uspešnosti in širše sprejemljivosti v javnosti, kot ga ta oblika konvergence vodenja in lastništva podjetja uživa v razvitejših tržnih ekonomijah.

##### **3.1.1 Razdelitvena privatizacija kot nastavek za slovenske MBO/MBI**

Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (1993) je podjetjem ponujal več možnih programov lastninskega preoblikovanja. Poleg obveznega prenosa 40 odstotkov kapitala družbe na sklade (10 na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 10 na Odškodninski sklad, 20 odstotkov pa na Sklad z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam) je bila ena izmed najpogosteje uporabljenih možnosti tudi notranji odkup delnic. Podjetje je lahko samo izbralo način privatizacije, pogoj za notranji odkup pa je bil, da se je z njim strinjala in v njem sodelovala vsaj tretjina zaposlenih. Po prenosu 40 odstotkov delnic na sklade je bila opravljena interna razdelitev do 20 odstotkov ocenjene vrednosti oziroma vrednosti po otvoritveni bilanci v zameno za lastniške certifikate. Tej je lahko in večinoma tudi je sledil notranji odkup.

Notranji odkup je pomenil odkup delnic od sklada potem, ko je podjetje nanj preneslo del družbenega kapitala, ki je bil predmet odkupa. Značilnost notranjega odkupa je bila obročnost, saj je podjetje na račun upravičencev družbeni kapital od sklada lahko kupilo v petih letnih obrokih. Bistveno za interni odkup je bilo, da je podjetje odkupovalo od sklada delnice v korist zaposlenih delavcev in sicer s sredstvi iz dela dobička, ki je pripadal zaposlenim ali pa plač in drugih sredstev, ki so jih zaposleni vložili v podjetje. Z notranjim odkupom so torej zaposleni postali postopni lastniki kljub temu, da direktno niso vplačevali delnic, temveč je zanje to storilo podjetje. Vrednost delnic v programu notranjega odkupa se je določila na podlagi vrednosti iz otvoritvene bilance ali na podlagi ceno po metodi neto vrednosti sredstev, znižano za 50-odstotni popust. Upravičenci do notranjega odkupa so bili zaposleni, nekdanji zaposleni in upokojeni delavci podjetja (Bohinc, 1992, str. 49).

Ob tem je treba poudariti, da je šlo pri notranjih odkupih podjetij večinoma za brezplačno pridobitev znatnih deležev v podjetjih, ki so izbrala opisani način lastninskega preoblikovanja. Zaposleni in nekdanji zaposleni so namreč 20-odstotni delež podjetja pridobili z zamenjavo svojih lastninskih certifikatov, hkrati pa so lahko preostalih 40 odstotkov, ki niso bili dodeljeni skladom, odkupili s 50-odstotnim popustom. To pomeni, da je tudi do 40 odstotkov vrednosti podjetja lahko prešlo v roke notranjih lastnikov brezplačno.

Kot poudarja Marko Simoneti, direktor Mednarodnega centra za privatizacijo v vzhodni in srednji Evropi (CEEPN), ki je skupaj s sodelavci pripravil študijo »Spremembe v strukturi lastništva in poslovanju podjetij po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji«, so se z razdelitveno privatizacijo izoblikovale tri tipične skupine podjetij. Javna podjetja, ki kotirajo na borzi, notranja podjetja, ki ne kotirajo na borzi in kjer so notranji lastniki (zaposleni, nekdanji zaposleni in vodstvo) pridobili večinski delež ter zunanja podjetja, kjer imajo večinski delež drugi lastniki (predvsem pidi, KAD in SOD). Raziskava je pokazala, da način privatizacije ni bil naključen; uspešnost podjetja je določila tip lastništva. Tako so notranji lastniki pridobili nadzorni delež predvsem v razmeroma dobrih in hkrati dovolj majhnih podjetjih.

Management ima tako razmeroma velike ambicije za povečevanje lastniškega deleža, še posebej pri podjetjih z zunanjimi in notranjimi lastniki. Pri javnih delniških družbah so se sprijaznili z dejstvom, da ob nespremenjenih razmerah ne bo mogoče pridobiti bistveno večjega deleža. V notranjih in zunanjih podjetjih pa se na veliko ukvarjajo z vprašanji nadzora nad podjetji (Koražija, 2001, str. 37).

Leonardo Peklarič (2002) kot značilnosti slovenskega post-privatizacijskega okolja navaja:

- naključnost lastniške strukture;

Tabela 1: Lastniška struktura slovenskih podjetij, ki so šla skozi proces razdelitvene privatizacije

Notranji odkup	26,3 %
Sklad za razvoj	19,2 %
Interna razdelitev	18,6 %
Javna prodaja	12,9 %
Pokojninski sklad (KAD)	9,5 %
Odškodninski sklad (SOD)	9,5 %
Ostalo	4 %
Skupaj	100 %

Vir: Poročilo o stanju pri lastninskem preoblikovanju podjetij, 1996.

- polarizacija lastniške strukture na notranjo in zunanjo;
- intenziven proces konsolidacije lastništva in začetek prevzemov podjetij.

Med notranjimi lastniki se dogajajo dinamične spremembe, saj lastništvo iz rok zaposlenih prehaja v roke managementa, ki ima na voljo večja finančna sredstva, poleg tega pa odsotnost organiziranega trga z delnicami notranjih lastnikov in presežna ponudba še znižujeta cene delnic.

Pri zunanjih lastnikih je opaziti prenos lastništva delnic podjetij od udeležencev javnih prodaj k finančnim investitorjem in lastnikom družb za upravljanje, od pooblaščenih investicijskih družb k pravnim osebam-prevzemnikom ter od SOD in KAD k pooblaščenim investicijskim družbam (redkeje tudi obratno) in pravnim osebam–prevzemnikom.

Peklar še ugotavlja, da je bilo lastništvo managementa v slovenskih podjetjih sestavni del skoraj vseh programov lastninskega preoblikovanja. Notranji odkup podjetij in družba pooblaščenka pa sta do danes že postala sinonima za managersko-delavski odkup podjetja.

Glede lastništva managerjev v slovenskih podjetjih je bilo do sedaj na voljo malo podatkov. Eno redkih raziskav na tem področju so izvedli Aleksandra Gregorič, Ivan Ribnikar in Janez Prašnikar z Ekonomske fakultete. V proučevanje so zajeli skoraj 140 najbolj vitalnih slovenskih podjetij v obdobju od leta 1996 do 1998. Raziskava je pokazala, da se je delež lastništva managerjev v obdobju dveh let povečal z 1,81 na še zmeraj dokaj skromnih 2,78 odstotka. Sredi leta 2000 so bili v skoraj štirih desetinah opazovanih podjetij njihovi največji lastniki pooblašcene investicijske družbe, v petini druga nefinančna podjetja, v slabi šestini Kapitalska družba, v osmih odstotkih posamezniki, med temi verjetno tudi managerji, v približno petih odstotkih pa odškodninska družba in tujei. To je verjetno vse, kar je uradno znanega glede lastništva managerjev (Repovž, 2002, str. 9).

### **3.1.2 Nedorečena zakonodaja**

Šele primer managerskega odkupa v BTC je razkril velike pomanjkljivosti zakonskega okvirja, ki bolj kreativnim managerjem ponuja veliko svobode pri izvedbi odkupov, tudi na škodo lastnikov in upnikov. Na ministrstvu za gospodarstvo so v odgovor na dosedanjo prakso managerskih odkupov začeli pripravljati merila za njihovo izvajanje. Kot je povedala ministrica Tea Petrin (Popit, 2002, str. 22), je bila ugotovljena pomanjkljiva pravna ureditev instituta družb pooblaščenk. Treba bo zagotoviti preglednost v postopkih prodaje podjetij, ki jih prevzema management, predvideti pogoje financiranja, način zavarovanja kreditov bank z zastavo vrednostnih papirjev (delnic) in tistih elementov, ki se nanašajo na spremembe namembnosti danih kreditov.

Delovna skupina, ki je obravnavala problematiko preglednosti notranjih odkupov, je opredelila nekaj možnih sprememb in dopolnitev zakonodaje. Dopolnil naj bi se 225. člen zakona o gospodarskih družbah, s čimer bi preprečili možnost financiranja delničarjev s strani družbe ob nakupu njenih delnic. Zakon o prevzemih bi se spremenil tako, da bi po eni strani po vzoru iz pravnega reda Velike Britanije uvedli pravni institut presumpcije povezanih oseb, po drugi strani pa bi agenciji za trg vrednostnih papirjev razširili pooblastila, s katerimi bi ATVP lahko uvedla postopek in izrekala sankcije na podlagi suma kršitve načel obstoječe zakonodaje (Plahutnik, 2002). S tem naj bi bila zagotovljena ustrezna pooblastila za nadzor in sankcioniranje kršitev v procesih odkupov podjetij.

Združenje Manager hkrati zakonodajalca že nekaj let opozarja na nesprejetje zakona o udeležbi zaposlenih na dobičku, ki vsebuje koncept nagrajevanja managementa z delnicami in delniškimi opcijami, obenem pa predvideva ustrezne davčne spodbude. Njihova odsotnost je glavni razlog, da se v tujini tako priljubljen način nagrajevanja managerjev pri nas ni uveljavil.

### **3.1.3 Nezdostno razvita trg kapitala in trg denarja**

Razen bančnih posojil v Sloveniji še nimamo razvitih sodobnih instrumentov in ustanov za podporo transakcijam managerskih odkupov, kot so skladi privatnega oziroma tveganega kapitala. Kljub temu, da so transakcije običajno mnogo manjše kot v tujini, so cene managerskih odkupov v večini primerov previsoke, da bi jih lahko management v celoti financiral sam prav zaradi premajhne koncentracija in akumulacije kapitala v rokah posameznikov. V tujini banke managerjem ne omogočajo celotnega financiranja, ker nočejo prevzeti tako visokih tveganj, zato je vključitev kapitalskega vlagatelja v lastniški kapital predpogoj za njihovo sodelovanje. V povprečju so lani v Evropi banke v odkupih z zadolževanjem (LBO), ki vključujejo tudi MBO/MBI, financirale 50,5 odstotkov celotne vrednosti transakcij (Leveraged buy outs, 2002).

Specializirani investicijski skladi (tako imenovani sponzorji), ki so takoj za bankami drugi najpomembnejši vir sredstev za odkupe, pri nas pa jih še ne poznamo, so samo od leta 1998 do 2001 leta v Evropi v te operacije vložili več kot 120 milijard evrov (Krašovec, 2002, str. 26). Pri nas pa si managerji ob konzervativnih bankah zaenkrat lahko pomagajo le še s tujimi ali domačimi strateškimi partnerji, zato je prav rast števila tovrstnih managerskih odkupov najopaznejša.

Za najuspešnejša slovenska podjetja se pojavljajo tudi tuji interesenti, ki želijo obstoječi management podpreti v odkupih. Uprave Leka, Krke, Petrola in Gorenja so o smiselnosti in izvedljivosti managerskega odkupa s posojili iz tujine prepričevali v investicijski banki Credit Suisse First Boston (CSFB). Zaenkrat še neuspešno.

Premika pa se na področju slovenskih skladov tveganega kapitala, katerih dosedanja praksa je bila večinoma zagotavljati semenski, zagonski in investicijski kapital perspektivnim mladim podjetjem. Od zamisli v KD Group, kjer so med prvimi zaznali tržno priložnost v buyout skladu oziroma skladu za odkupe podjetij, mineva že dobro leto, sedaj pa se bližajo tudi sami ustanovitvi prvega buyout sklada pri nas. Postopek od ustanovitve do zbiranja kapitala ter prvih naložb tovrstnega sklada traja približno leto in pol do dveh let.

Buyout sklad KD Capital, ki ga ustanavlja KD Group, bo vlagal predvsem v že delujoča, večja oziroma razvitejša podjetja z razmeroma močnimi tržnimi deleži v svoji panogi, ki hkrati dosegajo pozitivne finančne rezultate in se lahko po potrebi dodatno zadolžujejo, vendar so iz različnih razlogov podcenjena, ali pa v hčerinska podjetja večjih družb, ki se bodo želela preoblikovati. Glede na majhnost slovenskega kapitalskega trga namerava sklad KD Capital zbrati od 50 do 70 milijonov evrov in jih vložiti predvsem v domača podjetja, ki dosegajo najmanj pet do največ 75 milijonov evrov prometa na leto. Za prevzemanje večjih podjetij že razmišljajo o povezovanju z tujimi buyout skladi.

Eno najzahtevnejših področij je bilo oblikovanje pravnoformalne strukture, saj naš pravni oziroma davčni sistem nima posebno opredeljene oblike investicijskih skladov, kot so buyout skladi. Predvsem zaradi davčnih razlogov (ugodnosti) so se odločili, da bodo uporabili eno izmed tujih oblik in jo prilagodili domačim razmeram.

Naslednja težka naloga, s katero se soočajo, je zbiranje kapitala. Želijo si pridobiti sredstva domačih vlagateljev, predvsem uveljavljenih finančnih ustanov in uglednih podjetij, saj bi bilo brez njihovega zaupanja težko pridobiti tuje vlagatelje. Za sklad družbe KD Group bo najnižji vložek znašal okoli milijon evrov, letna donosnost na vložena sredstva pa naj ne bi zaostajala za povprečjem, ki za buyout sklade znaša okoli 30 odstotkov (Kalacun, 2002, str. 20).

### **3.1.4 Nenaklonjeno javno mnenje o managerskih odkupih**

Kot povsod v regiji je tudi v Sloveniji javno mnenje na vprašanje managerskih odkupov zelo občutljivo. Na eni strani javnost še zmeraj s težavo sprejema naraščajoče socialne razlike in v managerskih odkupih vidi le neupravičeno bogatenje posameznikov s pomočjo tujega kapitala, ne sprevidi pa tveganja, v katerega se posameznik-prevzemnik podaja, če je v odkup vložil tudi (relativno) znatna osebna sredstva. Prav to zadnje pa je v slovenskih razmerah lahko vprašljivo.

Če managerji ob managerskem odkupu ne zastavijo tudi svojega premoženja, ampak nakup financirajo le s prihodnjimi donosi podjetja, pridobijo lastništvo nad podjetjem, ne da bi za to prevzeli omembe vredno tveganje. Oblikovati je potrebno tako zakonodajo in ustvariti take razmere, ki bodo preprečevale moralni hazard. To je mogoče zagotoviti s številnimi mehanizmi, ki bi zagotavljali, da bi bila namera managerjev, da odkupijo podjetje, javna in bi imeli tudi drugi kupci možnost, da podjetje kupijo ob izpolnjevanju pogojev. Zato so tudi drugod čedalje bolj v navadi dražbe, kjer skupina managerjev nastopa kot eden izmed kupcev. Omenimo lahko še nekaj posebnosti, ki postopke managerskih odkupov v Sloveniji dodatno zamegljujejo:

- razpršena in raznolika delniška struktura, ki zapleta proces koncentracije večinskega deleža;
- managerji se pri odkupih pogosto poslužujejo notranjih informacij, s katerimi pa lastniki in zaposleni dostikrat niso niti seznanjeni;
- statično pojmovanje lastniške pravice (managerji pogosto odkupujejo podjetja brez jasno načrtovanega finančnega izhoda oziroma žetve);
- nizka splošno raven znanja glede značilnosti in vloge managerskih odkupov;
- špekulativni nameni nekaterih kupcev, ki so zainteresirani za managerski odkup le zaradi hitrega zaslužka ne pa razvoja poslovanja;
- obravnavanje le tistih transakcij, v katerih managerji lahko dosežejo večinski delež (polno avtonomijo).

### **3.1.5 Prednosti slovenskega okolja za MBO/MBI**

Del zdajšnjih zunanjih lastnikov, predvsem oba državna sklada SOD in KAD, ki konsolidirata svoje premoženje in ga koncentrirata na nekaj sto podjetij, ter pooblaščenice investicijske družbe, dostikrat prevzame vlogo pasivnega lastnika v podjetjih in je željan prodaje. Zaradi postopnega preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v delniške družbe holding, investicijske sklade in vzajemne sklade, ki je pogojeno z obveznim usklajevanjem lastniškega portfelja, je na voljo veliko možnih tarč za odkup.

Obstajajo izrazite možnosti izboljšanja poslovanja tarče, saj so managerji-lastniki zaradi nadzora in pritiska kreditodajalcev prisiljeni iskati v podjetjih tudi zadnje notranje rezerve.

K ustvarjanju visokega kapitalskega donosa udeležencem pripomorejo relativno nizke cene delnic ali poslovnih deležev, kar lahko pripišemo nezadostni likvidnosti kapitalskih trgov ter množici delniških družb, ki se ne nahajajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Zato je trgovanje z njihovimi delnicami nepregledno in ni podvrženo nadzoru, ki bi preprečilo izigravanje delničarjev in prisotnost špekulativnih motivov.

### **3.2 VLOGA DRUŽB POOBLAŠČENK**

Leonardo Pekar je družbe pooblaščenke označil kot zakonsko dopuščena in najpogostejša oblika delavsko-managerskega odkupa, zato sem se odločil podrobneje predstaviti ureditev tega pravnega instituta.

Družba pooblaščenka je bila zakonsko uvedena z Zakonom o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (v nadaljevanju ZPPOLS), ki je upravičencem do notranjega nakupa delnic podelil možnost, da lahko zaradi izvedbe programa notranjega odkupa ustanovijo družbo pooblaščenko kot posebno gospodarsko družbo, ki v svojem imenu in za račun upravičencev kupuje delnice v okviru programa notranjega odkupa (prvi odstavek 17. člena ZPPOLS, 1995). Zakon o prevzemih (81. člen Zpre, 1997) to upravičenje razširja tudi na delničarje tiste delniške družbe, ki se je lastninsko preoblikovala na podlagi zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP), kot način izvedbe lastninskega preoblikovanja pa ni bila izvedena javna prodaja delnic. Vendar zakon (odstavek 2. člena Zpre, 1997) jasno določa, da njegove določbe veljajo tudi za delnice ostalih družb, če je osnovni kapital družbe večji kot milijarda tolarjev oziroma število imetnikov delnic večje od 500.

Nedvomno gre za enega najučinkovitejših obrambnih mehanizmov, ki jih dopušča naša zakonodaja in ki ga je uspešno izkoristilo kar nekaj slovenskih privatiziranih delniških družb. Primer BTC je pokazal, da posebnosti oziroma pomanjkljivosti pravne ureditve družb pooblaščenk omogočajo tudi prevzem družbe s strani notranjih lastnikov pod krinko obrambe pred tujim prevzemnikom.

#### **3.2.1 Družba pooblaščenka kot oblika lastništva zaposlenih**

Ideja o družbi pooblaščenki izvira iz ameriške konstrukcije ESOP (Employee Stock Ownership Plan), kot oblike lastništva zaposlenih. Ena temeljnih razlik med ESOP in družbo pooblaščenko je ta, da pri nas v njej v koaliciji notranjih lastnikov sodelujejo tudi bivši zaposleni. Cilj družbe pooblaščenke je tako bolj v obvladovanju kontrolnega deleža in na ta način nadzor nad spremembami v družbi, kot pa spodbujanje k učinkovitejšemu delu, kar je namen ESOP.

Vsak zaposleni, ki vstopi v družbo, lahko pod natančno določenimi pogoji postane član ESOP programa in lastnik delnic družbe, pri kateri je zaposlen. Nakup delnic se financira tako, da



ESOP pri banki najame posojilo, za katerega odplačilo jamči gospodarska družba, v okviru katere je ESOP ustanovljen, ter za zaposlene kupi delnice, s katerimi nato tudi upravlja. S potekom let zaposleni v sklad vlagajo denarne prispevke, s katerimi sklad banki odplača posojilo.

Naslednja pomembna razlika je v prenosljivosti delnic. Zaposleni, ki so vključeni v ESOP program, svojih delnic namreč ne morejo prosto prodati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, pač pa jih lahko odkupi le ESOP sklad. Delnice družbe pooblaščenke pa so neprenosljive le v času trajanja notranjega odkupa, kasneje pa za njihovo (ne)prenosljivost velja režim, kakršnega so v statutu oziroma družbeni pogodbi določili ustanovitelji družbe pooblaščenke (18.člen ZPPOLS, 1995). Notranji lastniki lahko tako prek družbe pooblaščenke prevzamejo gospodarsko družbo, kasneje pa jih nato pri nadaljnji prodaji le-te nič ne ovira.

### **3.2.2 Izjema od javne ponudbe**

Za družbo pooblaščenko velja izjema, saj se za delnice, ki jih le-ta pridobi, ne uporabljajo določbe zakona o prevzemih (Zpre), ki vedno, kadar je pri skupnem delovanju prisoten prevzemni namen, oziroma ko skupno delovanje zagotavlja vsaj 25 % glasovalnih pravic, vevljajo izstavitev javne ponudbe. Med pridobivanjem lastniškega deleža družba pooblaščenka tako ni dolžna izstaviti javne ponudbe za odkup, pa tudi ne obveščati Agencije o pridobljenem kvalificiranem deležu.

Kljub temu, da je dolžnosti javne ponudbe oproščena družba pooblaščenka, pa je vprašljivo, ali velja ta izjema tudi za več kot 25 % delež, ki ga pooblaščenka obvladuje skupaj z neko drugo delniško družbo, saj 60. člen Zpre določa obveznost javne ponudbe tudi, kadar osebe, ki skupno delujejo pri uresničevanju glasovalne pravice neke delniške družbe, skupno pridobijo 25% ali več glasovalnih pravic te iste družbe.

### **3.2.3 Prosto urejanje kapitalske strukture in upravljalških razmerij**

Nina Cankar (2002, str. 16) ugotavlja, da je izjema od obvezne javne ponudbe še posebej zanimiva ob upoštevanju določbe, da se kapitalska struktura in upravljalška razmerja družbe pooblaščenke oblikujejo prosto, torej s statutom, kar pomeni odstop od strogih pravil delniškega prava glede urejanja notranjih razmerij v družbi (18. člen ZPPOLS, 1995). Poleg tega niti ZPPOLS, še manj pa ZPre ne vsebujeta nikakršnih določb o organizaciji družbe pooblaščenke, natančnih pogojev za članstvo, pravilih vstopa in izstopa ter o minimalnem potrebnem številu članov. Ustanovitelji družbe pooblaščenke imajo torej pri odločanju o vseh teh vprašanjih popolnoma proste roke.

### **3.2.4 Predlogi za zakonsko ureditev družbe pooblaščenke**

Ogromen maneverski prostor, ki ga ustanoviteljem družbe pooblaščenke ponuja zdajšnja ohlapna zakonska ureditev, omogoča izigravanje zakonskega namena tega instituta ter zelo različen pomen in vpliv družb pooblaščenk na poslovanje matičnih družb. Za uspešno doseganje ciljev ustanovitve družb pooblaščenk Nina Cankar (2002, str. 16) predlaga izoblikovanje natančnih pravil njene organizacije in delovanja, hkrati pa podaja nekaj predlogov za zakonsko ureditev:

- zakon bi moral določiti minimalne pogoje, ki jih mora pooblaščenka izpolnjevati oziroma, kakšna mora biti njena struktura (določiti minimalno število ustanoviteljev);
- moral bi določiti tudi, kdo je sploh lahko član takšne pooblaščenke in kakšna so pravila za vstop. Načeloma bi to morali biti vsi zaposleni v družbi. Zagotoviti je treba možnost sodelovanja novim zaposlenim;
- zagotoviti ohranjanje lastništva zaposlenih z neprenosljivostjo delnic pooblaščenke na tretje osebe. Trenutna ureditev zahteva neprenosljivost delnic le v času trajanja notranjega odkupa, nato pa ustanoviteljem pušča proste roke;
- v primeru izključitve proste prenosljivosti delnic je treba vzpostaviti notranji trg teh delnic in delničarjem zagotoviti, da bodo svoje delnice lahko prodali tudi, če zanje ne bo ustreznega kupca;
- zakon bi moral tudi določati v katerih primerih pooblaščenka preneha obstajati po samem zakonu. Eden takšnih razlogov bi bil lahko zmanjšanje števila ustanoviteljev pod zakonsko določeno mejo ali neizpolnjevanje zahtevane strukture delničarjev.

### **3.3 ZANIMANJE ZA MANAGERSKI ODKUP V SLOVENIJI**

Netransparentnost samih managerskih odkupov v Sloveniji je eden od razlogov za pomanjkanje celovitih akademskih raziskav na tem področju. Zato je Združenje Manager junija 2002 samo izvedlo anketo med 214 vodilnimi managerji, ki so bodisi člani združenja bodisi nečlani, katerih podjetja sodijo med največjih tristo gospodarskih družb po dobičku oziroma prihodku v Sloveniji. Polovica zajetih podjetij je bilo velikih gospodarskih družb, med preostalimi pa je bilo skoraj tri četrtine srednjih, najmanj pa malih podjetij. Managerjem so bila postavljena vprašanja o njihovi zainteresiranosti za managerski odkup podjetja, načinu izpeljave in o virih sredstev za izpeljavo transakcije. Podrobnejši rezultati ankete so predstavljeni v prilogi 3.

Natančno polovica vseh vodilnih se za managerski odkup zanima, 13,2 odstotka vprašanih pa je odgovorilo, da je bil MBO v določeni obliki že izpeljan. Relativno najmanjši (9,3 odstotka), a še vedno veliko večji, kot je bilo takrat splošno prepričanje v javnosti, je delež že izpeljanih odkupov v velikih podjetjih. V veliki večini primerov ne gre za klasični managerski odkup, temveč za (delne) managersko-delavske odkupe, ki imajo svojo zasnovo v načinu izbranega modela preoblikovanja v procesu privatizacije.

Pripravljenosti, da bi odkup izpeljali osebno ter tako nosili največji del tveganj pa tudi morebitnih nagrad, razumljivo ni bilo veliko. V malih podjetjih, kjer je bil ta delež največji, bi odkup sama izpeljala četrtnina anketirancev. Največja skupina (približno polovica interesentov) bi se odločila za MBO skupaj z drugimi vodstvenimi delavci, le nekoliko manj pa bi si želelo izpeljati managersko-delavski odkup podjetja (v velikih družbah skoraj 37 odstotkov, v srednjih nad 42 odstotkov in v malih 20 odstotkov vprašanih). Managerji, ki se za managerski odkup niso zanimali, so kot najpogostejši razlog za to navedli, da MBO v podjetju ni možen.

Pri vprašanju, ki se je nanašalo na vir sredstev za odkup, je večina vodilnih videla možnost v povezovanju osebnega kapitala in posojil domačih bank oziroma drugih domačih finančnih ustanov (58 odstotkov v velikih, 60 odstotkov v srednjih in 87 odstotkov v malih podjetjih). Le redki in še to samo v velikih podjetjih računajo tudi na tuje finančne ustanove, še redkeje pa na tuje poslovne partnerje. Razlog je iskati v odsotnosti tujih skladov tveganega kapitala (sponzorji), ki take transakcije z kapitalskimi vstopi aktivno podpirajo, in nerazvitosti domačega trga kapitala. Presenetljiv je bil delež tistih, ki bi v odkup podjetja vložili izključno lastna sredstva. Za odkupe večjih podjetjih osebna sredstva managementa vsekakor ne zadostujejo, prevzem tako velikega tveganja pa bi bil tudi s stališča posameznika neracionalen. Ob nezadostni akumulaciji in koncentraciji kapitala v Sloveniji v rokah managerjev lahko tako visok delež predvsem pri velikih podjetjih (16,9 odstotka) pripišemo tudi nezadostnemu poznavanju postopka izvedbe managerskega odkupa med vodilnimi v nekaterih slovenskih podjetjih.

### **3.4 ORGANIZACIJSKA STRUKTURA MANAGERSKEGA ODKUPA**

Najbolj uporabljana oblika je zaradi davčnih in drugih razlogov managerski odkup preko posrednika za posebne namene (special purpose vehicle). To je novo podjetje, čigar lastniki so MBO partnerji ali pa samo management ekipa in v katerem so lahko delničarji tudi zaposleni. SPV lahko ponudi storitve upravljanja/vodenja (in druge storitve) podjetju tarči za primerno provizijo na podlagi pogodbe o vodenju. To je v korist obeh družb, saj taki dogovori ponavadi določajo, da so stroški vodenja nižji, kot če bi bili managerji v delovnem razmerju s podjetjem tarčo.

Managerski (oz. managersko-delavski) odkupi so pogosti pri majhnih in srednje velikih podjetjih, zlasti v storitvenih dejavnostih.

Največji problem, ki se pojavlja pri strukturi financiranja, je vprašanje kapitalskega vložka. Načrtovalci odkupa v Sloveniji namreč le redko vključijo tvegani ali privatni kapital v finančno strukturo in se raje odločajo za več dolga. Za to obstaja več razlogov. Najbolj očitni je ta, da je tovrstnih skladov v Sloveniji zelo malo. Skladi iz tujine so večinoma pripravljene financirati le največja in najuspešnejša slovenska podjetja, saj tako zmanjšujejo stroške na

investirano enoto kapitala. Obstaja pa tudi bolj ljudski vzrok: v mnogih primerih je izključevanje posledica želja managementa, da prevzame kontrolni lastniški delež.

Seveda takšna struktura financiranja odpira nova vprašanja:

- a) kdo bo prevzel vlogo drugega najbolj pomembnega kapitalskega partnerja?
- b) kje najti vir za odplačilo dodatnega dolga?
- c) kaj je lahko vir manjkajočih sredstev?
- d) ali obstaja dodaten vir financiranja, ki lahko ponudi prožnost kapitalskega partnerja?

Če na zgoraj postavljena vprašanja management ne ponudi zadovoljivih odgovorov, morajo banke vračunati povečanje tveganja za upnike, kar podraži in zaplete odobravanje kredita, saj banke zahtevajo več zagotovil, garancij in zavarovanj.

Managerji si pri premostitvi finančne luknje pri izvedbi odkupa lahko pomagajo tudi z lastniškim vložkom strateškega partnerja, kar postaja vse bolj pogost pojav v Sloveniji. Tudi prodaja sredstev, odvečnih dejavnosti in optimizacija (odprodaja) zalog so sestavni del prvih aktivnosti podjetja po odkupu. Možno je zadržanje manjšega lastniškega deleža s strani prodajalca in torej le delni managerski odkup oziroma zamenjava navadnih delnic za obveznice ali odkupljive prednostne delnice brez glasovalnih pravic, kar predstavlja posojilo s strani prodajalca. Kot ena izmed možnosti se omenja tudi dogovorjena nižja cena z vključitvijo klavzule »clawback«, ki omogoča udeležbo prodajalca na bodočih kapitalskih dobičkih, če se ti izkažejo za večje od predvidenih.

Veliko bolj kot klasične oblike MBO/MBI so v Sloveniji uveljavljeni notranji odkupi podjetij, v katerih sodelujejo tako management kot ostali zaposleni. Splošne značilnosti teh odkupov so:

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

Korže (2002) managersko-delavske odkupe, kakršne poznamo v Sloveniji, prišteva med alternative MBO oziroma med metode finančnega prestrukturiranja, ki omogočajo koncentracijo delnic v rokah notranjih lastnikov. V tujini so se razvile kot odgovor na poskuse sovražnih visoko kreditiranih prevzemov, vključujejo pa:

- konverzija delnic v dolg (equity to debt conversions);
- kreditirani odkupi lastnih delnic (leveraged share repurchase, leveraged recaps);

- finančno prestrukturiranje z uporabo hibridnih instrumentov.

Odkup in pozneje umik delnic z uporabo dolga je načeloma primeren za stabilna podjetja, ki so pretežno financirana z lastniškim kapitalom. Podjetje se zadolži (navadno dolgoročno z uporabo realnih zavarovanj) in z izposojenim denarjem odkupi delnice:

- pro rata (ne pride do spremembe lastniške strukture in nadzora nad podjetjem);
- z odprtega trga (v primeru javnih družb) oz. z direktnim odkupom od vseh delničarjev, ki želijo prodati. Razultat transakcije je koncentracija lastništva, toda tudi večja zadolženost.

Taka transakcija ima tudi davčne implikacije tako na strani podjetja kot tudi (starih in novih) delničarjev.

### **3.5 FINANCIRANJE MANAGERSKEGA ODKUPA**

Glede na dejstvo, da pri financiranju klasičnih managerskih odkupih v Sloveniji prevladuje bančno kreditiranje, sem se odločil podrobneje in celoviteje predstaviti vlogo bank in bančnega financiranja v transakcijah managerskega odkupa v Sloveniji (Medja, 2002).

Nekatere banke v Sloveniji so že razvile produkte svetovanja in strukturiranja posla že v njegovi začetni fazi. Poglavitni pogoj za sodelovanje banke je predvsem struktura financiranja, ki mora zagotavljati stabilnost in časovno usklajenost izvedbe odkupa. Ob predstavitvi določene strukture financiranja banke opravijo skrbni pregled, da določijo možna tveganja in prednosti. Ni neobičajno, da se tudi banke posvetujejo z davčnimi, pravnimi in drugimi zunanjimi strokovnjaki in jih zaprosijo za njihova mnenja.

V primeru znatnega bančnega financiranja banke v kreditno pogodbo vpeljejo zaveze, ki zacementirajo (finančno, lastniško) strukturo, kar pomeni, da je brez privolitve banke ni možno spreminjati.

#### **3.5.1 Ključni koraki v procesu gradnje strukture managerskega odkupa z banko**

1. Začetno srečanje: MBO/MBI partnerji ali managerska ekipa banki predstavijo projekt, čemur sledi medsebojna izmenjava pogledov in idej. Če je študija uresničljivosti že pripravljena, sledi razprava o njej.
  - Od vseh predstavljenih projektov po izkušnjah Janka Medje okoli ena tretjina ni primernih za nadaljevanje. Razlogi so najpogosteje neekonomičnost projekta, neprimerna struktura financiranja, pomanjkanje priprav, neprimerna panoga ciljnega podjetja ter odprta pravna vprašanja.

2. Managerska ekipa zaključi gradnjo strukture, ki vključuje potrebno financiranje in pripravi načrt projekcij ter študijo uresničljivosti. Na tej osnovi banka izda pismo o nameri oziroma okvirno ponudbo.
3. Managerska ekipa zagotovi popolno razkritje zahtevanih podatkov in informacij.
4. Banka zagotovi zaupnost in pridobi podatke.
5. Managerska ekipa zatem nadaljuje s potrebnimi tržnimi in ekonomskimi analizami, pravnimi, davčnimi in ostalimi sestavinami skrbnega pregleda, hkrati pa se z banko usklajuje glede ključnih sestavin in vprašanj projekta.

Vzporedno poteka skrbni pregled, ki ga izvaja banka sama. Ta vključuje analizo ciljnega podjetja in panožno analizo, neredko pa tudi analizo konkurenčnosti. Banka se mora prepričati, da denar zaupa v roke skrbnih in sposobnih ljudi, zato pregleda preteklo uspešnost in sposobnost managerske ekipe ter njeno predanost podjetju. Pregleda in oceni tudi poslovni načrt in finančne projekcije, ki jih predstavi managerska ekipa, obenem pa primerja dokumente z izračuni lastnega finančnega modela, ki ponavadi temelji na konzervativnih (bolj realističnih) predpostavkah. Temu sledi pregled zunanjih poročil skrbnega pregleda (pravno, davčno, okoljstveno, revizorsko) in preostale dokumentacije, ki je povezana s projektom.

### **3.5.2 Zahtevane predpostavke in splošne opredelitve**

Banke pri svojem odločanju o kreditiranju managerske ekipe sledijo smernicam in težijo k temu, da so določene predpostavke, ki zagotavljajo nižje tveganje in večjo motiviranost managerjev, izpolnjene:

- struktura odkupa mora zagotavljati MBO partnerjem večinski nadzor, ki jim omogoča dokončanje začrtanega projekta;
- struktura mora na strani posojilodajalca (sindikata, klubski dogovor) kot na strani posojilojemalca (en ali več posojilojemalcev, poroki, sponzorji) kar najbolj ustrezati namenu odkupa;
- tip, obseg projekta in višina bančnega financiranja so določeni (ponavadi so določeni celotni projektni stroški, bančno financiranje pa je omejeno z določenim odstotkom celotnih stroškov projekta);
- MBO partnerji naj bi se zavezali projektu z:
  - investiranjem kapitala v višini najmanj 30 do 40 odstotkov celotnih stroškov projekta;
  - zagotavljanjem vseh potrebnih informacij bankam in ostalim udeležencem, da ti lahko uspešno zaključijo skrbni pregled;
  - osebnimi sredstvi (ne samo osebnimi posojili) in obvezo, da bodo na projektu vztrajali določen čas.

### 3.5.3 Črpanje, dospelost (ročnost) in odplačilo kredita

Črpanje kredita je lahko v enem ali več zneskih. Če je čas črpanja daljši od enega meseca, se za nečrpani znesek zaračuna provizija.

Dospelost bančnega kredita sicer določa dinamika denarnega toka tarče, ki je vir za poplačilo obveznosti do banke, vendar ta vseeno naj ne bi bila daljša od 5 do 7 let. Odlog plačila ni običajen, saj MBO naj ne bi oviral poslovanja podjetja.

Dinamika odplačila kredita je lahko različna. Ponavadi se odplačuje glavnica z obrestmi v enakovrednih četrtletnih ali polletnih obrokih, če pa je možno, se tudi kako drugače prilagodi potrebam managerskega odkupa. Možno je tudi prostovoljno predčasno poplačilo dolga.

Predčasno poplačilo pa je obvezno:

- v primeru izstopa enega ali več partnerjev iz MBO/MBI;
- v primeru izplačila dividend;
- v ostalih sporazumno določenih primerih;

### 3.5.4 Kritja, poroštva in zaveze

Banka v odvisnosti od ocene tveganja projekta lahko zahteva številna kritja in poroštva, ki zadevajo tako MBO partnerje in prevzemno podjetje kot podjetje tarčo. Nekaj primerov:

- zastava lastniškega deleža v MBO tarči, zastava morebitnih izplačanih dividend;
- zastava lastniškega deleža v prevzemnem podjetju;
- osebna poroštva managementa;
- zastava osebnih sredstev v primeru osebnih kreditov;
- zastava pravic iz zavarovalnih polic in pogodb o vodenju;
- odstop terjatev in poroštev;
- zastava sredstev MBO tarče, če je pravno in etično možno (to je lahko zaradi zaščite pravic manjšinskih delničarjev oteženo – najverjetneje bi ob zastavi potrebovali vsaj odobritev s strani nadzornega sveta tarče);
- garancije strateških ali kapitalskih partnerjev;
- različne oblike podpore sponzorja ali partnerja (nakupna/prodajna opcija na zastavljen lastniški delež, načrtovana vlaganja).

Zavezam managementa, da ohranja minimalna ali maksimalna razmerja določenih finančnih kategorij pravimo finančne zaveze MBO tarče in MBO skupine. Predlagane zaveze morajo vedno biti usklajene s konzervativnimi (bančnimi) finančnimi projekcijami. Najpomembnejše so:

- maksimalno razmerje med dolgom in kapitalom ter maksimalno razmerje med dolgom in celotnimi sredstvi, včasih pa je maksimalni dolg podan tudi absolutno;

- minimalni prosti denarni tok glede na prodajne prihodke, EBIT glede na prodajne prihodke in EBITDA glede na prodajne prihodke;
- EBITDA v razmerju do obresti na dolg ter operativni denarni tok v razmerju do servisiranja dolga.

Običajne vrednosti, ki spremljajo bančno financiranje je najlažje podati relativno. Tako je maksimalni MBO kredit običajno štirikratnik EBITDA. Minimalni kapital in maksimalni bančni kredit običajno predstavljata 40% celotnih sredstev podjetja tarče, so pa te številke lahko močno odvisne od narave poslovanja. Pri minimalnem obrestnem pokritju z EBITDA je običajno zahteva multiplikator od 3 do 4, medtem ko minimalno servisiranje dolga naj ne bi presegalo 1,5-kratnik EBITDA.

Poleg finančnih zavez se mora managerska ekipa zavezati tudi k poročanju banki (letni revidirani izkazi uspeha, polletna poročila o doseganju načrtovanega poslovanja, razlage). Informacije morajo biti podane popolno, točno in pravočasno.

Tudi v vsakodnevem poslovanju je managerska ekipa lahko močno odvisna od volje banke, saj je lahko pristojna za dajanje soglasij za nove bančne ali druge kredite ter za večje in neobičajne investicije.

Kot izkaz dobre volje in uvod v plodnejše sodelovanje pa bo banka vsekakor najprej želela prenos poslovanja (računov) podjetja tarče pod njeno okrilje.

### **3.5.5 Posredni in neposredni stroški financiranja**

Obrestna mera za dan kredit je odvisna od tveganja in strukture odkupa ter zapadlosti in zavarovanja kredita. Za 5 do 7-letni kredit znaša cena denarja okvirno : Euribor + 2,5 do 5% na leto ali TOM + 5,5% do 7% na leto.

Poleg obrestne mere mora kreditojemalec banki plačati tudi provizije, ki so odvisne od finančne strukture MBO. Celotne direktne provizije lahko znašajo od 0,6 do 3 odstotka bančnega financiranja, odvisne pa so od velikosti transakcije, njene zapletenosti in drugih dejavnikov. Tudi posredni stroški, povezani s financiranjem (notarske storitve, včasih zunanja strokovna mnenja), so lahko pomembni.

## **3.6 DAVČNI VIDIK MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETA**

(Šešok, 2002, str. 1-18)

Managerske odkupe zaradi svoje kompleksnosti glede udeležencev, tehnik financiranja in tveganj velja skrbno preučiti z vseh vidikov, tudi davčnega. Slovenska davčna zakonodaja za managerske odkupe ne predvideva praktično nobenih spodbud, vendar pa to še ne pomeni, da MBO ni možno izpeljati na način, da se deloma financira tudi iz davkov in prispevkov, ki drugače pripadajo državnemu proračunu, torej davčno bolj ugodno.



Šešok ugotavlja, da so za MBO transakcije z davčnega vidika pomembna zlasti naslednja vprašanja:

1. Ali v okviru MBO pridobiti kapital (delnice, deleže) ali sredstva (npr. proizvodna sredstva družbe tarče)?

Pridobitev sredstev je v določenih pogledih lahko privlačnejša od pridobitve kapitala družbe, ki je v Sloveniji najpogostejši način managerskega odkupa. Davčna zakonodaja določa, da se s sredstvi ne prenašajo morebitne negativne davčne implikacije, npr. potencialne davčne obveznosti, ki bi jih davčni organ ob morebitnem davčnem pregledu ugotovil na družbi tarči.

Prav tako je pridobitev sredstev podlaga za uveljavljanje investicijske olajšave (investicijska olajšava v višini 40-odstotkov investiranega zneska v osnovna sredstva), vendar le v primeru, da prevzemniki pridobijo sredstva prek gospodarske družbe. Uveljavljanje investicijske olajšave je namreč vezano na pridobitev sredstev prek pravne osebe.

Določen kompromis med pridobitvijo kapitala in sredstev je mogoče doseči prek oddelitve dela družbe z ustanovitvijo nove družbe (spin-off). Na ta način se v prvem koraku na novoustanovljeno družbo prenese del premoženja prenosne družbe (družba tarča), nato pa se v drugem koraku delnice oziroma deleži na novo ustanovljene družbe prodajo prevzemnikom. Ker gre za univerzalno pravno nasledstvo, se na novoustanovljeno družbo prenese tudi sorazmerni del davčne izgube, pri čemer davčne olajšave ostanejo nedotaknjene.

2. Ali pridobiti kapital ali sredstva kot fizična oseba (neposredno prevzemniki) ali prek vmesne družbe?

Managerji se družbo, ki jo vodijo, lahko odločijo prevzeti neposredno kot fizične osebe ali prek vmesne družbe, ki jo ustanovijo za potrebe prevzema družbe tarče. Z davčnega vidika je od navedenih možnosti primernejši prevzem prek vmesne družbe. Veljavna davčna zakonodaja namreč omogoča večje davčne ugodnosti pravni osebi. Pravna oseba lahko uveljavlja investicijsko rezervo, upošteva plačane obresti kot davčno priznani odhodek in ponudi znižanje davčne obveznosti posameznikom, ki so ustanovili vmesno družbo in prek nje nudijo storitve poslovanja prevzeti družbi.

Poleg tega se ustvarjeni kapitalski dobiček všteva v davčno osnovo davka od dobička pravnih oseb. Kapitalski dobiček, ki ga ustvari fizična oseba, pa je po drugi strani podvržen dvojni obdavčitvi. Najprej z 30-odstotnim davkom od dobička iz kapitala, nato pa preko dohodninske osnove še s progresivno stopnjo dohodnine. Prednost pri obdavčitvi ima fizična oseba le v primeru, da pridobljenega kapitala ne proda pred pretekom treh let od dneva pridobitve.

3. Kakšne davčne olajšave lahko izkoristijo osebe, ki so udeležene v MBO?

Edina davčna olajšava za prevzemnika, ki je pravna oseba (vmesna družba) je oblikovanje investicijske rezerve. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (1993, s spremembami in dopolnitvami) določa, da lahko davčni zavezanec oblikuje investicijske rezerve za vlaganja v

opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena dolgoročna sredstva ter za dolgoročne naložbe v druge osebe v Republiki Sloveniji. V primeru, da davčni zavezanec uveljavlja investicijsko rezervo, se mu prizna davčna olajšava v višini oblikovanih rezerv, vendar največ v višini 10 odstotkov davčne osnove. Investicijska rezerva se oblikuje vnaprej. Če davčni zavezanec (vmesna družba), ki je oblikoval investicijsko rezervo in izkoristil davčno olajšavo, po preteku četrtega poslovnega leta od uveljavitve davčne olajšave ni porabil vseh investicijskih rezerv, mora za ustrezen znesek povečati davčno osnovo.

Z vidika posameznikov (fizičnih oseb) predstavlja vplačani znesek za pridobitev delnic zmanjšanje dohodninske osnove, vendar ta lahko znaša največ 3 odstotke dohodninske osnove.

#### 4. Kakšne so davčne posledice MBO za družbo tarčo?

MBO načeloma nima negativnih davčnih implikacij za družbo tarčo. Morebitna davčna izguba, ki jo je ustvarila družba tarča, se s spremembo lastniške strukture (prevzem z MBO) ne izgubi. Davčno izgubo ali izgubo v davčnem izkazu 34. člen ZoD določa kot negativno razliko med prihodki vključno s povečanjem davčne osnove in odhodki vključno z zmanjšanjem davčne osnove. Družba tarča jo v petih letih po nastanku še vedno lahko pokriva v breme ustvarjenega dobička. Šešok (2002, str. 12) opozori na davčno izgubo, ki je akumulirana na družbi tarči, kot vodilo za MBI. Novo poslovodstvo lahko namreč novo ustvarjeni dobiček pobota z izgubo iz preteklih let in tako zmanjša osnovo davka od dobička.

V primeru, da se MBO izvede na sredstvih družbe tarče, se davčna izguba ne more prenesti skupaj s temi sredstvi, temveč ostane na družbi tarči. Navedeno velja tudi v primeru pripojitve družbe tarče k drugi družbi.

Poleg tega MBO, ki se izvede kot pridobitev kapitala, nima negativnih implikacij za uveljavljene investicijske olajšave. Drugače velja v primeru MBO, ki se izvede kot pridobitev sredstev. V kolikor je družba tarča (prenosna družba) uveljavljala investicijsko olajšavo iz naslova vlaganj v opredmetena ali neopredmetena osnovna sredstva, mora v primeru odsvojitve teh sredstev prej kot v treh letih po letu, v katerem je izkoristila investicijsko olajšavo, povečati davčno osnovo za znesek uveljavljene investicijske olajšave (40. člen zakona o davku od dobička pravnih oseb, 1993).

Posebno pozornost morajo prevzemniki nameniti družbi, ki je vključena v skupinski davčni obračun, saj ima uspešno izveden MBO lahko negativne implikacije v primeru, da od nastanka skupine še niso pretekla tri leta. Vsak član skupine predloži davčnemu organu svoj davčni obračun, le eden od članov skupine pa predloži tudi skupinski davčni obračun. Glavna prednost skupnega davčnega obračuna je, da se izguba v davčnem obračunu članov skupine pokrije z dobički drugih članov skupine, pogoj pa je, da je davčni zavezanec v več kot 90-odstotni lasti drugega davčnega zavezanca-družbe matere. V primeru, da je tarča MBO taka družba, se z uspešno izvedbo MBO razbije skupina, kar povzroči, da morajo davčni

zavezanci, ki so sodelovali v skupinskem davčnem obračunu, doplačati razliko davka, ki je nastala zaradi spremembe obdavčenja v skupini. Navedeno lahko pomembno vpliva na obveznost družbe tarče, saj mora družba doplačati davek, ki ga je družba zmanjševala z davčnimi izgubami ostalih družb iz skupine.

Pri tem velja opozoriti, da davčni organi zastopajo stališče, da mora davčni zavezanec poleg razlike v plačanem davku plačati tudi zamudne obresti, in sicer od dneva, ko bi moral biti plačan davek, če ne bi bilo skupinskega davčnega obračuna, do dneva dejanskega plačila razlike (Šešok, 2002, str. 13).

5. Na kakšen način lahko prevzemniki optimirajo davčne implikacije MBO?

Ena pogostejših oblik managerskih odkupov v Sloveniji in tudi v tujini je ustanovitev prevzemne družbe. S tako obliko transakcije je mogoče MBO delno financirati z davki in prispevki.

Davčno izogibanje se izvede tako, da posamezniki, ki sodelujejo pri MBO, ustanovijo skupno gospodarsko družbo (najbolj primerna oblika je družba z omejeno odgovornostjo), ki pridobi delnice družbe tarče. Posamezniki, ki so ustanovili vmesno družbo, se v njej zaposlijo in prek te družbe opravljajo storitve poslovanja. Plačilo, ki ga prejme vmesna družba za opravljeno poslovanje, se nameni delno za plače poslovođij (manjši del) in v preostalem delu za nakup delnic oziroma odplačilo dolga za nakup delnic družbe tarče. Opisani primer temelji na predpostavki, da se plače poslovođij ustrezno znižajo, tako da se za nakup delnic ali odplačilo dolga za nakup delnic krije iz razlike med vrednostjo storitve poslovanja in stroški dela (plač), torej tudi iz davkov in prispevkov, ki bi bili sicer plačani v državni proračun.

Obresti, ki jih plačajo pridobitniki delnic družbe tarče, se obravnavajo različno, pač v odvisnosti od tega, ali so pridobitniki fizične ali pravne osebe. Plačane obresti za delnice fizičnih oseb ne prinašajo nobenih davčnih olajšav ali znižanj davčne osnove, medtem ko obresti, ki jih plača pravna oseba, znižujejo davčno osnovo za davek od dobička pravnih oseb.

## 4. ŠTUDIJA PRIMEROV

V Sloveniji je, kljub fazi konsolidacije dokaj razpršene lastniške strukture v slovenskih gospodarskih družbah, pravih managerskih odkupov zelo malo. Pod oznako managerski odkupi ali MBO se v medijih predstavljajo predvsem managersko-delavski odkupi, kjer igrajo pomembno vlogo predvsem posebne tvorbe slovenske privatizacije, kot so družbe pooblaščenke in pooblaščene investicijske družbe. Sporni vsaj etično, če ne pravno, so pri tovrstnih odkupih lahko način, pogoji in postopki pridobivanja lastniškega deleža, ki ga management vse prevečkrat pridobiva na nepreglednem sivem trgu. Cene in pogoji nakupa niso znani. Ker je krog kupcev zaprt, strateški domači in tuji kupci pa nimajo pristopa, je tudi konkurenca manjša. Če bi management tudi v konkurenčnih razmerah pridobival večji delež in financiral svoje nakupe iz komercialnih virov zunaj podjetja, managerski odkupi ne bi bili

sporni. Legitimnost prevzemnega procesa in dobrobit samega gospodarstva zahtevata, da se odkupi delniških družb s strani notranjih lastnikov odvijajo na transparenten način.

V diplomski nalogi sem se odločil predstaviti primera BTC in GV skupine, ki sta svojevrsten simptomatičen odziv na specifično gospodarsko in pravno okolje v katerem se managerski odkupi v Sloveniji lahko izvajajo. Pristop, ki so si ga prevzemniki-managerji v obeh primerih izbrali pri odkupu je zelo različen, skoraj diametralno nasproten, vendar je bil (negativne) medijske pozornosti deležen le managerski odkup v BTC, medtem ko v strokovnih krogih odkup v GV Skupini velja za enega najbolj transparentno in nedvoumno izpeljanih MBO v Sloveniji.

## **4.1 ŠTUDIJA PRIMERA GV SKUPINA**

### **4.1.1 Predstavitev podjetja**

Družba Gospodarski vestnik je bila ustanovljena leta 1952. V prvih letih je izdajala osrednjo slovensko poslovno revijo, kasneje pa je svojo dejavnost razširila tudi na druga področja poslovnega informiranja, ki se dopolnjujejo med seboj: poslovne in pravne periodične publikacije, knjige, poslovne imenike, organizacijo seminarjev ter konferenc. Družba je najmočnejši ponudnik elektronskih medijev s pravno vsebino v Sloveniji. Družba Gospodarski vestnik se je konec leta 2000 preoblikovala v krovno družbo GV d.d. (s 50-odstotnim deležem v družbi Časnik Finance, d.o.o., in 25-odstotnim deležem v družbi IUS-Software, d.o.o. ) in štiri hčerinske družbe.

### **4.1.2 Razlogi**

Slobodan Sibinčič, predsednik uprave GV Skupina je kot razlog za odkup navedel spremembo v strategiji njihovega 50-odstotnega lastnika KBM Infond. Uprava KBM Infond z Brankom Pavlinom je sledila strategiji kupovanja kontrolnih deležev delnic podjetij iz izbranih dejavnosti, ki bi jih kasneje preoblikovali v grozde (clustre). Namen je bil doseči prenos znanja, tehnologije in pozitivnih izkušenj med podjetji znotraj grozdov ter tako izboljšati njihovo poslovanje. GV Skupini je bila namenjena osrednja vloga v razvoju časopisno-revijalnega grozda v nastajanju predvsem zaradi novih konceptov oglasnega trženja, trženja naklad in novih redakcijskih standardov, ki so jih uvedli s pomočjo strateškega partnerja, švedskega Bonnier Business Information (BBI). Strategija rasti je bila izrazito razvojno in ekspanzivno usmerjena z naložbami v elektronsko založništvo in časnik Finance, zato so lahko managerji lastnikom obljubili le minimalne dobičke. Zamenjavi uprave KBM Infonda v letu 2001 je, kot že rečeno, sledila tudi sprememba naložbene strategije podjetja, ki je namesto strateškega (aktivno) predvidevala le portfeljsko (pasivno) lastništvo. GV Skupina je imela pred seboj še najmanj tri leta intenzivnega razvoja, ki ni dopuščal visokega donosa na kapital, zato jo je KBM Infond želel prodati oziroma njene delnice zamenjati za lastne delnice, ki jih je imela takrat v lasti DZS d.d.

Obstajala je nevarnost, da bi se s prevzemom s strani založniške družbe DZS korenito zasukala že začrtana strategija holdinga GV Skupina. Po mnenju Slobodana Sibinčiča, bi bil holding s šestimi povezanimi družbami verjetno razbit, dejavnosti, ki bi se podvojevale bi ukinili, ostali deli pa bi bili integrirani v obstoječi sistem DZS. Zato so se managerji poleti 2001 odločili, da bodo kupili podjetje in tako odvrnili nevarnost, ki jim je grozila.

#### **4.1.3 Potek odkupa**

Vodilni v podjetju so želeli, da ostanejo energija in potenciali usmerjeni v nadaljnji razvoj podjetja, zato so se odločili za ne ravno običajen, a zato nič manj transparenten managerski odkup. Sestavili so devetčlansko managersko ekipo iz katere sta pozneje izstopila dva člana, tako da jih je ostalo še sedem. Ustanovili so prevzemno družbo Nevis in vanjo vložili 12 odstotkov delnic, ki so jih že imeli v lasti, z vsemi svojimi osebnimi prihranki ter bančnim kreditom pa so odkupili še 50 odstotni delež od KBM Infonda. Temu je sledila še manjšinska dokapitalizacija s strani BBI tako, da je delež družbe Nevis ponovno padel na 50 odstotkov.

Servisiranje dolga niso naprtili prevzemni družbi, temveč se je managerska ekipa to odločila storiti sama. Vir odplačila dolgov so namreč njihove plače v naslednjih petih letih, za pozneje pa je kot vir bil predviden delež družbe Nevis na dobičku prevzete družbe oziroma dividende. Vsak član managerske ekipe se sam odloči, kolikšen del svoje plače bo namenil odplačevanju dolga, razen v prvem letu in pol, ko so zneski bili določeni že vnaprej. Končno lastništvo nad delnicami GV Skupine bo torej odvisno od medsebojnega razmerja pri odplačevanju dolga.

Lastniška struktura GV, d.d., na dan 31. 12. 2001 je tako znašala:

- 50 % družba Nevis in njeni ustanovitelji,
- 29 % družba Bonnier Business Information,
- 8 % Slovenski odškodninski sklad,
- 13 % mali delničarji.

#### **4.1.4 Financiranje odkupa**

Kot je povedal Slobodan Sibinčič, so se za financiranje odkupa dogovarjali z več slovenskimi bankami, tudi NLB, vendar te niso pokazale veliko pripravljenosti za to transakcijo. Nasploh naj bi bile pri ocenjevanju kreditnega tveganja preveč konzervativne, saj se težka odločajo za kreditiranje v primerih, ko za kredit ne obstaja celo več kot 200-odstotnega jamstva, garancij ali hipotek v obliki zastavljenih delnic in sredstev podjetja. Pri NLB so naleteli na neprožnost, saj v korporativnem sektorju, pod čigar pristojnost naj bi glede na višino kredita spadala transakcija, niso imeli izkušenj niti izoblikovanih meril za kreditiranje managerskih odkupov.

Največjo pripravljenost so pokazali pri slovenski podružnici Bank Austria-Creditanstalt (BA-CA). Tudi v primeru te banke se je izkazalo, da je višina kredita za ta namen presegala

pristojnosti slovenske podružnice, zato je končna ocena tveganj in odobritev prispela iz centrale BA-CA z Dunaja.

Tudi BA-CA je v skladu z internimi kriteriji zavarovanja zahtevala veliko jamstev. Ena prvih zahtev je bila prenos poslovanja nekaj hčerinskih družb na BA-CA. Sedmerica managerjev je zatem morala zastaviti vse lastne nepremičnine s hipotekami. Težava je bila, ker so nepremičnine predstavljale le približno četrtno zahtevanega kredita, zato sta bila to za banko predvsem dokaz zavezanosti in motivacijski vzvod. Zastavili so vse delnice, hkrati pa so morali podpisati tudi bianco menice za vse morebitne prihodnje prihodke posameznikov. Tako lahko banka do poplačila kredita prestreže vse njihove osebne prihodke. Po mnenju pristojnega za oceno tveganj (risk managerja) iz centrale banke na Dunaju je bil 50-odstotni paket delnic, kupljen od KBM Infonda preplačan, kar je bila neposredna posledica implicitne protiponudbe v menjalnem razmerju za delnice KBM Infonda v lasti DZS. Kot pogoj za odobritev kredita so v banki zato zahtevali še garancijo. BBI, ki mu za obstoječe naložbe v Finance d.o.o in elektronsko založništvo ni bilo vseeno, sicer garancije ni izstavil, vendar je podpisal pismo o nameri v katerem je obljubil aktivnejšo lastniško vlogo v prihodnosti. Kljub temu, da višina zavarovanja ni dosegla sprva zahtevane, so se v BA-CA odločili odobriti kredit, pri tem pa so uporabili tudi oceno uresničitve scenarija (scenario credibility assesment).

Dinamika odplačevanja petletnega kredita je predvidevala, da bo plačni potencial sedmerice managerjev zadostoval za odplačilo 60 odstotkov dolga, medtem, ko naj bi za preostalo odplačilo anuitet zadostovale prejete dividende v letih 2003, 2004 in 2005 oziroma, naj bi se preostanek kredita reprogramiral.

#### **4.1.5 Pomisleki**

S predstavljenim načinom MBO je managerska ekipa dosegla nadaljevanje uresničevanja strategije razvoja družbe v nezmanjšanem obsegu, saj odplačilo dolga finančno ne obremenjuje prevzete družbe. Hkrati so se ohranili odnosi med vodstvom in zaposlenimi, ki so za poslovanje prevzete družbe ključni. Seveda so s tem managerji nase prevzeli tudi veliko večje tveganje.

## **4.2 ŠTUDIJA PRIMERA BTC**

### **4.2.1 Predstavitev podjetja**

BTC je uspešna javna delniška družba z okoli 300 zaposlenimi, ki je svoje raznovrstne storitvene dejavnost (predvsem oddajanje nepremičnin v najem) začela razvijati na območju nekdanjih Javnih skladišč v Ljubljani. V desetih letih je družba pod vodstvom predsednika uprave Jožeta Mermala preobrazila propadajoča skladišča v največji blagovno-trgovski-

zabaviščni center v Sloveniji, hkrati pa odprla še enega v Novem Mestu in enega v Murski Soboti.

#### **4.2.2 Razlogi za odkup**

Zamisel o managerskem odkupu sega v februar 2001, ko naj bi ponudbo za odkup BTC dala britanska finančna družba Europe Regent. Uprava z Jožetom Mermalom je ocenila, da gre za sovražni prevzem, saj naj bi bila tržna cena delnic prenizka (okoli 15.000 tolarjev), Europe Regent pa naj bi zanimal le kapitalski dobiček in ne dolgoročni razvoj družbe.

#### **4.2.3 Potek odkupa**

Na pobudo predsednika uprave so junija 2001 uprava in zaposleni ustanovili družbo pooblaščenko Ajdacom v katero so vložili svoje delnice in tako združili 20,6 odstotni delež v BTC. Družba pooblaščenka je organizirana kot delniška družba z okoli 260 delničarji, katere delnica je enakovredna delnici BTC na trgu, direktor družbe pa je postal Jože Mermal, ki je tudi največji posamezni lastnik delnic Ajdacom. Ob ustanovitvi družbe Ajdacom je vodstvo BTC k odkupu družbe privabilo tudi člane nadzornega sveta BTC. Med njimi sta bila ključna tedanji predsednik nadzornega sveta Ivan Nerad ter njegov kasnejši naslednik Edvard Oven. Člani uprave so skupaj s člani nadzornega sveta ustanovili družbo Invest Point, kjer ima tako kot v Ajdacomu glavno besedo uprava BTC. Kmalu po ustanovitvi konec junija je Invest Point pridobil 8,9 odstotni lastniški delež v BTC. V prevzemno igro se je konec poletja po posvetu uprave z nadzornim svetom vključilo še samo podjetje BTC. To je imelo do tedaj v lasti okoli tri odstotke delnic BTC. Zakonsko dopusten 10-odstotni prag lastnih delnic, ki ga predpisuje 240. člen Zakona o gospodarskih družbah je podjetje prekoračilo konec avgusta, ko je odkupilo globalna potrdila o lastništvu (GDR) v višini 8,5 odstotka osnovnega kapitala BTC od Banker Trust za 972 milijonov tolarjev. V začetku septembra je sledil še odkup 12,4-odstotnega deleža od SRD po ceni 16,500 sit za 1,5 milijarde tolarjev. BTC z nakupi lastnih delnic ni miroval. Do konca septembra je odkupil še 41 odstotkov delnic in povečal sklad lastnih delnic na 65 odstotkov celotnega kapitala. Za delnice so odšteli nadaljnjih 5 milijard tolarjev.

Vodstvo BTC je očitke o prekoračitvi zakonsko dopustne meje desetih odstotkov lastnih delnic zavračalo z utemeljitvijo, da gre le za začasen nakup lastnih delnic, saj naj bi se podjetje že na jesenski skupščini odločalo o končni usodi teh delnic: ali jih bo prodalo ali umaknilo.

Ker delnice v skladu lastnih delnic podjetja ne nosijo glasovalnih pravic, so notranji lastniki prevzeli dejanski nadzor nad okoli 85 odstotki kapitala družbe. Na decembrski skupščini podjetja so bili pričakovano izglasovani vsi predlogi uprave, nadzornega sveta in manjšinskega delničarja Ajdacom. Osnovni kapital so tako znižali z 5,8 na 2 milijardi tolarjev z umikom 485.828 lastnih delnic (8 milijard tolarjev), družba naj bi se umaknila z

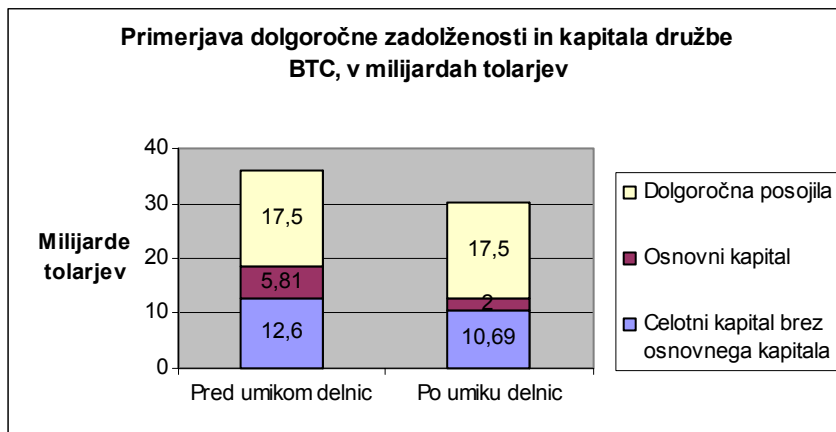
organiziranega trga vrednostnih papirjev, delničarjem, ki so želeli izstopiti, pa je ponudila odpravnino v višini 16.500 tolarjev na delnico (cena, po kateri je BTC kupoval delnice za lastni sklad). Spremenili so statut družbe in izvolili nov, pol manjši nadzorni svet.

#### 4.2.4 Financiranje odkupa

Nakup 8,9-odstotnega deleža v BTC s strani Invest Pointa je bil financiran z bančnimi posojili, ki so jih družbeniki pridobili kot posamezniki, posojila pa so zavarovana pri bankah tudi z zastavo delnic BTC.

Družba BTC je mesecu dni za odkup večine preostalih delnic (dobrih 68 odstotkov) porabila več kot 8 milijard tolarjev finančnih sredstev podjetja. V začetku avgusta so izdali obveznice v vrednosti okoli 8,7 milijarde tolarjev, največ pa jih je kupila državna banka NLB. Približno 4 milijarde teh sredstev je BTC porabil za nakup lastnih delnic, drugo polovico nakupa pa je financiral iz zadržanih lastnih sredstev podjetja. Hkrati z managerskim odkupom v BTC se je v družbi skokovito povečeval dolgoročni dolg družbe, ki je od konca leta 2000 do konca leta 2001 narasel s 6,8 milijarde na 17,5 milijarde tolarjev.

Slika 1: Primerjava dolgoročne zadolženosti in kapitala družbe BTC, v milijardah tolarjev



Vir: Smrekar, 2001.

#### 4.2.5 Pomisleki

Registracijo sklepov skupščine delničarjev BTC 17. decembra 2001 na kateri so izglasovali umik 65,6 odstotka osnovnega kapitala prek lastnih delnic in umik družbe z organiziranega trga je preprečila tožba za dokazovanje ničnosti in izpodbojnosti skupščine, ki jo je vložil delničar in predsednik nadzornega sveta BTC v času managerskega odkupa Ivan Nerad.

Sporni naj bi bili predvsem naslednji vidiki poteka samega odkupa:

- nakup dobrih 68 odstotkov lastnih delnic je družba BTC deloma (okoli 4 milijarde tolarjev) financirala s sredstvi, zbranimi s prodajo hipotekarnih obveznic druge izdaje. Ta sredstva naj bi bila namenjena za razvojne projekte družbe in ne za nakup lastnih



delnic. Odziv največje imetnice obveznic NLB je bil nerazumljivo brezskrben. Za časnik Finance (Weiss, Hočevár, 2002, str. 22) so dejali, »da so obveznice hipotekarne, torej so zavarovane z nepremičninami, ki so bile tržno ovrednotene. V vsakem primeru obveznice omogočajo sekundarno poplačilo obveznosti. S tem naj bi bili interesi NLB kot imetnice obveznic v celoti zaščiteni«. Dejstvo, da je uporaba sredstev iz obveznic podjetje prej oslabilo kot okrepilo, kar upnik zagotovo ni smel pričakovati, največji slovenski banki ni povzročalo skrbi;

- v BTC so glede nenamenske porabe pridobljenih sredstev dejali, da so si več kot štiri milijarde tolarjev iz obveznic sposodili začasno in da jih bodo vrnil v roku enega leta s projekti dezinvestiranja in prodajo nekaterih dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb podjetja;
- uprava naj bi kršila statut družbe glede obsega odkupljenih delnic. Vodstvo BTC odgovarja, da se je ob dejanjih odkupovanja lastnih delnic vedno sklicevalo na dogovore in usklajenost z nadzornim svetom;
- pridobivanje delnic naj bi bilo v nasprotju z nekaterimi določili zakona o gospodarskih družbah. Tako naj bi bil med drugim kršen 240. člen ZGD, ki določa, da sme družba pridobivati lastne delnice, če bi tako preprečila hudo ali neposredno škodo (padec cen delnic ali prevzem). Do napovedanega prevzema BTC ni nikoli prišlo. Dejstvo je, da je bila cena globalnih potrdil (GDR) na Londonski borzi ob njihovem umiku zaradi nelikvidnosti (nezanimanja) trga dokaj nizka. Prav tako se na ponudbo SRD, ki je prodajal 12,4 odstotni delež podjetja po nižji ceni delnice (16.500 tolarjev) od njene knjigovodske vrednosti, ni odzvala nobena tuja družba;
- prevzem družbe naj bi bil opravljen mimo Zakona o prevzemih, saj sta družba pooblaščenka in podjetje Invest Point povezani osebi. Obe pravni osebi imata skupaj blizu 29 odstotkov delnic BTC, s čimer presegata 25-odstotni prag, po katerem bi morali v skladu z zakonom o prevzemih objaviti ponudbo za prevzem (60. člen Zakona o prevzemih, 1999);
- oškodovanje upnikov. Zaradi visokega finančnega vzvoda, ki bi nastal z umikom lastnih delnic, naj bi se poslabšal položaj upnikov, hkrati pa naj bi se zmanjšala tudi kreditna sposobnost družbe;
- BTC se nahaja v dejavnosti, za katero je značilno tudi visoko operativno vzvodje oziroma velik delež fiksnih stroškov, zato bi bilo treba morebitnemu povečanju finančnega vzvodja posvetiti več pozornosti. V stabilnem, rastočem okolju je takšna finančna struktura lahko zelo uspešna, v recesiji in ob upočasnjeni rasti pa se lahko pritisk na prihodke neposredno prenese na likvidnost. Obenem naj bi bilo zmanjšanje kapitala presenetljivo, saj gre za ambiciozno in investicijsko zelo aktivno podjetje, za katero je kreditna sposobnost vitalnega pomena.

## SKLEP

Managerski odkupi podjetij so na zahodu postali priznani in pogosto uporabljano orodje strateškega prestrukturiranja podjetij. Prav dezinvestiranje velikih korporacij z izločanjem nejedrnih družb in dejavnosti se je izkazalo za neizčrpen vir managerskih odkupov.

Praksa več desetletij je iz managerskih odkupov naredila v osnovi utečeno in standardizirano transakcijo. Nakup podjetja ali njegovega dela opravi management, ki podjetje v istem trenutku vodi. Navadno je le v manjšem delu financiran s strani obstoječih finančnih virov, ki so v rokah managementa. Prevladujočo vlogo ima pri izvajanju odkupov aranžma z banko, investicijsko banko ali investicijskim skladom. Finančna institucija z začasnim vključevanjem v finančno strukturo omogoči izvedbo managerskega odkupa z namenom srednjeročnega povečevanja vrednosti podjetja. Večina managerskih odkupov se nato konča s prodajo novemu investitorju, ki jo skupno izvedeta management in finančna institucija.

Razmere v Sloveniji danes ne ustrezajo zgornjemu opisu. Svojo zasnovo imajo managerski odkupi v Sloveniji v obdobju lastninskega preoblikovanja podjetij, ko je večina podjetij kot enega izmed možnih načinov privatizacije izpeljala tudi notranji odkup, kar je vodilo do razpršene lastniške strukture slovenskega gospodarstva. Managerski odkupi so zato bolj v funkciji lastniške koncentracije kot strateškega prestrukturiranja s ciljem povečevanja vrednosti podjetja. Z aktivnejšo vlogo bank in predvsem buyout skladov lahko v prihodnosti pričakujemo kvalitativne in kvantitativne spremembe na bolje.

Nedorečena zakonodajna ureditev odkupov, nerazvitost kapitalskih in denarnih trgov in nenazadnje pomanjkljivo znanje in izkušnje so dejavniki, ki še zmeraj odločilno vplivajo na dinamiko managerskih odkupov pri nas. Klasičnih managerskih odkupov je pri nas zelo malo. Večina kreditiranih odkupov, ki so javno označeni kot managerski, je v Sloveniji managersko-delavskih. Pri teh odkupih so v uporabi tehnike (odkup lastnih delnic), ki omogočajo vodstvu družb koncentracijo lastništva brez pomembnega prevzemanja tveganja in angažiranja osebnih sredstev.

Netransparentnost, ki je zaščitni znak večine managersko-delavskih odkupov pri nas, je že spodbudil zakonodajalca, da preuči pravne vidike tovrstnih transakcij. Prizadevanje mora biti usmerjeno ne v onemogočanje managerskih odkupov, temveč le v dopolnitev obstoječih zakonov, kar bo preprečilo samovoljno interpretacijo in izigravanje predpisov.

Managerski odkupi so in bodo sestavni del prevzemnih aktivnosti povsod po svetu, tudi pri nas. Kakovostni management, ki je pripravljen tvegati in je sposoben udejaniti ambiciozno strategijo, bo imel zaradi natančnega poznavanja podjetja vedno prednost pri prevzemu lastnega podjetja pred drugimi. Tudi v Sloveniji je vse več simulacij, priprav in projektov, ki se lahko zaključijo z managerskim odkupom podjetij, ki jih spodbujajo predvsem tuji finančni

investitorji. V kolikor bo managerski odkup izveden na podlagi dejanskega finančnega vložka in prevzemanja sorazmernega deleža tveganja, bo tako kot po svetu tudi pri nas v prihodnjih letih koncentracija lastništva v rokah managerjev zaželena.

## 5. LITERATURA

1. AIB Acquisition Finance: Buyout: Guide to MBOs/MBIs.  
[URL: <http://www.mboguide.com/mbo/pdf/buyouts.pdf>], april 2002.
2. Bešter Janez: Prezem podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
3. Bohinc, Rado: Privatizacija po veljavni slovenski zakonodaji. Svetovalec iz Gospodarskega vestnika, Ljubljana, 1992, 49, str. 59-63.
4. Brigham Eugene F., Gapenski L. C., Daves P. R.: Intermediate Financial Management. Fort Worth: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
5. Cankar Nina: Družba pooblaščenka. Pravna praksa, Ljubljana, 2002, 23, str. 15.
6. Credit Suisse First Boston: Leveraged buy outs. Seminarsko gradivo. Ljubljana: Socius, seminarsko gradivo, februar 2002.
7. Damodaran Aswath: Damodaran Online. New York: Stern School of Business,  
[URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/>], julij 2002.
8. Fingušt Boris: Strukturiranje in strategije prevzemov. Iteo relacije, Ljubljana, 2002, marec, str. 3-5.
9. Kalacun Stanislava: Kako ustanoviti investicijski sklad za odkupe podjetij. Finance, Ljubljana, 2.9.2002, str. 20.
10. Koradžija Nataša: Direktorski odkup da, vendar pregledno. Manager, Ljubljana, 2001, 6, str. 37-38.
11. Korže Uroš: Menedžerski odkupi. Seminarsko gradivo. Ljubljana: CISEF, junij 2002.
12. Kraševac Tone: Zakaj ni več odkupov podjetij? Manager, Ljubljana, 2002, 3, str. 26.
13. Management and employee buy-outs in central and eastern Europe: an introduction. London: European Bank for Reconstruction and Development, 1993. 99 str.
14. McPartlin Greg: A practical guide to management buy-outs. Seminarsko gradivo. Ljubljana: GV Izobraževanje, 2002.
15. Medja Janko: Management buyouts in Slovenia: The bank's view to key issues and experiences. Seminarsko gradivo. Ljubljana: Gv Izobraževanje, 2002.
16. NIB Capital NV: The practical guide to Management Buyouts  
[URL: <http://www.nibcapital.com/internet/aptrix/nibcapital.nsf/Content/The+practical+guide+to+Management+Buyouts>], april 2002.

17. Peklar Leonardo F.: Managerski odkup podjetij-MBO: MBO podjetij v slovenskem okolju. Seminarsko gradivo. Ljubljana: Socius, februar 2002.
18. Plahutnik Andrej: Nekatere možnosti ureditve preglednosti notranjih odkupov. Gradivo strokovnega posveta. Ljubljana: Združenje Manager, september 2002.
19. Popit Vesna Bertoncelj: Manadžerji bodo nadzorovani in sankcionirani. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 28, str. 21-22.
20. Rickertsen Rick: Buyout: the insider's guide to buying your own company. New York: Amacom, 2001. 374 str.
21. Smrekar Tanja: Ivan Nerad: BTC so kupili nezakonito. Finance, Ljubljana, 14.12.2001, str.2.
22. Sudarsanam Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. Hertfordshire : Prentice Hall, 1995. 303 str.
23. Šešok Klemen: Davčni vidik managerskega odkupa podjetij. Seminarsko gradivo. Ljubljana: Gv Izobraževanje, 2002, str. 1-18.
24. Weiss Monika, Hočevar Borut: Preoblikovanje BTC se je zataknilo. Finance, Ljubljana, 1.2.2002, str. 3.
25. Wright Mike, Thompson Steve, Chiplin Brian, Robbie Ken: Buy-ins and buy-outs: new strategies in corporate management. London: Graham & Trotman, 1991. 238 str.

## 6. VIRI

1. Anketa Združenja Manager, junij 2002
2. European Venture Capital Association.  
[URL: <http://www.evca.com/html/home.asp>], julij 2002.
3. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/1993).
4. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93 in 31/93).
5. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97).
6. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (Uradni list RS, št. 71/94 in 57/95).

## PRILOGE

### Priloga 1: Kapitalski donosi po hipotetičnem managerskem odkupu podjetja Primer d.d.

Tabela 1: Uporaba in viri sredstev podjetja Primer d.d.

Viri sredstev	Milijoni evrov	Uporaba sredstev	Milijoni evrov
<b>Navadni kapital</b>		<b>Kupnina</b> (plačana prodajalcu)	9
Delnice A (managerska ekipa)	0,3		
Delnice B (institucionalni vlagatelji)	0,7	<b>Obratna sredstva</b>	0,5
<b>Prednostne delnice</b>		<b>Provizije/Stroški</b> izvajanja MBO	0,5
Institucionalni vlagatelji	3,5		
<b>Bančni kredit</b>			
Mezzanine financiranje			
Prednostni dolg			
-bančno posojilo	4		
-odobritev prekoračitve kredita	0,5		
Skupni viri	10	Skupne uporabe	10

Vir: The practical guide to management buy-outs, 2002.

Ekipa managerjev ustanovi novo podjetje (Newco), ki bo uporabljeno za odkup podjetja Primer d.d.. Plačana kupnina v višini 9 milijonov evrov predstavlja devetkratnik dobička pred davki in obrestmi (EBIT). Torej znaša EBIT 1 milijon evrov. Pozneje podjetje, ker je management spodbujen in motiviran z lastniškim deležem v podjetju, uspešno posluje. Na koncu, recimo petih let, novo podjetje uspe odplačati ves bančni kredit, EBIT pa znaša 1,75 milijona evrov. V tem trenutku delničarji prodajo podjetje tretjemu kupcu. Podjetju sedaj kaže bolje in posluje na trdnejših temeljih (večji in stabilnejši denarni tok), zato uspe prodajalcem doseči ceno v višini devet in pol-kratnika EBIT. Tako novo podjetje prodajo za 16,625 milijonov evrov. Po stroških v višini pol milijona evrov in odkupu prednostnih delnic v višini 3,5 milijona evrov ostane še 12.625 milijonov evrov za navadne delničarje. Ker ima management v rokah 30 odstotkov navadnega kapitala, s kupnino zaslužijo 3,79 milijonov evrov, kar je dvanajstkratnik njihove prvotne naložbe.

## Priloga 2: Oblike izhoda (žetve)

Tabela 2: Oblike in obseg žetve ter vključeni investitorji

<b>Oblike izhoda</b>	<b>Vključeni investitorji</b>	<b>Obseg</b>
Likvidacija	Managament, financerji	Polni
Prodaja (akvizicija zunanjega podjetja)	Managament, financerji	Ponavadi polni
Odplačilo dolga	Financerji	Delni/Polni
Odkup delnic	Financerji	Delni/Polni
Notranji trg delnic (uporabljen v večjih odkupih s strani zaposlenih)	Managament in financerji stežka odprodajo večje svežnje svojih delnic	Delni
Uvrstitev na borzo vrednostnih papirjev	Managament, financerji	Delni/Polni
Managament Buy-in	Managament, financerji	Delni/Polni
Drugi Buy-out	Managament, financerji	Delni/Polni
Kapitalsko prestrukturiranje	Managament, financerji	Delni/Polni

Vir: Wright et al., 1991, str. 142.

### Priloga 3: Anketa Združenja Manager

Tabela 3: Pripravljenost za MBO v odstotkih

Podjetje	Da	Ne	MBO že realiziran
Veliko	54,6	36,1	9,3
Srednje	56,3	26,5	17,2
Malo	39,1	47,8	13,1
<b>Skupaj (n=184)</b>	<b>50,0</b>	<b>36,8</b>	<b>13,2</b>

Vir: Anketa Združenja Manager, 2002.

Tabela 4: Način MBO v primeru, da obstaja interes, v odstotkih

Podjetje	Osebni odkup	Odkup z ostalimi vodstvenimi delavci	Skupno vodstveni delavci in širši krog zaposlenih
Veliko	8,8	54,4	36,8
Srednje	10,5	47,4	42,1
Malo	25,7	53,3	20,0
<b>Skupaj (n=110)</b>	<b>15,0</b>	<b>52,0</b>	<b>33,0</b>

Vir: Anketa Združenja Manager, 2002.

Tabela 5: Način MBO s stališča kapitala v odstotkih

Podjetje	A Osebni kapital	B Financiranje domači*	C Financiranje tuji**	D Financiranje s strani tujega poslovnega partnerja	Kombinacije odgovorov
Veliko (n=59)	16,9	16,9	5,1	0	61,1
Srednje (n=45)	13,4	22,2	0	2,2	62,2
Malo (n=15)	33,3	13,3	0	0	58,9
<b>Skupaj (n=119)</b>	<b>21,2</b>	<b>17,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>58,9</b>

Vir: Anketa Združenja Manager, 2002.