

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**MEZZANINE KAPITAL KOT ALTERNATIVNI VIR  
FINANCIRANJA MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ**

Ljubljana, april 2008

JAN STELE

## **IZJAVA**

Študent Jan Stele izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14.4.2008

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. POMEN IN OPREDELITEV MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ</b> .....	<b>2</b>
<b>2. VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ</b> .....	<b>4</b>
<b>2.1. Faze v razvoju podjetja in uporaba finančnih virov</b> .....	<b>5</b>
<b>2.2. Kapitalska struktura malih in srednjih podjetij</b> .....	<b>7</b>
<b>2.3. Problemi pri financiranju MSP</b> .....	<b>8</b>
<b>2.4. Basel II</b> .....	<b>9</b>
<b>2.5. Alternativni viri financiranja</b> .....	<b>10</b>
<b>3. MEZZANINE KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA</b> .....	<b>11</b>
<b>3.1. Kaj je mezzanine kapital?</b> .....	<b>11</b>
<b>3.2. Značilnosti mezzanine kapitala</b> .....	<b>11</b>
<b>3.3. Uporaba mezzanine kapitala</b> .....	<b>14</b>
<b>3.4. Vrste mezzanine kapitala</b> .....	<b>17</b>
<b>3.4.1. Mezzanine kapital z značilnostmi dolžniškega kapitala</b> .....	<b>17</b>
3.4.1.1. Posojilo prodajalca.....	17
3.4.1.2. Podrejeno posojilo .....	18
3.4.1.3. Parcialno posojilo.....	18
3.4.1.4. Tiha udeležba .....	19
<b>3.4.2. Mezzanine kapital z značilnostmi lastniškega kapitala</b> .....	<b>20</b>
3.4.2.1. Posojilo družbenika.....	20
3.4.2.2. Užiteniška pravica.....	20
3.4.2.3. Konvertibilna in opcijska obveznica .....	21
3.4.2.4. Posebna tiha udeležba .....	22
<b>3.5. Komponente donosov in tipične pogodbene klavzule ter omejitvene zaveze</b> .....	<b>24</b>
<b>3.6. Ponudniki mezzanine kapitala</b> .....	<b>24</b>

<b>3.7. Tipične zahteve in proces odobritve mezzanine kapitala.....</b>	<b>25</b>
<b>3.8. Strategije izstopa (<i>exit strategies</i>) .....</b>	<b>27</b>
<b>4. RAZVOJ IN STANJE TRGA MEZZANINE KAPITALA V EU .....</b>	<b>28</b>
<b>4.1. Mezzanine kapital v Sloveniji .....</b>	<b>33</b>
<b>SKLEP .....</b>	<b>34</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>36</b>
<b>VIRI .....</b>	<b>39</b>
<b>Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov</b>	

## UVOD

Financiranje podjetij in s tem udeleževanje poslovnih zamisli ter razvoja gospodarstva predstavlja že od nekdaj enega največjih izzivov v podjetništvu. Najbolj ranljiva so podjetja ob nastanku, v prvih letih poslovanja, saj je tveganje za neuspeh največje. Naravna selekcija poskrbi, da kar dobra tretjina podjetij v Evropi prav zaradi finančnih problemov propade že v prvih dveh ali treh letih od ustanovitve (Vadnjal, 2006, str. 3-4). Zanimiv bi bil tudi podatek, koliko potencialnih podjetnikov zaradi velikega tveganja opusti že samo misel o realizaciji svoje poslovne ideje in koliko na ta račun izgubi gospodarstvo. Tudi rast in razvoj podjetja ter kasnejše faze v življenjskem ciklu v prvi vrsti pomenijo problem zagotovitve finančnih virov. A najbolj običajne oblike financiranja, na začetku poslovanja predvsem lastni vložki, kasneje pa bančna posojila, ne zadostijo vedno potrebam po kapitalu in podjetje mora iskati druge vire.

V zadnjem desetletju se je močno spremenila situacija v bančnem sektorju (Mrak, 2003, str. 12). Vzroki za to so predvsem konsolidacija bančnega sektorja, povečevanje mednarodne konkurence in uvedba novega kapitalskega sporazuma Basel II. Še zlasti slednji precej zaostre pogoje pridobivanja posojil predvsem za mala in srednja podjetja, katerih možnosti so odslej veliko bolj podvržene bonitetni oceni in individualni presoji. V taki situaciji je seveda povsem normalno, da se podjetja ozirajo po alternativnih možnostih financiranja. Tradicionalna navezanost in odvisnost malih in srednjih podjetij na bančne kredite razvoj alternativnih virov malce zavirata, a vseeno inovativni finančni instrumenti s časom pridobivajo vedno večji pomen. K pestri izbiri, ki k nam navadno prihaja iz razvitih zahodnih držav, v zadnjem času uvrščamo tudi mezzanine kapital.

Tradicionalno so bila področja uporabe mezzanine financiranja precej omejena, predvsem na velika podjetja in za točno določene namene, danes pa zavedanje o priložnostih tega financiranja predvsem zaradi fleksibilnosti in razvoja finančnih instrumentov vedno bolj razširja spekter uporabnosti in dostopnosti tudi na manjša podjetja. Teh priložnosti se vedno bolj zaveda tudi Evropska komisija, ki dobro pozna probleme malih in srednjih podjetij pri financiranju, zato skuša s spodbujanjem in informiranjem podpreti razvoj in razširjenost mezzanine financiranja ter ga približati majhnim in srednjim podjetjem (Mezzanine Finance, 2007, str. 15-17).

V diplomski nalogi bom poskušal čim bolj opredeliti mezzanine finance in njihovo uporabnost. Opisal bom pomembne značilnosti in različne vrste mezzanine financiranja. S primeri bom skušal prikazati razvoj trga mezzanine kapitala, v Evropski uniji in pri nas, pri čemer se bom osredotočil predvsem na možnosti malih in srednje velikih podjetij. Zaradi pomanjkanja literature in prakse v Sloveniji bom izhajal predvsem iz situacije na nemškem trgu, kjer mezzanine financiranje v zadnjih letih doživlja pravi razcvet. Vprašanje, ki si ga bom zastavil, je, kakšen potencial ima

mezzanine kapital, da se uvrsti ob bok tradicionalnim vrstam financiranja in postane resna finančna alternativa tudi za manjša podjetja.

V prvem poglavju na kratko opišem pomen podjetništva in opredelim pojme za razmejitev malih in srednjih podjetij od velikih. V drugem poglavju se najprej osredotočim na tradicionalne vire financiranja, tako lastniške kot dolžniške, v nadaljevanju pa prikažem uporabo finančnih virov v posameznih fazah v razvoju podjetja. Sledi posplošen poskus prikaza tipične kapitalske strukture in opis problemov pri financiranju malih in srednjih podjetij ter pomen novega kapitalskega sporazuma Basel II. Poglavje zaključim s predstavitvijo alternativnih finančnih virov, ki je nekakšen uvod v tretje poglavje, ki je v celoti povezano z mezzanine financiranjem. Opredelitvi osnovnih pojmov, značilnosti in najbolj pogostim področjem uporabe oziroma implementacije mezzanine kapitala sledi opis vrst mezzanine kapitala (tako vrst, ki so bližje dolžniškemu kapitalu, kot ostalih, bolj lastniških). Dotaknem se tudi ponudnikov te vrste kapitala in njihovih ciljnih skupin ter na grobo opišem proces pridobivanja mezzanine kapitala. Za mezzanine financiranje je značilnih tudi kar nekaj različnih izstopnih strategij, o katerih pišem na koncu poglavja. Četrto poglavje je v celoti namenjeno opisu razvoja mezzanine financiranja in trenutni situaciji v Evropski Uniji. Podrobneje opišem tudi praktične primere v treh državah, in sicer v Nemčiji, Franciji in Avstriji, na koncu pa opišem tudi situacijo v zvezi z mezzanine financiranjem v Sloveniji. Na koncu podam nekatere svoje vidike in predloge za izboljšavo na področju mezzanine financiranja malih in srednjih podjetij.

## **1. POMEN IN OPREDELITEV MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ**

Podjetništvo je ključen dejavnik gospodarskega razvoja, saj je eno glavnih povezovalcev znanosti s trgom. S prehodom na tržno gospodarstvo je postalo podjetništvo pomemben dejavnik tudi v Sloveniji, kjer je v prejšnjem sistemu prevladovala gospodarska struktura z majhnim številom velikih podjetij, ki so bila okorna in mednarodno nekonkurenčna. Z novim sistemom se je začelo spodbujanje razvoja malih in srednjih podjetij (v nadaljevanju MSP), ki je značilen za vsa razvita gospodarstva. V Nemčiji je na primer t.i. *Mittelstand* zagotovil razvoj in uspeh povojnega zahodnonemškega gospodarstva. Ta sektor gospodarstva predstavlja konstanten vir idej in inovacij ter je glavni generator novih delovnih mest (Antončič et al., 2002, str. 38-40).

Po definiciji EU, ki je stopila v veljavo 1.1.2005, med mala in srednje velika podjetja spadajo vsa podjetja, ki izpolnjujejo vsaj dva od naslednjih kriterijev: imajo do 250 zaposlenih, do 50 milijonov evrov prometa in bilančno vsoto, ki ne presega 43 milijonov evrov (Nova opredelitev MSP, 2006, str. 14). Podjetja, ki presegajo te vrednosti, se smatrajo za velika. Ta definicija je prisotna tudi v Zakonu o družbah

tveganega kapitala (Zakon o družbah tveganega kapitala, 2007). Pri nas so sicer še vedno v uporabi zakonski kriteriji, ki meje pri čistih prihodkih od prodaje in vrednostih aktive, predvsem za srednje velika podjetja, določajo precej nižje kot sedanji poenoteni evropski kriteriji (Zakon o gospodarskih družbah, 2006), tako da kar precej podjetij, ki pri nas veljajo za velika, po opredelitvi Evropske komisije spada v skupino MSP. Podrobnosti so predstavljene v tabelah 1 in 2. Ker se zakonodaja Slovenije trenutno z EU ujema zgolj v povprečnem številu zaposlenih, bom za razvrščanje podjetij po velikosti upošteval predvsem to kategorijo.

Tabela 1: Zakonski kriteriji za mikro, mala in srednja podjetja v Sloveniji

Vrsta podjetja po velikosti	Povprečno število zaposlenih	Čisti prihodki od prodaje	Vrednost aktive
mikro podjetje	ne presega 10	ne presegajo 2.000.000 EUR	ne presega 2.000.000 EUR
majhno podjetje	ne presega 50	ne presegajo 7.300.000 EUR	ne presega 3.650.000 EUR
srednje podjetje	ne presega 250	ne presegajo 29.200.000 EUR	ne presega 14.600.000 EUR

Vir: Zakon o gospodarskih družbah, 2006.

Tabela 2: Zakonski kriteriji za mikro, mala in srednja podjetja v EU

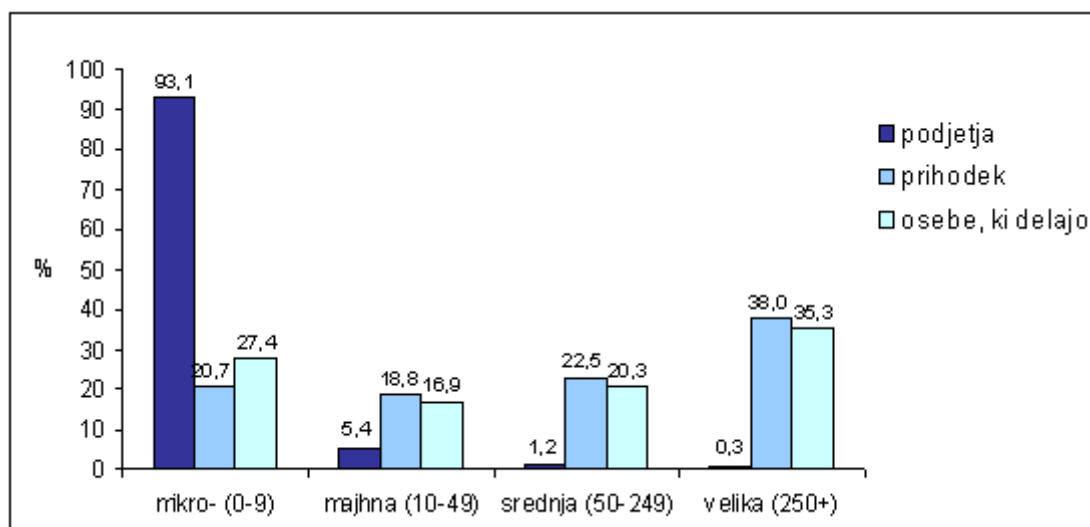
Vrsta podjetja po velikosti	Povprečno število zaposlenih	Čisti prihodki od prodaje	Vrednost aktive
mikro podjetje	ne presega 10	ne presegajo 2.000.000 EUR	ne presega 2.000.000 EUR
majhno podjetje	ne presega 50	ne presegajo 10.000.000 EUR	ne presega 10.000.000 EUR
srednje podjetje	ne presega 250	ne presegajo 50.000.000 EUR	ne presega 43.000.000 EUR

Vir: Nova opredelitev MSP, 2006, str. 14.

Če za kriterij vzamemo število zaposlenih, potem lahko ugotovimo, da je tako v Sloveniji kot tudi v EU več kot 99% vseh podjetij takih, ki spadajo v kategorijo MSP, zaposlujejo pa kar okoli dve tretjini, v nekaterih panogah pa celo 80% zaposlenih. V Sloveniji so ta podjetja zaposlovala nekaj manj ljudi, in sicer 64%, kar kaže tudi Slika 1 na strani 4.

Ti podatki jasno kažejo, da so mala in srednja podjetja s svojimi visokimi deleži zaposlovanja in ustvarjanja delovnih mest upravičeno imenovana za hrbtenico evropskega gospodarstva.

Slika 1: Delež podjetij, njihovega prihodka in oseb, ki delajo v teh podjetjih, po velikostnih razredih podjetij glede na število oseb, ki delajo v njih, Slovenija 2005



Vir: Matek, 2005.

Zgoraj opisani so kvantitativni dejavniki, za razmejitev od velikih podjetij pa so pomembni predvsem kvalitativni dejavniki, ki opisujejo posebnosti malih in srednjih podjetij in jih ločujejo od velikih. Ti dejavniki so (Brezski et al., 2006, str. 5):

- Enotnost lastništva in upravljanja
- Neposreden vpliv vodstva na strateško pomembne procese
- Odgovornost vodstva za vse relevantne odločitve v podjetju
- Popolna ali pretežna samostojnost oziroma nepovezanost v koncern
- Močne osebne vezi med zaposlenimi in vodstvom (lastniki) zaradi manjšega števila zaposlenih in bolj direktnega sodelovanja.

## 2. VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ

Financiranje predstavlja enega največjih problemov v procesu nastajanja in rasti podjetja. Zelo redki so namreč primeri, ko ima malo podjetje virov preveč. Višina potrebnega kapitala in način financiranja sta odvisna od mnogih dejavnikov: od panoge, faze, v kateri se podjetje nahaja, višine potrebnih sredstev, namena financiranja, bonitete podjetja, nagnjenja k tveganju, ročnosti, itd. Poznamo dva osnovna načina financiranja, in sicer financiranje z lastniškim in financiranje z dolžniškim kapitalom. Novo nastala podjetja se redkeje odločajo za dolžniško financiranje, saj ima praviloma vsak ustanovitelj v podjetju tudi nek lastniški delež, do kreditov pa zaradi velike tveganosti tudi težje pridejo, medtem ko se podjetja v zreli fazi, ki bi rada zadržala lastniško strukturo in kontrolne pravice, raje odločajo za financiranje z zadolževanjem (Gradišar, 2003, str. 4). Po oceni nekdanjega generalnega sekretarja Združenja evropskih finančnih centrov (Association of European Financial Centres), gospoda O'Rourke, je za mala in srednje velika



podjetja financiranje z lastniškim kapitalom zaradi številnih prednosti v primerjavi z dolžniškim kapitalom zelo pomembno. Lastniški kapital je namreč fleksibilen, dolgoročnejši od dolžniškega, poleg tega pa še relativno poceni in brez visokih spremljajočih stroškov (Žnidar, 2003, str. 14).

Najbolj značilno pa je, da je podjetje financirano tako z enim kot z drugim, spreminja pa se delež v celotni finančni strukturi, in sicer imajo mlada podjetja navadno relativno večje deleže lastniškega kapitala, s prehajanjem v zrelo fazo pa se vedno bolj večja delež financiranja z dolžniškimi viri in obratno.

Financiranje z dolžniškim kapitalom je obveza, da bo podjetnik posojilodajalcu vrnil vsoto izposojenih denarnih sredstev vključno s plačilom vnaprej določene obrestne mere. Podjetniki se radi zadolžujejo na ta način, saj jim ni potrebno prepustiti nadzora in lastništva nad podjetjem, plačilo pa lahko zamaknejo v prihodnost. Za posojilodajalca vedno obstaja nevarnost neporavnania obveznosti s strani posojilojemalca, zato se z različnimi pogodbenimi obveznostmi in zavarovanji (na primer s hipotekami na premoženje) skuša zavarovati pred možno izgubo. V primeru stečaja dobi posojilodajalec pravico do razpoložljivih sredstev pred imetniki lastniških deležev. Najpogostejša oblika so bančna posojila oziroma krediti in obveznice. Predvsem med malimi in srednjimi podjetji so bančna posojila daleč najpomembnejši vir tujega kapitala. K ostalim dolžniškim virom štejemo še dobavitelje, ki odobrijo odloge plačila, kupce s predplačili oziroma avansi, sofinanciranja države in Evropske unije s subvencioniranimi obrestnimi merami in drugimi oblikami pomoči ter ostale zunanje posojilodajalce, kot so na primer sorodniki in prijatelji (Antončič et al., 2002, str. 303-309).

Financiranje z lastniškim kapitalom ne zahteva jamstva in vlagatelju v zameno za njegova sredstva omogoča nekakšno obliko lastniškega deleža v podjetju. Lastniški kapital je dolgoročen vir financiranja in je ključen pri ustanavljanju podjetja. Je najbolj tvegana oblika financiranja, ki pa zagotavlja nadzor. Vlagatelj ima na podlagi sorazmernosti tudi delež v dobičku podjetja. Praviloma je tudi pogoj za pridobitev zunanjih financ, saj v primeru, da podjetnik v svoje podjetje ne bi vložil lastnega deleža, to zunanjim posojilodajalcem lahko da znak, da sam svoji poslovni zamisli ni dovolj predan. Najpogostejši viri lastniškega kapitala so lastna sredstva ustanovitelja in družine ter zadržani dobički (Antončič et al., 2002, str. 303-306).

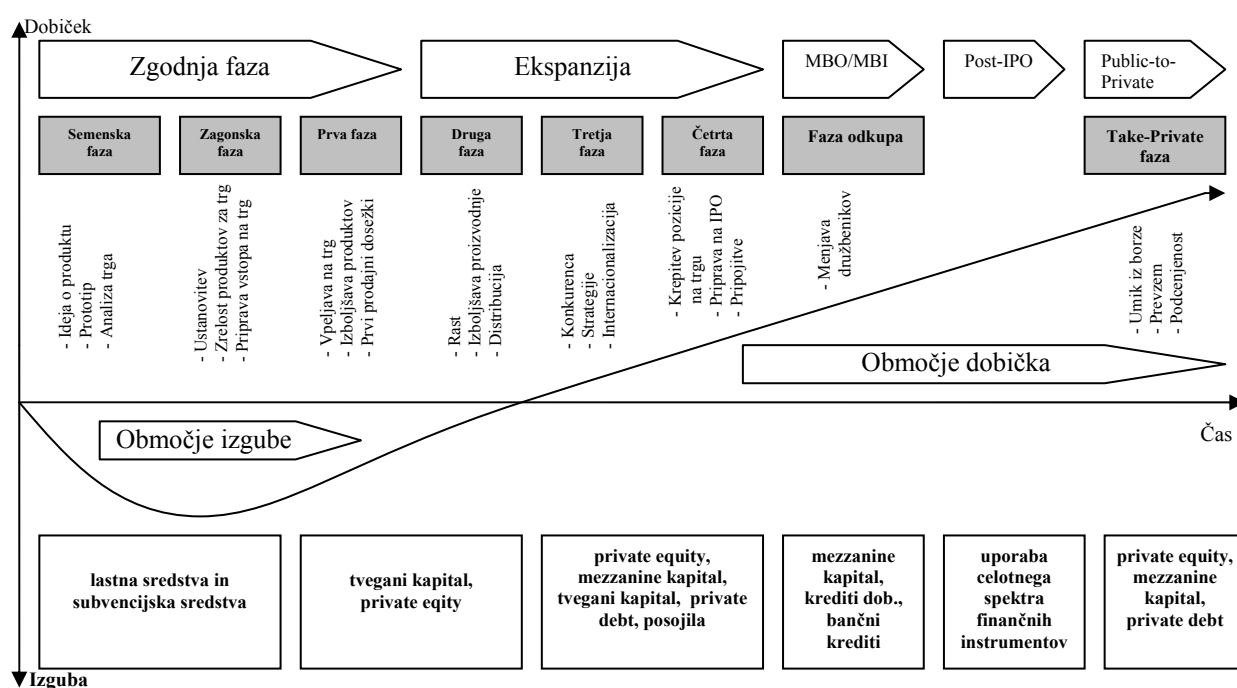
## **2.1. Faze v razvoju podjetja in uporaba finančnih virov**

Podjetnik lahko z učinkovitim načrtovanjem in nadzorom pomembno vpliva na rast in razvoj podjetja. Pomembno je, da so tisti, ki se odločijo za rast, na to dobro pripravljeni, da se soočijo z novimi strategijami, ki jim omogočijo uspešno poslovanje

v novih situacijah. Vedno obstajajo tudi podjetniki, ki so s svojim majhnim podjetjem in tržnim deležem povsem zadovoljni in si rasti niti ne želijo, na drugi strani pa je možna tudi faza (pre)hitre rasti, ko poslovanje lahko uide nadzoru (Antončič, 2002, str. 373).

V življenjskem ciklu se podjetja soočajo z različnimi fazami in s tem potrebami po kapitalu. Povsem logično je, da imajo podjetja v zgodnji fazi zaradi negativnega denarnega toka drugačne možnosti in pogoje pri pridobivanju finančnih virov kot v fazah ekspanzije, ko so že dobičkonosna. Temu primerna je zato tudi ponudba in izbira finančnih virov, ki jih podrobno prikazuje Slika 2.

Slika 2: Viri financiranja v življenjskem ciklu podjetja



Vir: Steiner, 2006, str. 24; Mezzanine Finance, 2007, str. 8.

V zgodnji fazi podjetje razvija proizvode, analizira trg, se pripravlja na vstop nanj in na koncu nanj tudi vpelje proizvod. Zaradi velikih stroškov in izostanka prihodkov v t.i. semenski (*seed phase*) in zagonski fazi (*start-up phase*) se mora tu podjetje spopadati z izgubo. Zanašati se mora predvsem na lastna sredstva in v določenih primerih tudi na subvencijska sredstva, saj zaradi velike tveganosti težko pride do zunanega kapitala.

V fazi ekspanzije podjetje raste, se razvija, izboljšuje proizvodnjo, širi distribucijo, se spopada s konkurenco in krepí pozicijo na trgu. Če je uspešno, podjetje v tem obdobju preide v dobičkovno območje, kar mu omogoča boljši dostop do finančnih virov. Delež lastniških sredstev lahko začne izgubljati pomen, saj ima podjetje dostop in najema vedno več dolžniških virov. Ob koncu ekspanzijske faze lahko pride do

priprav na prvo javno ponudbo delnic podjetja (*IPO – Initial Public Offering*), s čimer podjetje pride do organiziranega trga kapitala oziroma se uvrsti na borzo.

V nadaljnjem razvoju podjetja je možen menedžerski odkup podjetja, kar pomeni, da nek menedžment, zunanji ali notranji, kupi večinski del podjetja. Možen je tudi umik z borze zaradi podcenjenosti, in sicer s prevzemno ponudbo posameznih interesentov. V obeh situacijah ima podjetje na voljo več alternativ financiranja, med njimi tudi mezzanine kapital, o čemer pa bom pisal kasneje (Brezski et al., 2006, str. 24).

## **2.2. Kapitalska struktura malih in srednjih podjetij**

Zaradi velike raznolikosti, potreb in že prej omenjenih razlogov podjetij je seveda težko govoriti o nekem univerzalnem oziroma optimalnem tipu kapitalske strukture MSP, a vseeno bom skušal podati nekaj oblik financiranja, ki so pogoste in značilne za MSP.

Po teoriji vrstnega reda, ki jo je leta 1984 razvil Stewart C. Myers, se podjetja držijo določene hierarhije pri uporabi finančnih virov, kar pomeni, da najprej poskušajo izčrpati optimalnejše vire, ki jim zagotavljajo nižje stroške in ohranjanje kontrole v podjetju. Tako preferirajo predvsem interno financiranje, v primeru zunanjega financiranja pa se raje odločijo za dolžniške kot lastniške vire. (Lüpken, 2003, str. 17). Interno zbrana sredstva so na primer zadržani dobički, prodaja lastnine in zmanjšanje obratnih sredstev, zunanje dolžniške vire v največji meri predstavljajo že omenjena bančna posojila in obveznice, zunanji lastniški kapital pa novi družbeniki oziroma lastniki s pridobitvijo lastniških deležev oziroma delnic. Tako ni presenetljivo, da zagonska leta pri skoraj vsakem novem podjetju zahtevajo, da se ves dobiček v celoti naloži nazaj v podjetje (Antončič et al., 2002, str. 304).

Kot zunanji vir financiranja so daleč najpomembnejši vir bančna posojila, v obliki kratkoročnih in dolgoročnih posojil ter kreditnih linij. Za MSP je značilno sodelovanje oziroma grajenje odnosov le z eno ali nekaj bankami; predvsem v Nemčiji in Avstriji je prisoten princip ene hišne banke (t.i. *Hausbank-Prinzip*), s katero podjetje sodeluje. Ta odnos vpliva pozitivno na obe strani, saj pride do večjega zaupanja in manjše asimetrije informacij. Kot glavni problem pridobivanja zunanjih virov se navaja (pre)majhen delež lastniškega kapitala, ki zvišuje tveganje financerja, saj ta v primeru izgube podjetja lahko ostane brez poplačila. Deleži lastniškega kapitala MSP so po državah zelo različni. V Nemčiji je povprečna vrednost le 18%, medtem ko so povprečne vrednosti malih in srednje velikih podjetij v Franciji 33,9%, na Nizozemskem 34,6%, v Španiji 41,4% in v ZDA 44,9% (Lüpken, 2003, str. 19).

V Sloveniji se podjetja financirajo predvsem z lastnimi viri ustanoviteljev, pozneje pa z njihovimi dodatnimi vlaganji in zadržanimi dobički na eni strani ter z najemanjem bančnih posojil na drugi (Pšeničny, 2002, str. 17).

### **2.3. Problemi pri financiranju MSP**

S težavami pri pridobivanju finančnih sredstev se srečujejo tako v velikih kot v manjših podjetjih, a za mala in srednja podjetja so značilne posebnosti, katere je pomembno izpostaviti za razumevanje vse večjega povpraševanja teh podjetij po alternativnih virih financiranja. Evropska komisija v svoji raziskavi kot največje ovire bank pri financiranju MSP navaja naslednje razloge: pomanjkanje lastniškega kapitala, slabo poslovanje, veliko kreditno tveganje, pomanjkanje dodatnih garancij in slabo informiranost o podjetjih (SMEs and Access to Finance, 2003, str. 28). V nadaljevanju bom najprej predstavil nekaj tipičnih problemov manjših podjetij, ki so pogojeni predvsem s samo velikostjo podjetij.

Prva težava, s katero se soočijo majhna podjetja, so nesorazmerno visoki transakcijski stroški pri pridobivanju finančnih virov, saj se praviloma odločajo za manjše vsote finančnih sredstev kot velika podjetja. Ti stroški so pogosto fiksni, oziroma so od višine izposojenih sredstev zgolj deloma odvisni. Tako na primer preverjanje kreditne sposobnosti za manjša podjetja pomeni relativno večji izdatek kot za velika podjetja (Lüpken, 2003, str. 14).

Pomembno oviro pri pridobivanju finančnih sredstev predstavlja pomanjkanje informacij oziroma asimetrija informacij. Potencialnim posojilodajalcem namreč pogosto primanjkuje informacij, s katerimi bi lažje ocenili pripadajoča tveganja. Zaradi pomanjkanja potrebnih sistemov planiranja in kontrole se pojavi dodatna negotovost in podjetja se morajo pogosto soočiti z višjimi stroški financiranja. Asimetrično porazdeljene informacije pomenijo, da so izposojevalci bolje seznanjeni s poslovanjem podjetja in zato bolje vedo, kakšne so možnosti poplačila posojila kot posojilodajalec. Predvsem malim in srednjim podjetjem se tako zgodi, da imajo probleme pri prepričevanju posojilodajalcev o pravilnosti in resničnosti podatkov podjetja in posledica tega je pogosto (pre)visoka obrestna mera. Obstajajo pa tudi podjetja, pogosto tista bolj tradicionalno naravnana, ki zaradi ohranjanja samostojnosti in neodvisnosti informacij o poslovanju nočejo razkriti, čeprav imajo to možnost. Vsi opisani primeri zvišujejo tveganje posojilodajalca, kar za majhna in srednja podjetja pomeni poslabšanje pogojev pri pridobivanju virov kapitala (Lüpken, 2003, str. 15).

Različni dejavniki tveganja povzročajo stroške, ki se v okviru financiranja pojavljajo v obliki premij za tveganje. Če tveganje ni kompenzirano s premijami oziroma zmanjšano z ustreznim jamstvom, lahko to vodi do zavrnitve dodeljevanja sredstev.

Financiranje MSP je na osnovi majhne diverzifikacije namreč splošno sprejeto kot tvegano. Podjetja pogosto nastopajo na ozkih trgih in se koncentrirajo na manj pristojnosti oziroma dejavnosti. To pa pomeni, da do poplačila financiranja pogosto pride izključno ob uspehu konkretne investicije in razpršitev tveganj skozi paralelne investicije ne obstaja. Do nihanj uspešnosti pogosto privedejo tudi konjunkturalna gibanja, ki prav tako predstavljajo dejavniki tveganja. Določeno tveganje predstavlja tudi dejstvo, da je promet malih in srednjih podjetij pogosto odvisen od majhnega števila kupcev. Poleg tega pri teh podjetjih tveganje pomeni tudi nepojasnjena oziroma nezadovoljivo pojasnjena ureditev nasledstva, saj se za uspeh podjetja zasluge pogosto pripisujejo določenemu upravljavcu ali skupini vodilnih (Lüpken, 2003, str. 17).

## 2.4. Basel II

Novi baselski kapitalni sporazum (*New Capital Accord* ali *Basel II*) je stopil v veljavo leta 2006 (Rubin, 2002, str. 1). Predstavlja velik korak naprej na področju reguliranja in nadziranja kapitalne ustreznosti v kreditnih institucijah in investicijskih družbah, saj je bila dosedanja ureditev s sporazumom Basel I deležna vedno večjih kritik predvsem na račun neusklajenosti med kapitalnimi zahtevami in dejanskim kreditnim tveganjem. Na splošno bo novi kapitalni okvir zmanjšal ranljivost bančnega sistema s pomočjo večjega zavedanja o tveganjih, boljšega upravljanja tveganj, medtem ko bo bolj učinkovita alokacija kapitala imela ugodne posledice za ekonomijo EU (Zakaj nova evropska kapitalna ureditev?, 2006).

Ker so mala in srednja podjetja zelo odvisna od bančnih posojil, pomenijo spremembe v bančnem sektorju velik vpliv na njihovo financiranje. Z novo ureditvijo banke posvečajo več pozornosti ocenjevanju relativnih tveganj svojih klientov, za ocene posameznih tveganj pa potrebujejo in zahtevajo več informacij kot do sedaj. Podjetja, ki lahko dokažejo, da so stabilna, lahko pričakujejo, da se bo njihov položaj z znižanjem obrestnih mer in dostopnostjo do posojil izboljšal. Nasprotno pa morajo bolj tvegana podjetja računati z višjimi obrestnimi merami in dodatnimi jamstvi. Čeprav Evropska komisija meni, da te spremembe ne bodo znižale količine danih posojil MSP (Kako obravnavati novo kulturo določanja bonitete, 2006, str. 17), pa so v nekaterih državah že od uvajanja novega kapitalnega sporazuma skeptični in poročajo o poslabševanju situacije MSP pri pridobivanju bančnih posojil. Tako na primer v Nemčiji kar dobra tretjina malih in srednjih podjetij meni, da so se pogoji za pridobitev posojila v letu 2005 za njih poslabšali (Plattner, Plankensteiner, 2006, str. 10). Podjetja razloge za to iščejo predvsem v tem, da zahtevajo banke vedno več dokumentacije in razkritja podatkov ter da morajo zagotavljati vedno več jamstev. Povsem razumljivo pa je, da imajo večja podjetja zaradi svoje močnejše pozicije in diverzifikacije ter stabilne dobičkonosnosti praviloma boljšo boniteto in s tem dostop

do posojil. Za ostale pa tako postaja vedno bolj zanimiva priložnost po izkoriščanju alternativnih virov financiranja.

## 2.5. Alternativni viri financiranja

Poleg že omenjenih in najbolj razširjenih virov financiranja je podjetjem na voljo tudi vedno več alternativnih in inovativnih oblik financiranja. Razloge za razvoj novih finančnih instrumentov lahko iščemo v poslabševanju pogojev podjetij pri pridobivanju standardnih virov kapitala in v vedno večji konkurenci na finančnih trgih. V ospredju je predvsem manjša naklonjenost bank oziroma restriktivnejša politika pri financiranju manjših in srednje velikih podjetij, kar je posledica tako nove kapitalske ureditve Basel II kot tudi konsolidacije bančnega sektorja, povečevanja mednarodne konkurence, povečanja plačilnih nesposobnosti, izpada kreditov in trgu neprimerno določevanje cene kreditov v preteklosti (Wahl, 2004, str. 37).

Alternativo bančnim kreditom predstavljajo leasing, zakup oziroma odkup terjatev (*factoring*), izdaja obveznic na kapitalskem trgu, črpanje sredstev državne pomoči ali pomoči EU itd. Prav zadnje je s črpanjem iz državnega proračuna oziroma evropskih skladov v obliki nižjih obrestnih mer za kredite, ugodnejših pogojev odobritve, garancij in subvencij še kako pomembno za podjetja v kritičnih fazah razvoja. Kot inovativne bi izpostavil še t.i. *asset-backed securities*, pri katerih gre za listinjenje<sup>1</sup> oziroma prodajo terjatev, podobno kot pri *factoring*-u, in pa dolg, pridobljen od zasebnih investitorjev (*private debt*), ki je zasebno posojen dolžniški kapital s strani investitorjev, s katerim se ne trguje na trgu kapitala in je v določenih primerih lahko tudi v obliki mezzanine kapitala (Wahl, 2004, str. 114).

Pri lastniškem financiranju predstavljajo alternativo financiranju z lastniškimi vložki in zadržanimi dobički predvsem odprta in zaprta prodaja delnic, prodaja dela ali celotnega podjetja ter oblike tveganega kapitala. Prav slednji, ki obsegajo formalne oblike (skladi tveganega kapitala) in manj formalne (poslovni angeli), pridobivajo v zadnjih letih vedno večjo pozornost, saj so izredno pomembni pri zagonu in rasti mladih, inovativnih podjetij, po drugi strani pa tudi zelo zanimivi za investitorje. Tako je od leta 2001 obseg investiranega tveganega kapitala v Evropi stalno v porastu in je v letu 2006 dosegel rekordnih 71 milijard evrov, kar pomeni več kot 50 odstotno rast na leto poprej (Annual European Private Equity Investment, 2007).

---

<sup>1</sup> Listinjenje banki ali drugi finančni instituciji omogoča prenos in prodajo določenih sredstev na kapitalskem trgu. S tem nelikvidna sredstva oziroma terjatve, npr. dana posojila, transformira v obveznice ali druge vrednostne papirje ter jih ponudi na kapitalskem trgu, kar ji omogoči prenos tveganj in poveča nadaljnje možnosti za kreditno dejavnost.

Vedno bolj pa se za pomemben alternativni vir financiranja MSP navaja mezzanine kapital, ki obsega vrsto instrumentov, ki vsebujejo tako značilnosti dolžniškega kot tudi lastniškega kapitala. Zaradi raznolikosti so instrumenti poimenovani tudi hibridni in pomenijo priložnost predvsem za podjetja, ki imajo glede financiranja točno določene potrebe.

### **3. MEZZANINE KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA**

#### **3.1. Kaj je mezzanine kapital?**

Za poimenovanje mezzanine kapitala v ekonomiji ne obstaja točno določena definicija. Izraz prihaja iz italijanske besede »mezzanino«, ki v arhitekturi opisuje prostor oziroma etažo med dvema nadstropjema. Pri nas ga nekateri imenujejo tudi vmesni kapital oziroma vmesno financiranje, a sam sem se odločil za uporabo mednarodno uveljavljenega izraza. Če izraz prenesemo v podjetniške finance, dobimo poimenovanje oblike financiranja, ki vsebinsko zavzema položaj med dolžniškim in lastniškim kapitalom. Mezzanine kapital je torej skupni pojem za vrsto hibridnih finančnih instrumentov, med katerimi ima lahko vsak svoje edinstvene značilnosti. Čeprav je mezzanine kapital v okviru bilance jasno dodeljen dolžniškemu ali lastniškemu kapitalu, vsebuje vedno tudi lastnosti drugega. Mezzanine finančni instrumenti so lahko v okviru pogodbenih obveznosti in odvisno od zahtev bližje dolžniškemu (*debt mezzanine*) ali pa lastniškemu (*equity mezzanine*) kapitalu. Zaradi velike fleksibilnosti v samem oblikovanju financiranja lahko odgovarjajo različnim potrebam tako posojilodajalcev kot posojilojemalcev. Z vidika podjetja nudi mezzanine financiranje še posebej to prednost, da kljub dodatnemu kapitalu v podjetju ne pride do poslabšanja razmerij med glasovalnimi pravicami (Brezski et al., 2006, str. 22).

#### **3.2. Značilnosti mezzanine kapitala**

Kot sem že omenil, ima mezzanine kapital tako značilnosti lastniškega kot dolžniškega kapitala. Zanj je značilna podrejenost glede na klasičen tuji kapital, a hkrati prednostno obravnavanje glede na lastniški kapital. To pomeni, da so v primeru nezmožnosti poplačila upnikov s strani podjetja posojilodajalci mezzanine kapitala poplačani zadnji, za vsemi upniki, a pred lastniki podjetja. S tem ima dejansko lastnosti lastniškega kapitala in zvišuje njegovo osnovo, ne posega in ne spreminja pa razmerja lastniških pravic. Posojilodajalci dobijo po navadi le pravico do informacij in nadzora, nimajo pa direktnega vpliva na politiko poslovanja. Zaradi dodatne zaščite pred izgubo (v obliki dodatnega lastniškega kapitala) se izboljša bilančna struktura in struktura tveganja podjetja, kar nadalje pomeni pozitiven vpliv

na oceno bonitete, saj se mezzanine kapital v okviru analize bonitete pripisuje lastniškimi sredstvom (Lüpken, 2003, str. 104).

V primerjavi s klasičnim dolžniškim kapitalom zaradi podrejenosti zahteva višjo obrestno mero. Poplačilo posojilodajalca je lahko v obliki brez-kuponskega fiksnega povračila ali pa variabilnega, na uspešnost podjetja vezanega povračila, kjer so možne kombinacije fiksnih in variabilnih obresti. Polega tega so v strukturo povračila pogosto vključene tudi dodatne komponente (t.i. *kicker* komponente), ki zagotavljajo več vrst udeležb v podjetju in njegovem uspehu. Delimo jih na komponente (*equity-kicker*), ki preko nakupnih bonov ali možnosti zamenjave v delnice zagotavlja pridobitev kapitalskih deležev v podjetju, in na komponente (*non-equity-kicker*), kjer ne gre za udeležbo v kapitalu, ampak za predhoden dogovor o dodatnih izplačilih investitorju v primeru določenega povečevanja vrednosti podjetja oziroma njegove uspešnosti v obdobju mezzanine investicije (Lüpken, 2003, str. 101).

Naslednja značilnost je časovna omejenost. Za razliko od neomejenosti lastniškega kapitala je za mezzanine kapital značilna dolgoročna razpoložljivost, in sicer sledi vračilo navadno v obdobju od 5 do 10 let.

Posebna zavarovanja pri najemu mezzanine kapitala za razliko od večine dolžniških sredstev niso potrebna, tako da je s tega vidika podjetju olajšan dostop do financiranja, je pa potreben skrben pregled podjetja s strani posojilodajalca.

Slika 3: Primerjava značilnosti lastniškega in dolžniškega kapitala z mezzanine kapitalom

Tipične značilnosti lastniškega kapitala		M E Z Z A N I N E		Tipične značilnosti dolžniškega kapitala
Brez fiksnega vračila	<del>☒</del>		➔	Pravica do vračila
Udeležba v vrednosti podjetja	<del>☒</del>		➔	Brez udeležbe v vrednosti podjetja*
Podrejenost nasproti dolgu v primeru stečaja	☒		➔	Prednost pred lastniškim kapitalom v primeru stečaja
Pravice do kontrole	<del>☒</del>		➔	Pravice do informiranosti
Donos odvisen od uspešnosti	<del>☒</del>		➔	Tekoče fiksno obrestovanje
Donos ni davčni odhodek	<del>☒</del>		➔	Davčno priznani stroški obresti
Brez zavarovanj	☒		<del>☒</del>	Z zavarovanji

\* vendar pogosto *Equity Kicker*

Vir: Steiner, 2006, str. 14.



Slika 3 na strani 12 prikazuje poenostavljen prikaz povezanosti mezzanine kapitala z obema tradicionalnima tipoma financiranja. Poleg tipičnih značilnosti lastniškega in dolžniškega kapitala ponazarja, katere teh značilnosti gre pripisati tudi mezzanine kapitalu<sup>2</sup>, ki je umeščen med oba tipa financiranja. Prečrtane puščice nam prikazujejo, katerih značilnosti mezzanine kapital nima, črne puščice pa njegove tipične lastnosti, ki pa tradicionalno lahko pripadajo tako eni kot drugi vrsti kapitala. Tako na primer prvi puščici pomenita, da je za mezzanine kapital običajno, da je investitor upravičen do vračila svojega vložka, tako kot je to tudi značilnost pri dolžniškem kapitalu. Posebnost opazimo v tretji vrstici, ki potrjuje, da mezzanine kapital dejansko izpolnjuje vrzel med obema tipoma, saj je v primeru stečaja podrejen dolžniškemu kapitalu in nadrejen lastniškemu virom. S slike sicer lahko hitro ugotovimo, da ima mezzanine kapital običajno več lastnosti, značilnih za dolžniške vire financiranja.

Prednosti mezzanine kapitala (Mezzanine Finance, 2007, str. 7):

- Mezzanine kapital je po pravilu nezavarovan. Je podrejen posojilom, kar izboljša strukturo bilance in omogoči lažji dostop do dodatnih posojil ali lastniškega kapitala (učinek finančnega vzvoda<sup>3</sup>).
- Z izbiro ustrezne oblike mezzanine financiranja lahko MSP obdrži kontrolo nad podjetjem in se izogne predaji lastniških pravic.
- Na splošno je cena mezzanine kapitala nižja kot cena lastniškega kapitala.
- Plačila obresti je pri nekaterih oblikah mezzanine financiranja mogoče odbiti od davčne osnove.
- Zaupanje mezzanine posojilodajalca poveča ugled podjetja. Zaradi tega se banke lažje odločijo za investiranje v tako podjetje, saj ima ta zaupanje investitorja, ki se ukvarja s tveganimi naložbami.
- Prihodki investitorjev mezzanine financiranja so višji kot prihodki nadrejenih posojilodajalcev.
- Mezzanine posojilodajalci so pogosto bolj pripravljeni nuditi predloge in strateško pomoč kot običajni ponudniki dolžniškega kapitala, še posebej kadar je njihovo povračilo investicije delno odvisno tudi od uspešnosti podjetja.

Slabosti mezzanine kapitala (Mezzanine Finance, 2007, str. 7-8):

- Razumevanje mezzanine financ z vidika MSP je omejeno, saj le-ta niso seznanjena in pripravljena na priložnosti in zahteve.
- Mezzanine kapital je pogosto težko dostopen za manjša podjetja MSP. Obstaja namreč veliko zahtev za pridobitev tega tipa kapitala. Še posebej visoke in stroge so zahteve po transparentnosti. Dodatno lahko finančna

---

<sup>2</sup> Zaradi velike pestrosti in raznolikosti mezzanine instrumentov lahko značilnosti določenih instrumentov od prikazanih na sliki tudi odstopajo.

<sup>3</sup> Učinek finančnega vzvoda oziroma »Financial Leverage Effect« pomeni, da podjetje zaradi večanja deleža dolžniških virov v svoji kapitalski strukturi ob donosnosti sredstev, ki je višja, kot znaša obrestna mera na dolg, povečuje donosnost lastniškega kapitala.

pogodba vsebuje tudi restriktivne klavzule za pridobivanje drugega dodatnega kapitala.

- Mezzanine financiranje je dražje od financiranja z dolžniškim kapitalom.
- Način obrestovanja in značilnosti dolžniškega kapitala ponudnikom mezzanine kapitala, ki investirajo v manjša podjetja MSP, otežujejo dogovor o zgodnjem izstopu (*early exit*), medtem ko za večja podjetja MSP obstajajo sekundarni trgi.
- Sklepanje individualno strukturiranih pogodb o mezzanine financiranju pogosto traja več mesecev.

### 3.3. Uporaba mezzanine kapitala

Mezzanine financiranje ni namenjeno vsakodnevnemu poslovanju, temveč dolgoročnim, dodatnim potrebam po kapitalu. Mezzanine posojila so namenjena za zagotavljanje dolgoročnih ali stalnih obratnih sredstev, nakupov opreme, razvoju novih proizvodnih linij, menedžerskim odkupom, strateškim pripojitvam in prevzemom, rekapitalizaciji in še mnogim drugim poslovnim namenom. Investitorji navadno niso zainteresirani za investiranje v semenski kapital, zgodnje faze, investiranje v raziskave in razvoj in krizne situacije (Slee, 2004, str. 270, 274). Tradicionalno je pravi »timing« za mezzanine financiranje zrelo obdobje poslovanja, ko je denarni tok že predvidljiv. Tak opis bi sicer po veliki večini težko pripisali malim in srednje velikim podjetjem, a uporaba se zaradi fleksibilnosti v zasnovi in priložnosti, ki jih ponuja, razširja na širok spekter potreb, katerih velik del predstavljajo tudi MSP.

Mezzanine investitorje zanimajo predvsem podjetja z velikim potencialom za rast in dobiček, ki pa trenutno zaradi pomanjkanja garancij in dodatnih jamstev, visokega finančnega vzvoda in drugih razlogov ne morejo priti do zadostnih bančnih sredstev za izpolnjevanje svojih ciljev. Ta podjetja že imajo produkt in strategijo nadaljnega razvoja, manjka pa jim kapital za uresničitev širitve na domačem trgu ali pri internacionalizaciji (Jereb, 2005, str. 51). Kot ponudniki tveganega kapitala se mezzanine investitorji za investicijske priložnosti ne odločajo po parametrih poslovnih bank. V idealnem primeru so zainteresirani predvsem za podjetja, ki lahko v obdobju od treh do petih let izstopijo iz mezzanine financiranja preko dolžniškega kapitala nadrejenega posojilodajalca, javne ponudbe (IPO) ali prodaje podjetja. Poleg teh finančnih kriterijev so zelo pomembni tudi vsi vključeni ljudje. Kot že omenjeno, investitorji zelo podrobno preučijo dosežke menedžmenta in njihove zmožnosti. Njihovi pretekli uspehi so pomemben indikator uspeha v prihodnosti. V nadaljevanju pišem o nekaterih najbolj značilnih možnostih uporabe mezzanine kapitala, ki pridejo v poštev tudi za MSP.

Mezzanine kapital predstavlja smiselno možnost za financiranje rasti podjetij, predvsem srednje velikih. Pri rasti podjetij je najprej pomembno ločevati med notranjo (interno) in zunanjo (eksterno) rastjo, ki pomeni prevzem konkurentov. Notranja rast pomeni, da podjetje na primer vstopa in osvaja nove trge, oziroma razširja in posodablja svojo paleto proizvodov. V realnosti pa podjetja pogosto ne razpolagajo s potrebno količino kapitalskih sredstev za izpeljavo potrebnih investicij in zgodi se, da tudi financiranje z novimi dolžniškimi sredstvi ne pride v poštev. Razlogi za to lahko tičijo v premajhnem deležu lastniškega kapitala ali pa v tem, da so možnosti za zavarovanja izposojenega kapitala že izčrpane. V tem primeru je ena od možnosti financiranje s pomočjo zunanjih virov. Vendar pa je to s strani družbenikov pogosto nezaželeno, saj bi se s tem odpovedali neomejeni kontroli, ki bi delno prešla na novega partnerja. V tem primeru predstavlja mezzanine kapital smiselno možnost financiranja, saj je možno financiranje z dolžniškim kapitalom, pri katerem investitor ne postane družbenik v podjetju. Prednost je tudi spremenljivo določanje odplačil investitorju mezzanine kapitala, ki tekočo obremenitev podjetja lahko ohranja na nizkem nivoju tako dolgo, dokler ukrepi za rast podjetja ne začnejo učinkovati in se donosnost podjetja izboljša (Brezski et al., 2006, str. 22).

V drugem primeru, ko namerava podjetje rasti eksterno, s prevzemom konkurenta, se sooči z enakimi problemi. Tudi v tem primeru je namreč pogosto potreben zunanji posojilodajalec, zato tudi tu pride v poštev najem mezzanine kapitala. Po prevzemu podjetja se namreč poleg nakupne cene pojavijo nadaljnji stroški, ki bremenijo prevzemnika. Ti stroški so na primer stroški integracije prevzetega podjetja. Da bi se podjetje lahko spopadlo z razmerami, se lahko za ta čas določi nizka obremenitev s tekočimi obrestmi. Kasneje, ko so posegi integracije doseženi in podjetje s prevzemom doseže nek donos, pa so potrebna ustrezno višja izplačila mezzanine-posojilodajalcu (Brezski et al., 2006, str. 23). Ta učinek je lahko dosežen tudi preko dodatnih komponent mezzanine financiranja, o katerih bom pisal v poglavju 3.5.

Za financiranje rasti podjetja je lahko smotrna tudi javna prodaja delnic oziroma uvrstitev na borzo, ki podjetju dovede nov lastniški kapital. Pogosto pa ima podjetje že pred izvedbo javne prodaje povečane potrebe po kapitalu. V takem primeru lahko mezzanine kapital služi kot prehodno financiranje za obdobje, dokler se uvrstitev na borzo ne uresniči. Tudi v tem primeru se lahko oblikujejo taki pogoji financiranja, da posojilodajalec najprej prejema samo nižje obresti, nato pa je udeležen pri uspehu uvrstitve na borzo. Njegova udeležba je na primer mogoča z možnostjo zamenjave v delnice podjetja (*convertible right*), ki mu omogoča, da mezzanine kapital pretvori v udeležbo v lastniškem kapitalu. Če pa direktna udeležba posojilodajalca ni zaželeno, obstajajo druge možnosti za participacijo pri uspehu uvrstitve na borzo. Ena od možnosti je na primer ta, da se posojilodajalcu pri poplačilu dodatno izplača tista vsota, ki bi jo dobil, če bi pri uvrstitvi na borzo uresničil oziroma unovčil pripadajočo opcijo in iz tega odtujil pripadajoče delnice (t.i. *virtual equity kicker*) (Brezski et al., 2006, str. 23).

Naslednjo tipično področje za uporabo mezzanine kapitala predstavljajo menedžerski odkupi. *Management buy-out (MBO)* pomeni, da podjetje prevzame dosedanji menedžment, medtem ko gre pri *management buy-in (MBI)* za prevzem podjetja s strani zunanjega menedžmenta. V obeh primerih pa menedžment običajno nima na voljo zadosti kapitala, ki bi zadoščal za prevzem podjetja. Pridobivanje novih družbenikov navadno ni zaželeno, saj je namen menedžmenta čim bolj samostojno in neovirano vodenje ter kontrola podjetja. Kot sem že predstavil na prejšnjih primerih, je tudi tu zaželena nizka finančna obremenitev v začetni fazi, ki pomeni za menedžment velik manevrski prostor, da pripelje prevzeto podjetje v dobičkovno območje in s tem do faze, ko je sposoben odplačati mezzanine posojilodajalca (Brezski et al., 2006, str. 24).

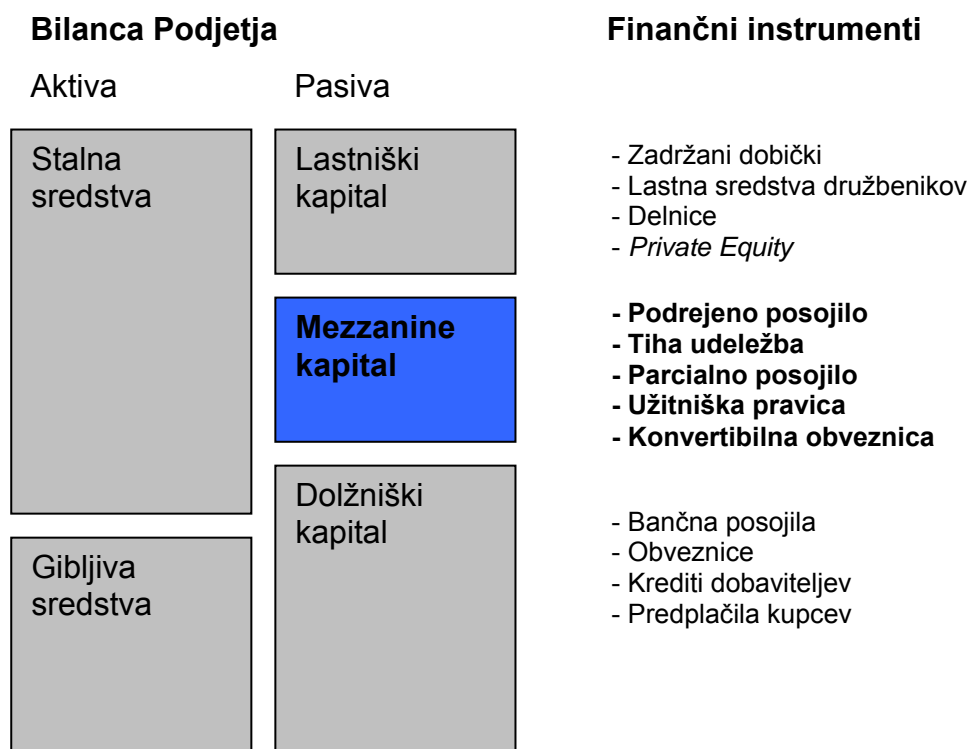
Mezzanine financiranje se uporablja tudi v primeru zamenjave oziroma odhoda družbenikov iz podjetja. Če se namreč kateri od družbenikov odloči zapustiti podjetje, pride do vprašanja izplačila odpravnine, ki bi lahko ogrozilo poslovanje podjetja. Nakup deleža podjetja, ki ga ima družbenik v lasti, s strani ostalih družbenikov pogosto ne pride v poštev, saj imajo le-ti svoje premoženje v večini že vezano v podjetju. Prav tako je problematično financiranje odpravnine s posojilom, saj odhod družbenika zniža lastniški kapital in s tem stopnjo jamstva. Zato je v tem primeru pogosto primeren način financiranje z mezzanine kapitalom, ki zagotovi tudi nadaljnjo nemoteno poslovanje podjetja. Pri zamenjavi družbenikov pa primerna oblika financiranja zagotovi postopen prehod odgovornosti družinskega podjetja na naslednjo generacijo. Tako lahko na primer podjetnik svojemu nasledniku podari določeno denarno vsoto, ki jo naslednik podjetju odobri kot mezzanine financiranje. Preko že omenjenih *kicker* komponent, kot je na primer *equity kicker*, pa nato naslednik postopoma pride do udeležbe v kapitalu podjetja (Brezski et al., 2006, str. 24).

Mezzanine financiranje se uporablja še v mnogih drugih situacijah, izpostavil bi še uporabo v primeru privatnega odkupa podjetja, ki je že bilo uvrščeno na borzi. To je možno le z veliko količino kapitala, ki ga lahko omogoči pridobitev mezzanine kapitala (Brezski et al., 2006, str. 25).

Financiranje z mezzanine kapitalom pa se uporablja tudi v gradbeništvu, v veliko različnih oblikah in s podobnimi značilnostmi, kot sem jih opisoval zgoraj, le da je strukturiranost instrumentov financiranja prilagojena specifičnostim in potrebam sektorja (Preconstruction Programs, 2007).

### 3.4. Vrste mezzanine kapitala

Slika 4: Mezzanine kapital v primerjavi z lastniškim in dolžniškim kapitalom



Vir: Enz, Ravara, 2006, str. 6.

#### 3.4.1. Mezzanine kapital z značilnostmi dolžniškega kapitala

##### 3.4.1.1. Posojilo prodajalca

Posojilo prodajalca (*seller's note*) je mezzanine finančni instrument, ki je namenjen za financiranje prevzemov podjetij. Prodajalec podjetja namreč kupcu oziroma prevzemniku odobri posojilo, ki znaša del nakupne cene. Do tega pride takrat, ko prevzemnik ne more v popolnosti financirati prevzema s pomočjo ostalih virov. Posojilo prodajalca se v tem primeru po navadi odobri kot podrejeno posojilo. Po drugi strani pa posojilo prodajalca pride v poštev tudi v primeru, ko se prodajalec in prevzemnik ne moreta dogovoriti o višini cene. Odobritev tega posojila predstavlja pripravljenost prodajalca na kupčijo, ki lahko pomembno prispeva k izvršitvi transakcije.

Za prodajalca pa je seveda odobritev posojila neugodna do te mere, kolikor nosi v višini odobrene vsote še vedno sam tveganje podjetja, ki je odvisno od poslovanja, pri katerem pa sam nima več vpliva. Prevzemnik namreč običajno odplačuje obresti posojila iz uspeha pridobljenega podjetja.

V praksi posojilo prodajalca, ki ga prodajalec odobri kupcu podjetja, pogosto pomeni odlog nakupne cene. Možnosti oblikovanja le-tega so raznovrstne. Poleg že omenjene podrejenosti posojila je posojilodajalcu omogočena še naprej tudi udeležba v uspehu podjetja. To se lahko zgodi na primer tako, da se mu ob zapadlosti posojila ob določenih pogojih izplačajo posebna izplačila (t.i. *earn-out*), če podjetje doseže določen promet ali dobiček (Brezski et al., 2006, str. 57).

#### 3.4.1.2. Podrejeno posojilo

Podrejeno posojilo (*junior debt, subordinated loan*) je dolžniški mezzanine instrument, ki je najbolj podoben klasičnemu posojilu. Od klasičnega bančnega kredita se razlikuje zgolj po tem, da je v primeru stečaja podrejen ostalim upnikom, kar pomeni, da se vračilo tega posojila lahko zahteva šele, ko so poplačani vsi drugi upniki. Zaradi tega banke v okviru bonitetne analize podrejena posojila pogosto pripisujejo lastniškemu sredstvu. Kot je tipično za mezzanine kapital, tudi to posojilo običajno ni zavarovano, kar pomeni, da se zanj odločajo predvsem podjetja, katerim zaradi svoje finančne situacije ne uspe pridobiti običajna prvovrstna posojila (*senior debt*) (Brezski et al., 2006, str. 27).

Ker posojilodajalec v primeru odobritve podrejenega posojila nosi višje tveganje kot pri zavarovanem, prvovrstnem posojilu, je običajno podrejeno posojilo dražje in obresti lahko znašajo 1,5- do 2-kratno vrednost obresti primerljivega klasičnega posojila (Lüpken, 2003, str. 104). V primeru da podjetje, ki najema kapital, ni zmožno plačati mezzanine premije, se lahko tudi v tem primeru odobri že omenjeno variabilno komponento, v obliki *equity kicker*-ja oziroma *non-equity kicker*-ja.

Posojilodajalec je zaradi visokega rizika upravičen do tekočih in podrobnih informacij o poslovanju podjetja ter vpogledov v finančno situacijo, v določenih okoliščinah pa se mu lahko odobri tudi glasovalne pravice pri vodenju podjetja. V določenih državah, na primer v ZDA, v bilanci podrejeno posojilo večinoma stoji pod obveznostmi, a z opombo o podrejenosti, s pomočjo katere se vidi, da ima instrument tudi značilnosti lastniškega kapitala. Za prikaz pozicije lastniškega kapitala pa je treba uporabiti »močnejši« instrument mezzanine financiranja (Lüpken, 2003, str. 104).

#### 3.4.1.3. Parcialno posojilo

Značilnost parcialnega posojila je, da tu ni dogovora o fiksni, na vsoto posojila vezani obrestni meri. Povračilo posojila temelji in je odvisno od poslovanja podjetja. Posojilodajalec tako dobi nek fiksni odstotek od dobička. Možna je tudi omejitev posojilodajalčeve udeležbe v dobičku, na primer na določen odstotek od vsote posojila (Brezski et al., 2006, str. 27). Da bi se izognili sporom okrog pravnega

izračuna povračila posojila, je nujno potrebna natančna definicija osnove za izračun (Brezski et al., 2006, str. 27).

Za posojilojemalca pomeni parcialno posojilo v primerjavi s fiksno obrestovanim posojilom to prednost, da se izogne bremenitvi likvidnosti, ki jo predstavlja plačevanje obresti, če ne doseže dobička. Posojilodajalec na drugi strani tvega, da bo poplačan le v manjši meri, v najslabšem primeru pa sploh ne. Seveda pa ima tudi možnost, da v primerjavi s fiksno obrestovanim posojilom doseže višjo poplačilo. Da bi posojilodajalec pravilno oblikoval in izračunal pripadajoče tveganje, mu pogosto pripadajo pravice do vpogleda v poslovanje in kontrole, zato lahko zahteva vpogled v letna poročila posojilojemalca in ostale knjige ter dokumente, ki so bili potrebni za izdelavo le-teh. Ne dobi pa nikakršnih pravic, ki bi mu omogočale vpliv na poslovne odločitve (Brezski et al., 2006, str. 28).

#### 3.4.1.4. Tiha udeležba

Po 158. členu, tretje poglavje ZGD-1 tiha družba nastane s pogodbo, na podlagi katere tihi družbenik s premoženjskim vložkom v podjetje koga drugega pridobi pravico do udeležbe pri njegovem dobičku (Uradni list RS 42/2006).

Tiha udeležba oziroma tiha družba se zaradi svoje fleksibilnosti v zasnovi pogosto uporabi kot mezzanine instrument. Značilnost tihe udeležbe je v tem, da se investitor oziroma tihi družbenik navzven ne pojavlja. Njegova participacija vpliva zgolj na notranje posle in ni očitna zunanjim opazovalcem. Tiha družba je interna družba, kar pomeni, da ni nosilka pravic in dolžnosti ter ne more ustvarjati družbenega premoženja (Brezski et al., 2006, str. 30).

Če v pogodbi ni določeno drugače, se uporablja načelo sorazmerja med vrednostjo sredstev v podjetju nosilca tihe družbe in vrednostjo premoženjskega vložka tihega družabnika v času nastanka tihe družbe. Tihi družbenik je udeležen v izgubi podjetja le do višine vrednosti vplačanega vložka. Pripadajo mu kontrolne pravice in pravice do informacij o poslovanju podjetja. Zahteva lahko letna poročila in vpogled v poslovne knjige ter dokumente. Pogodbeno pa se lahko njegove pravice razširi tudi na pravice do ugovora in glasovanja pri vodenju podjetja ter na neposredno udeležbo v poslovanju (Lüpken, 2003, str. 106).

Tipična tiha udeležba je na splošno zelo podobna podrejenemu posojilu, vloga tihega družabnika pa je v marsikaterem pogledu podobna družbenikovi. Udeležba v dobičku je na primer zakonsko predpisana, se pa za razliko od prvotnih družbenikov udeležba v dobičku navadno omejuje na določen odstotek njegovega »tihega« vložka. Na drugi strani pa obstaja možnost, da se tihega družbenika izključi iz udeležbe pri izgubi. Pri tipični tihi udeležbi je dobiček tihega družbenika priznan kot odhodek

podjetja in zmanjšuje davčno osnovo, zato je ta udeležba uvrščena k instrumentom dolžniškega kapitala (Lüpken, 2003, str. 106).

### **3.4.2. Mezzanine kapital z značilnostmi lastniškega kapitala**

#### 3.4.2.1. Posojilo družbenika

Posojilo družbenika je posojilo, ki ga družbenik odobri podjetju, v katerem je sam udeležen. Čeprav običajno posojilo predstavlja dolžniški kapital, pa zaradi tega, ker je posojilodajalec že družbenik posojilojemalca in mu tako neodvisno od odobritve posojila že pripadajo lastniške pravice, ta vrsta spada med instrumente mezzanine financiranja, ki so bližje lastniškemu kapitalu (Brezski et al., 2006, str. 26).

Prednost te vrste financiranja je, da je lahko odobreno hitro in enostavno. Poleg tega je možno tudi oblikovanje posojila za različne ročnosti in načine odplačevanja, ki kar najboljše zadovoljijo potrebe podjetja. Pogosto je posojilo družbenika odobreno tudi kot podrejeno posojilo. Prednost te vrste pred ostalimi mezzanine instrumenti pa je tudi v tem, da obstoječe pravice družbenikov ostanejo popolnoma nedotaknjene. To se v primeru financiranja s strani nedružbenika ne bi vedno zgodilo (Brezski et al., 2006, str. 26).

#### 3.4.2.2. Užitniška pravica

Užitniške pravice lahko izdajo tako delniške družbe in družbe z omejeno odgovornostjo kot tudi osebne družbe. Užitniška pravica je terjatev premoženjske narave nasproti izdajatelju le-te (Brezski et al., 2006, str. 28). Gre za pravice upnikov, ki navadno pripadajo zgolj lastnikom podjetja. Terjatev imetnika užitniške pravice načeloma pomeni udeležbo v dobičku ali v izkupičku likvidacije podjetja. Ta udeležba je lahko v primerjavi s pravicami družbenikov prednostna, enakovredna ali podrejena (Brezski et al., 2006, str. 28). Rezultat poslovanja, na katerega se orientira izplačilo oziroma udeležba (v dobičku) iz užitniške pravice, se določi prosto med obema stranema. Za podlago je možno vzeti bilančni dobiček ali dobiček koncerna, promet, rezultate določenega sektorja, dobiček iz poslovanja itd. Poleg dogovora o udeležbi v dobičku se lahko zagotovi tudi neko minimalno tekoče obrestovanje, do katerega je upnik upravičen tudi v primeru bilančne izgube, ki je že nastala ali pa bi nastala po plačilu obresti (Brezski et al., 2006, str. 28).

Užitniška pravica je institut, značilen za nemško gospodarsko pravo, ki pa je pri nas skoraj popolnoma nepoznan pojem. V našem pravnem redu je užitniška pravica sicer opredeljena v tretjem odstavku 371. člena ZGD-1 kot posebna pravica do udeležbe v dobičku, a ker pri tem ni opredeljena nikakršna vsebina teh »posebnih pravic«, iz same zakonske dikcije ni mogoče razbrati vsebine tega instituta. Zato se moramo pri



analizi tega instrumenta opreti na nemški pravni red, iz katerega je naša definicija tudi prevzeta (Dežman, 2007, str. 551).

Zaradi širokega spektra možnih oblik uvrstitev užitniških pravic med lastniški oziroma dolžniški kapital načeloma ni mogoča. Potrebno je namreč upoštevati značilnosti vsakega posameznega primera. Imetnik užitniške pravice ima zgolj pravice nasproti izdajatelju in ni družbenik. Zato mu ne pripadajo nikakršne pravice soodločanja in kontrole (Brezski et al., 2006, str. 28).

Doba trajanja užitniške pravice znaša v okviru mezzanine financiranja navadno pet do deset let. Na koncu obdobja je navadno odplačana v enem znesku (t.i. *bullet-term-loan*). Za izdajatelja to pomeni, da mora med trajanjem užitniške pravice zbrati zadosti likvidnih sredstev za odplačilo ali pa mora odplačilo refinancirati (Brezski et al., 2006, str. 28).

Prednost pri uporabi užitniških pravic je tudi možnost listinjenja, oziroma da se te izda v obliki užitniških vrednostnih papirjev. Pri tem gre za prinosniške obveznice, s katerimi se lahko trguje na borzi. S tako izdajo se doseže veliko večji obseg investitorjev.

#### 3.4.2.3. Konvertibilna in opcijska obveznica

Konvertibilne obveznice poleg pravice do izplačila obresti, ki so lahko fiksne ali variabilne v povezavi z uspehom podjetja, v določenem obdobju posojilodajalcu omogočajo tudi pravico, da svojo terjatev do izdajatelja obveznice zamenja za nek delež oziroma število delnic v podjetju. Tako pride do zamenjave dolžniških virov v lastniški kapital, kar ne pomeni novih virov financiranja, temveč spremembo kapitalske strukture. V okviru pravice do zamenjave je tako posojilodajalcu omogočeno, da mezzanine kapital zamenja za lastniški kapital in s tem pridobi pri morebitni povečani vrednosti podjetja. Pravica izbire do zamenjave pa je lahko tudi izključena, tako da se že pri podpisu obveznice dogovori, da bo povračilo sledilo izključno v obliki deleža v družbi (t.i. obvezna konvertibilna obveznica), kar pa je za imetnika obveznice v primeru, da cena delnice ne poraste ali celo pade, lahko zelo tvegano (Brezski et al., 2006, str. 29).

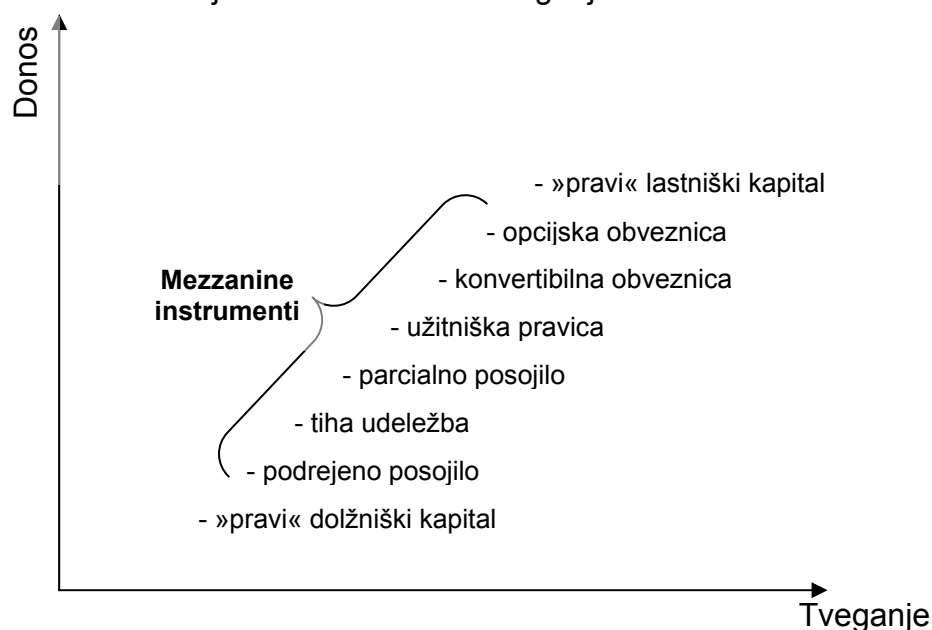
Za razliko od konvertibilne obveznice opcijska obveznica upniku ne omogoča zamenjave njegovega vložka v delež družbe, temveč mu poleg pravice do vračila mezzanine vložka omogoča tudi pravico do nakupa (nakupno opcijo) določenega števila novih delnic podjetja po prej dogovorjeni ceni. Ker je izvršitev te opcije neodvisna od obveznosti do vračila vložka, se jo za razliko od tiste pri konvertibilni obveznici lahko samostojno ovrednoti in z njo trguje. Imetnik take opcije pri vsaki zamenjavi v kapital postane družbenik v podjetju (Lüpken, 2003, str. 108).

Ti obliki financiranja imata predvsem to prednost, da se zmanjšajo investitorjeve terjatve tekočih obresti, slabost pa je v tem, da so take obveznice lahko izdane zgolj pod določenimi pogoji in s strani delniških družb. Čeprav lahko izdaja takih obveznic pomeni prodajo deležev (delnic) podjetja po ceni, ki je v trenutku prodaje višja od tržne, pa bi v primeru, da vrednost delnic precej zraste, za podjetje ugodnejši vir pomenilo najetje dolžniških virov in kasnejša prodaja delnic za financiranje dolga (Brigham et al. 2004, str. 684).

#### 3.4.2.4. Posebna tiha udeležba

Posebna tiha udeležba se od tipične razlikuje predvsem v tem, da tu tihi družbenik sodeluje v določenih operacijah vodstva podjetja kot družbenik in s tem nosi tudi celotno tveganje. To pomeni, da v primeru izgube odgovarja s svojim celotnim vložkom. Poleg participacije v uspehu podjetja so posebni tihi družbeniki navadno udeleženi tudi v premoženju oziroma skritih rezervah podjetja preko že omenjenih t.i. *kicker* komponent. Možni so različni dogovori o pridobitvi kapitalskih deležev, na primer preko zamenjave tihega vložka v lastniški kapital oziroma možnost nakupa le-tega z nakupnimi boni (Brezski et al., 2006, str. 149). Zaradi popolnega tveganja v primeru izgube, podrejenosti nasproti vsem upnikom podjetja in odpovedi statusu upnika za daljše obdobje, je tak »tih« vložek enakovreden lastniškemu kapitalu in zato v bilanci stoji neposredno za njim. Na ta način je ta oblika izredno blizu direktni udeležbi, razlika je le v tem, da udeležba ni neskončna, saj po koncu obdobja sledi vračilo (Lüpken, 2003, str. 106). V davčnem smislu je ta tihi družbenik pri plačevanju davka na dohodek obravnavan kot eden od lastnikov, saj je udeležen v vrednosti podjetja.

Slika 5: Razmerje med donosom in tveganjem mezzanine instrumentov



Vir: Enz, Ravara, 2006, str. 7.

Slika 5 na strani 22 prikazuje odvisnost tveganja in donosa vseh naštetih instrumentov mezzanine kapitala, tako dolžniških kot lastniških, in pa obeh tradicionalnih vrst financiranja. Mezzanine kapital torej obsega področje med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Kot lahko vidimo tudi pri instrumentih mezzanine kapitala, velja, da je višji donos pogojen z višjim tveganjem.

Tabela 3, v kateri natančneje primerjam nekaj instrumentov mezzanine kapitala, nam nazorno pokaže, da za večino oblik (z izjemo parcialnega posojila, ki pa v spodnji tabeli ni predstavljen) velja, da vračilo investicije sledi v fiksnem znesku, poleg tega pa je večina deležna tudi variabilnega dela, ki je močno odvisen od uspešnosti oziroma vrednosti podjetja. Pričakovani donos se giblje od 9% pa vse do 30%, seveda odvisno od stopnje tveganja. Predvsem pri konvertibilnih obveznicah lahko investitor močno pridobi v rasti vrednosti podjetja. Pravice do informacij in soodločanja oziroma glasovanja so pogosto precej odvisne od dogovora med obema stranema. Udeležba v izgubi podjetja je pogosta zgolj pri obeh vrstah tihe udeležbe, še posebej pri posebni, medtem ko jamstva povrnitve v primeru stečaja ni moč pričakovati v nobenem od navedenih primerov, saj so investitorji podrejeni ostalim upnikom v podjetju in zato za njihovo povračilo navadno že zmanjka stečajne mase.

Tabela 3: Pregled in primerjava vrst mezzanine kapitala

	<b>Podrejeno posojilo</b>	<b>Posojilo prodajalca</b>	<b>Tiha udeležba</b>	<b>Konvertibilna obveznica</b>	<b>Užitniška pravica</b>	<b>Posebna tiha udeležba</b>
<b>Vračilo investitorju</b>	fiksno in variabilno	fiksno	fiksno in variabilno	fiksno in pravica do zamenjave	fiksno in variabilno	fiksno in variabilno
<b>Pričakovani donos</b>	ca. 9-17%	ca. 9-17%	ca. 10-18%	ca. 10-18%, pri zamenjavi ca. 20-30%	ca. 12-18%	ca. 12-18% (+equity kicker)
<b>Pravice do glasovanja/informacij</b>	status upnika, običajno s pravicami do veta	status upnika	pogodbene pravice do kontrole kot tudi pravice do informacij	najprej status upnika, nato sprememba v status družbenika	pogodbene pravice do kontrole	status družbenika, pogodbene pravice do kontrole
<b>Jamstvo v primeru stečaja</b>	ne, podrejenost nasproti upnikom	ne, navadno podrejenost nasproti upnikom	ne, navadno podrejenost nasproti upnikom	ne, navadno podrejenost nasproti upnikom	ne, navadno podrejenost nasproti upnikom	odvisno od zasnove
<b>Vrednotenje podjetja</b>	ni potrebno	ni potrebno	ni potrebno	potrebno pri vstopu	ni potrebno	običajno potrebno pri izstopu
<b>Udeležba v izgubi podjetja</b>	ne	ne	načeloma ja, ampak možno pogodbeno izločiti	ne	praviloma ja	praviloma ja

Vir: Steiner, 2006, str. 16.

### 3.5. Komponente donosov in tipične pogodbene klavzule ter omejitvene zaveze

Kot sem že omenil, je v strukturo vračila oziroma poplačila upnikov pogosto poleg fiksne in/ali variabilnega obrestovanja vključena tudi komponenta, ki pod določenimi pogoji zagotavlja udeležbo oziroma pridobitev določenih deležev lastniškega kapitala podjetja. Tako imenovane *kicker* komponente se lahko pojavijo v različnih oblikah. V primeru, da je pri vračilu mezzanine kapitala vključena pravica, ki zagotavlja pridobitev deležev v podjetju ali preko nakupnih bonov (*warrants*) ali preko pravic do zamenjave (*convertible right*), govorimo o pravem *equity kicker*-ju. Če pa take pravice ne zagotavljajo dejanskih deležev v podjetju, temveč pravice do udeležbe v rasti vrednosti podjetja (npr. *phantom warrants*), pa govorimo o t.i. *non equity kicker*-ju oziroma virtualnem *equity kicker*-ju. Ti virtualni instrumenti so lahko povezani direktno s spremembo vrednosti lastniškega kapitala, ali pa temeljijo na določenih kriterijih uspešnosti poslovanja, npr. na velikosti denarnega toka, kazalcih donosnosti itd. (Brezski et al., 2006, str. 126). To pomeni, da se investitorju ob doseganju določenih prej dogovorjenih kriterijev izplača določena fiksna vsota oziroma relativni delež, na primer nek odstotek v povečani vrednosti podjetja. Možni pa so tudi dogovori o enkratnem izplačilu ob zapadlosti mezzanine posojila v odvisnosti od povečane vrednosti podjetja, ki je bila ustvarjena v obdobju investicije (Steiner, 2006, str. 15).

Predvsem zaradi pomanjkanja varnosti se v pogodbe pogosto vključi določene dodatne pogodbene klavzule oziroma omejitvene zaveze (*covenants*). Ti dogovori, s katerimi skuša mezzanine investitor vplivati na odločanje in poslovanje podjetja, so načeloma mogoči za vse vrste mezzanine instrumentov in navadno vsebujejo naslednje klavzule (Steiner, 2006, str. 15):

- upoštevanje razmerij med bilančnimi postavkami
- investitorjev mandat v nadzornem svetu
- potrebno soglasje investitorja v primeru zmanjšanja aktive
- pravice do informacij, kontrole, sodelovanja, prekinitve pri določenih poslovnih dogodkih

### 3.6. Ponudniki mezzanine kapitala

Obstaja kar nekaj ponudnikov mezzanine kapitala, ki s prilagojeno ponudbo z manjšimi investiranimi zneski dosežejo tudi manjša podjetja. To so predvsem banke in različni skladi, ki so pogosto organizirani v okviru nacionalnih programov v podporo podjetniškemu sektorju ali pa v okviru finančnih podjetij, ki stremijo k zagotavljanju čim večje ponudbe finančnih instrumentov. K finančnim posrednikom, ki ponujajo mezzanine finance, spadajo tudi nekatere družbe tveganega kapitala, na primer

družbe zasebnega lastniškega kapitala (*private equity funds*), ki preko svojih skladov ponujajo tudi instrumente mezzanine kapitala. Mezzanine kapital ponujajo tudi nekatere zavarovalnice, a je njihova ponudba po večini osredotočena na velika, uveljavljena podjetja (Slee, 2004, str. 274). V zadnjem času se tudi zaradi pobud Evropske komisije pojavlja vedno več bank in javnih finančnih institucij, ki v svojo ponudbo vključujejo standardizirane mezzanine programe v nižjih zneskih (Mezzanine Finance, 2007, str. 17).

Kot neformalni ponudniki pa se kot investitorji mezzanine kapitala pojavljajo tudi t.i. poslovni angeli. To so premožni posamezniki, ki so pripravljeni neposredno investirati v mlada perspektivna podjetja predvsem v zgodnji fazi razvoja. Navadno se zneski, ki so jih pripravljeni vložiti v podjetje, začnejo že pri 10.000 evrih, kar pomeni, da predstavljajo pomemben vir tudi za majhna podjetja. Poslovni angeli so pogosto organizirani v mreže in združenja, v Evropi so združeni v *European Business Angel Network*, pri nas pa obstaja klub poslovnih angelov, ki deluje v okviru PCMG (Pospeševalni center za malo gospodarstvo).

### **3.7. Tipične zahteve in proces odobritve mezzanine kapitala**

Ponudnik mezzanine kapitala zainteresiranemu podjetju postavi visoke zahteve. Te so posledica visokega tveganja, ki temelji predvsem na (Brezski et al., 2006, str. 223):

- podrejenosti mezzanine kapitala nasproti vsem ostalim (prednostnim) upnikom,
- pomanjkanju ustreznih zavarovanj, ki vodijo do zelo visoke verjetnosti nezmožnosti vračila v primeru stečaja,
- dolgi dobi trajanja (navadno okoli 7 do 8 let).

Zaradi teh razlogov sta pred odločitvijo o odobritvi mezzanine kapitala navadno potrebna skrben pregled in analiza vseh za prihodnost podjetja odločilnih faktorjev (*due diligence*), ki zagotovi, da bo podjetje v prihodnosti sposobno odplačevati obresti in dolg. Temu ustrezno se podjetja odločijo za mezzanine financiranje, če izkazujejo stabilen gospodarski razvoj, dobre poslovne rezultate in predvsem dober, stabilen denarni tok (Lüpken, 2004, str. 108).

Za učinkovito in dobro poslovanje podjetja je velikega pomena dobro zasnovan sistem planiranja in kontrole. Zaradi dolžnosti po predložitvi izčrpnih informacij mezzanine investitorju je tak sistem ključnega pomena tudi v procesu pridobivanja mezzanine kapitala. Zaradi pomanjkanja zavarovanj predstavljajo obsežne, kvalitativno kakovostne in aktualne informacije za mezzanine investitorja edino možnost za zavarovanje njegovih sredstev (Brezski et al., 2006, str. 226).

Za začetek procesa pridobivanja mezzanine kapitala je zelo pomemben tudi rating, in sicer zaradi dveh razlogov:

- Rating je trenutna ocena o kreditni sposobnosti podjetja, oziroma kakšna je možnost, da podjetje poravnava svoje finančne obveznosti v dogovorjenih rokih; oziroma obratno, kakšna je verjetnost, da tega ne uspe. V tem smislu je to merilo za uspešnost poslovnega modela oziroma denarnega toka.
- Ponudniki, ki svoje mezzanine programe refinancirajo na kapitalskem trgu, potrebujejo rating, s čimer utemeljijo kvaliteto portfelja, ki jo zahtevajo investitorji. Na ta način je namreč portfelj razdeljen v različne razrede sredstev, ki so na voljo kupcem oziroma investitorjem. Za te ponudnike pa pogosto ne zadostuje interni rating bank, zato morajo podjetja vsako leto znova naročiti izdelavo zunanjega ratinga, kar povzroči tudi precejšnje stroške.

Ni presenetljivo, da ocena za podjetja predstavlja velik izziv in zahtevo. Za mnoge investitorje namreč pridejo v poštev zgolj podjetja, ki dosegajo dobre ocene, pri katerih je tveganje nevrčilo majhno in dosegajo t.i. *Investment Grade-Rating*. (Če vzamemo za primer ocene enega najbolj priznanih rating podjetij Standard & Poor's, je to območje med ocenama AAA in BBB-). Obstajajo sicer tudi investitorji, ki pokažejo zanimanje tudi za slabše rangirana podjetja, a je treba poudariti, da ratingi nižji od B po S&P pomenijo že veliko tveganje in pri mezzanine investitorjih večinoma ne pridejo v poštev.

Kljub temu temeljnemu pomenu ratinga je treba poudariti, da predstavlja kreditna ocena podjetja prejšnji element pri predhodnem pregledu podjetja kot determinanto za končno odločitev. Lahko se namreč zgodi, da se podjetju v relativno kratkem času močno spremeni situacija pri poslovanju. Zato večina mezzanine ponudnikov pred odločitvijo izvede še obsežno analizo aktualnega stanja. Ima pa rating večji pomen pri stalnem nadzoru, saj njegovo poslabšanje signalizira o problemih podjetja. Mezzanine investitor se tako odloči vsaj za podrobnejši nadzor poslovanja, po potrebi pa se podjetju določi tudi svetovalec ali celo menedžment za reševanje nastale situacije (*recovery management*) (Brezski et al., 2006, str. 228).

Vsak ponudnik mezzanine kapitala navadno uporablja svoj postopek za izbiro podjetja, v katerega bo investiral. Intenzivnost in dolžina procesa sta odvisna od tega, ali gre za standardiziran produkt ali individualno ponudbo finančnega produkta. V tabeli 4 na strani 27 prikažem grobo zasnovo postopka odobritve v 4 fazah, ki je bolj ali manj značilna za ponudnike mezzanine kapitala, kot so skladi.

Tabela 4: Idealnemu tipu ustrezajoč proces odobritve

1. Predhoden pregled	Predhoden pregled informacij o podjetju
	Preverjanje kriterijev za investiranje
	Odločitev
2. Revizija	Podroben pregled poslovnega modela
	Podroben pregled gospodarskih razmer in planiranja
	Obisk podjetja in pogovori z menedžmentom
	<i>Term Sheet</i> oziroma pismo o nameri
3. Due diligence	Obsežna detajlna analiza podjetja, <i>due diligence</i>
4. Pogajalska/sklepna faza	Po potrebi prilagoditev v finančni strukturi
	Izdelava osnutka pogodbe kot ponudbe
	Pogajanja
	Pogodba

Vir: Brezski et al., 2006, str. 231.

### 3.8. Strategije izstopa (*exit strategies*)

Najemnik mezzanine kapitala mora upoštevati in se pripraviti, da bo moral na koncu obdobja mezzanine investitorju vrniti znesek ter mu eventualno zagotoviti še ostala prej določena izplačila zaradi povečane vrednosti podjetja in/ali *kicker* komponente. Zaradi tega mezzanine pogodbe pogosto vsebujejo klavzule o zadržanju dobička, ki zagotavljajo generiranje potrebnih vsot za ta izplačila. V idealnem primeru je sicer tako, da načrtovana rast zaradi mezzanine financiranja tudi dejansko pomeni pozitiven donos, ki omogoča celotno vračilo mezzanine vložka. A zaradi dolge dobe, ki traja najmanj 5 let in je povezana z veliko negotovostjo, se seveda nikakor ne gre zanašati na tako idealno zamišljeno situacijo. Predvsem za podjetja, ki se morajo soočiti tudi z izplačili pogodbeno dogovorjenih variabilnih obresti, se postavlja vprašanje po alternativah ob izstopu mezzanine investitorja (Brezski et al., 2006, str. 238).

Ker enkratno izplačilo na koncu obdobja pogosto ne pride v poštev, obstaja možnost prenosa dela zadolženosti v dolgoročni bančni kredit. Če si predstavljamo, da podjetje še naprej izkazuje pozitiven denarni tok in donose, to vpliva na njegovo boniteto in izboljšuje rating, kar vpliva tudi na povečane možnosti podjetja za pridobitev kredita. Dober razvoj podjetja lahko seveda pomeni tudi zainteresiranost investitorja mezzanine kapitala za podaljšanje oziroma sklenitev nove pogodbe (Brezski et al., 2006, str. 239).

Možnost, ki za mala in srednja podjetja sicer ni povsem realna alternativa, je tudi uvrstitev na borzo. Za določena hitro rastoča in donosna podjetja pa to vseeno lahko predstavlja zanimivo opcijo. Pri teh podjetjih mezzanine posojilodajalci to možnost upoštevajo že v strukturi poplačila, v obliki *equity kicker-ja*. Izkupiček zaradi uvrstitve na borzo se tako lahko uporabi za vračilo mezzanine vložka (Brezski et al. 2006, str. 239).

Za hitrorastoča podjetja, ki imajo velike potrebe po investicijah ali problem nasledstva, je potencialna rešitev tudi vračilo mezzanine kapitala s sprejetjem novega družbenika oziroma strateškega investitorja (Steiner, 2006, str. 15). Prednost te rešitve je, da mezzanine kapital nasledi pravi lastniški kapital, kar še posebej pozitivno vpliva na boniteto podjetja. A zaradi nenaklonjenosti do novih družbenikov in nezaupanja do privatnega kapitala (*private equity*) ta možnost pri mnogih podjetjih ne pride v poštev. Seveda vedno obstaja tudi možnost, da mezzanine kapital nasledijo dosedanja družbeniki in s tem prav tako utrdijo strukturo lastniškega kapitala (Brezski et al. 2006, str. 239).

#### **4. RAZVOJ IN STANJE TRGA MEZZANINE KAPITALA V EU**

Začetki uporabe hibridnih oblik v financiranju podjetij segajo v osemdeseta leta prejšnjega stoletja, ko so se v ZDA ti instrumenti začeli uporabljati predvsem pri menedžerskih odkupih. V evropskem prostoru pa je do prvih implementacij prišlo na začetku devetdesetih let (Enz, Ravara, 2006, str. 13). A ameriški in evropski trg mezzanine kapitala sta se zaradi zakonskih okvirov in specifičnosti finančnih sistemov razvila drugače. Temu ustrezno na primer tudi bančna posojila v Evropi (izvzeta je Velika Britanija) igrajo pomembnejšo vlogo kot v ZDA. Podobno se je to odrazilo tudi pri razvoju mezzanine financiranja. V Evropi je zato mezzanine financiranje bliže kreditnemu oziroma dolžniškemu financiranju (na primer v obliki podrejenih in parcialnih posojil), medtem ko se v ZDA pretežno uporabljajo kapitalskemu trgu ustrezne oblike obveznic (na primer v obliki konvertibilnih obveznic). Tako je v kontinentalni Evropi bolj prisoten mezzanine kapital z lastnostmi dolžniškega kapitala, s katerim se ne trguje na kapitalskih trgih (Enz, Ravara, 2006, str. 7). Najpogostejši ponudniki mezzanine kapitala v Evropi so banke, medtem ko so za ZDA bolj značilne neodvisne specializirane institucije, ki so prek investiranja v lastniški mezzanine (*equity mezzanine*) podvržene višjemu tveganju, a zato zahtevajo višjo obrestno mero. Tako je na primer povsem običajno, da investitor lastniškega mezzanine kapitala pričakuje donos tudi do 30% (Wiley, 2004, str. 181).

Tradicionalno so bile mezzanine finance namenjene predvsem za premostitvena posojila (*bridge loan*), v zadnjem času pa se vedno bolj uporabljajo tudi za izboljšanje kapitalске strukture bilance, v primeru ekspanzije podjetja, prenosu lastništva in nasledstva. V teh primerih mezzanine kapital pogosto nastopa tudi v kombinaciji z

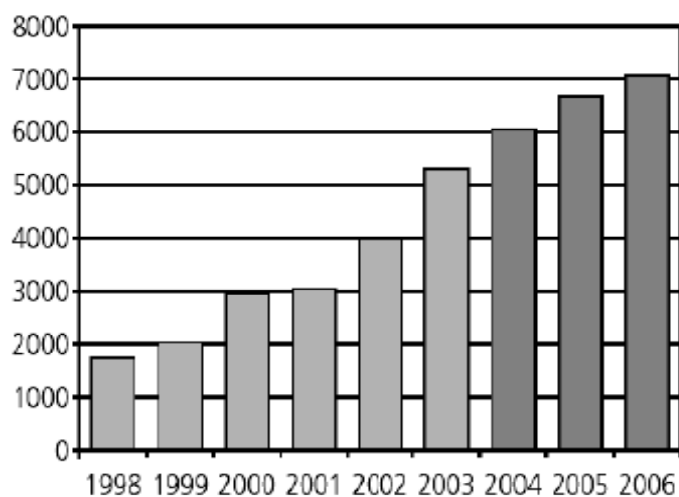


nadrejenim dolgom ali lastniškimi kapitalom. Pomemben dejavnik razvoja je bilo tudi rastoče število menedžerskih (notranjih in zunanjih) odkupov, prevzemov in pripojitev. Med druge dejavnike štejemo tudi konkurenčne pritiske na višino obrestnih mer tradicionalnih posojil in povečano povpraševanje po fleksibilnih, »po meri« izdelanih finančnih instrumentih (Mezzanine Finance, 2007, str. 9).

Evropski trg mezzanine kapitala v zadnjem desetletju izkazuje znatno rast, kar nam prikazuje spodnja Slika 6. Kljub vse večji pomembnosti te vrste financiranja pa je predvsem zaradi različnih definicij mezzanine financ po državah težko ugotoviti zanesljiv obseg te vrste financiranja. Prav tako tudi niso zajeti vsi mezzanine posli, saj je na primer težko izmeriti dejanski obseg tihe udeležbe in podrejenih posojil, ki niso vedno zabeleženi kot mezzanine financiranje (Mezzanine Finance, 2007, str. 9).

Slika 6: Obseg investiranega mezzanine kapitala v Evropi po letih

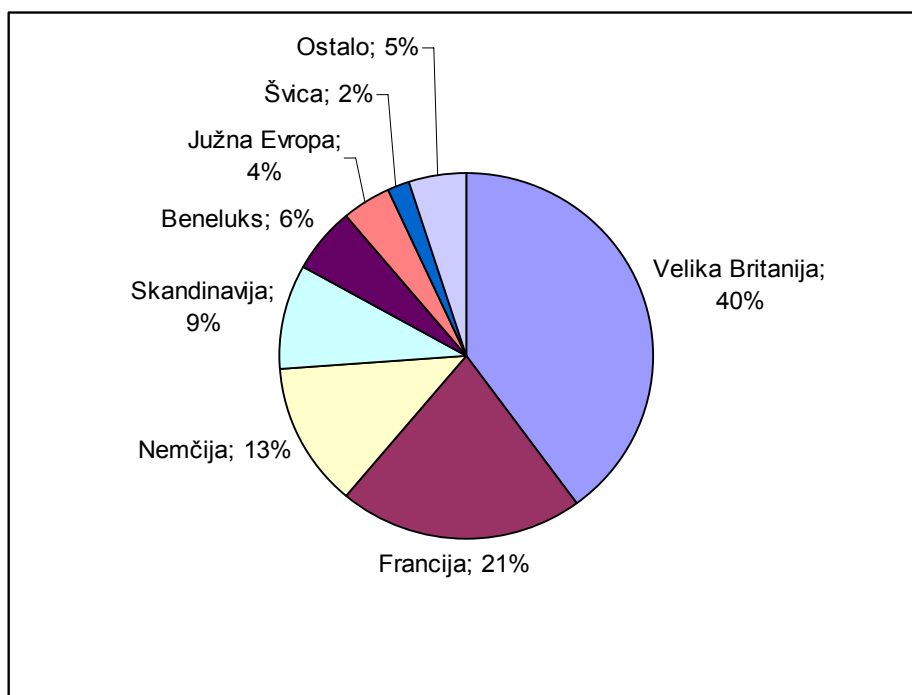
V mio. EUR



Vir: Suhlrie, 2005, str. 5.

Največji odstotek mezzanine kapitala v Evropi se investira v Veliki Britaniji, a delež v kontinentalni Evropi vztrajno raste (Suhlrie, 2005, str. 5). Taka prednost Velike Britanije je predvsem posledica bolj razvitega kapitalskega trga tvegane kapitala in velikega števila takšnih podjetij, ki so primerna za mezzanine investiranja (Enz, Ravara, 2006, str. 14). Veliki Britaniji sledijo Francija, Nemčija, skandinavske države in države Beneluksa (glej Sliko 7 na strani 30).

Slika 7: Obseg mezzanine financ po državah v letih 1999 – 2004

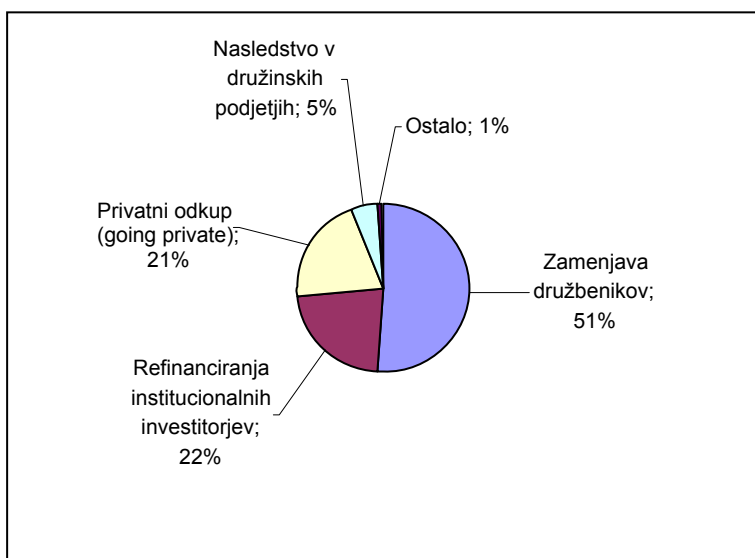


Vir: Enz, Ravara, 2006, str. 14.

V obdobju od leta 1999 do 2004 je bil odstotek mezzanine transakcij za investiranje rasti in ekspanzije podjetij še razmeroma majhen. Kar tri četrtine vsega investiranega mezzanine kapitala v Evropi je bilo namreč namenjenega za odkupe (*buy-out* transakcije). V ZDA, na primer, je odstotek investiranega mezzanine kapitala v odkupih in transakcijah, ki niso povezane z odkupi, precej bolj izenačen. Pričakovati je, da bo mezzanine kapital za potrebe po financiranju rasti in ekspanzij ter za refinanciranja pridobival na pomenu tudi v Evropi (Enz, Ravara, 2006, str. 15). Na naslednjih grafih prikazujem deleže investiranega mezzanine kapitala v Evropi v najbolj značilnih situacijah. Na Sliki 8 na strani 31 vidimo odstotek investiranega mezzanine kapitala v *buy-out* transakcijah v Evropi v letih 1999-2004. Največji delež zavzema zamenjava družbenikov s prodajami oziroma nakupi delov podjetja, in sicer kar 51%, sledi 22-odstotni delež institucionalnih investitorjev, ki s pomočjo mezzanine kapitala refinancirajo svoje naložbe, dobro petino zavzemajo odkupi s strani privatnih investitorjev, kar pomeni, da deleži oziroma delnice podjetij niso več javno naprodaj, nasledstva v družinskih podjetjih pa 5 %.

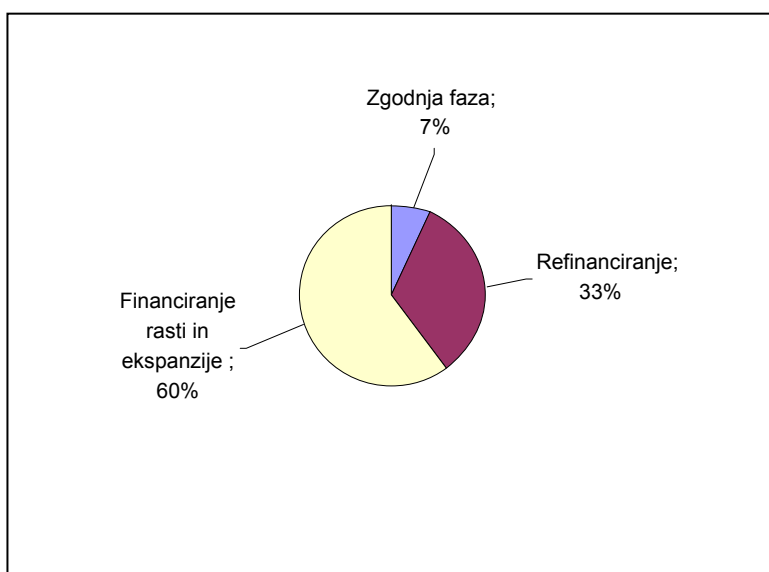
Na drugi strani pa nam Slika 9 na strani 31 prikazuje deleže mezzanine kapitala v Evropi v istem obdobju v transakcijah, ki se ne tičejo odkupov podjetij (*non-buy-out* transakcije). Tu se 60 odstotkov mezzanine kapitala investira za financiranje rasti in ekspanzije, tretjina za refinanciranja ter 7 odstotkov za finančne vire v zgodnji fazi poslovanja.

Slika 8: Odstotek investiranega mezzanine kapitala v *buy-out* transakcijah v Evropi v letih 1999 – 2004



Vir: Enz, Ravara, 2006, str. 14.

Slika 9: Odstotek investiranega mezzanine kapitala v ostalih transakcijah (*non-buy-out* transakcije) v Evropi v letih 1999 – 2004



Vir: Enz, Ravara, 2006, str. 14.

Poudariti pa je treba tudi, da je stanje na področju mezzanine kapitala za zdaj bolj naklonjeno večjim podjetjem. To pomeni, da večina majhnih podjetij zelo težko pride do ponudnikov mezzanine kapitala, saj so vsote, ki so jih le-ti pripravljene investirati, običajno višje od 500.000 evrov. Tipičen trg mezzanine kapitala so za zdaj srednje velika in velika podjetja, ki najemajo posojila, ki se gibljejo od enega milijona evrov naprej. A večina podjetij v skupini MSP in v gospodarstvih Evrope nasploh je majhnih in – kot je navedla evropska ekspertna skupina – na trgu trenutno obstaja velika

potreba po tveganem kapitalu v obsegu od 200.000 do 2,5 milijona evrov. (Mezzanine Finance, 2007, str. 15).

Predvsem zaradi nove ureditve na kapitalskih trgih (Basel II) pa je zdaj tudi večja potreba po kapitalu, povezanem s tveganjem, pod 200.000 evrov. Evropska komisija si zato prizadeva, da bi predvsem s standardizacijo in listinjenjem dosegla, da bi dostop do trga mezzanine kapitala dobila tudi manjša podjetja. To je predvideno kmalu, a smiselno je počakati, da bo trg mezzanine kapitala dozorel in bodo posojilojemalci bolje spoznali ta način financiranja (Mezzanine Finance, 2007, str. 15).

V Nemčiji je k dvigu pozornosti do pomembnosti mezzanine kapitala ključno prispevalo združenje nemških bank (Association of German Banks) v sodelovanju s federacijo nemške industrije (BDI). Skupaj so namreč organizirali seminarje o priložnostih mezzanine kapitala za MSP, ki so jih poimenovali: »Mezzanine capital for SME – discovering opportunities«<sup>4</sup>. Tam so majhna in srednja podjetja lahko spoznala predstavnike bank in se prek predavanj in diskusij poučila o različnih oblikah in potencialnih uporabah mezzanine kapitala.

V Nemčiji mezzanine kapital hitro pridobiva na pomenu. Obseg mezzanine kapitala se je od leta 2000 do 2004 povečal od 555 milijonov evrov na skoraj 1,3 milijarde evrov, medtem ko je bila vrednost leta 1995 zgolj 66 milijonov (Brezski et al., 2006, str. 199). Ponudniki mezzanine kapitala v Nemčiji so skladi, banke, investicijske firme in holdingi. Medtem ko skladi, neodvisni od bank, za zdaj ciljajo predvsem na velika podjetja, pa se na trgu že pojavljajo ponudbe nekaterih bank in holdingov, ki se osredotočajo na skupino MSP. Za zdaj te banke, kot na primer BayernLB, WestLB in NORD/LB, še vedno dosežejo zgolj manjši del MSP, predvsem tista srednje velika podjetja, saj se mezzanine vložki navadno ne spustijo pod 500.000 evrov. Pomembno je prizadevanje banke NRW.BANK, ki trenutno razvija standardiziran mezzanine program za podjetja, ki imajo prihodke manjše od 5 mio evrov letno in katerih rating ne presega ocene BB. Ponujala bo mezzanine kapital v višini od 250.000 do 1 mio evrov, ki bo večinoma strukturiran kot lastniški kapital, tržni potencial pa obsega kar 9.900 podjetij (Mezzanine Finance, 2007, str. 18). Obstaja pa tudi program, namenjen majhnim podjetjem, in sicer s strani holding družbe MBG (Mittelständische Beteiligungsgesellschaften) v obliki tihe udeležbe oziroma partnerstva. Ta ponuja mezzanine kapital že v zneskih od 50.000 evrov, s čimer doseže tudi najmanjše interesente (BVK, 2007). Pomemben ponudnik mezzanine kapitala je bančna skupina KfW, ki se posebno posveča problematiki MSP in je zaradi svojega javnega značaja relativno ugodna, saj obrestne mere navadno ležijo nekje med 7,5% in 12%. Ponujajo tudi mezzanine posojila, nižja od 1 mio evrov, za proces pa velja, da je relativno nebirokratski (Brezski et al., 2006, str. 219).

---

<sup>4</sup> Mezzanine kapital za MSP – odkrivanje priložnosti

Iniciative za podporo financiranja MSP z mezzanine kapitalom uvaja večina nacionalnih javnih finančnih institucij v EU. Veliko članic mreže *Network of European Financial Institutions (NEFI)* za MSP je že aktivnih na tem področju. Primer initiative za ponudbo mezzanine financ s sodelovanjem privatnih bank je *Innovation Development Contract Programme*, ki ga je v Franciji lansirala javna ustanova OSÉO. Ustanavljajo se tudi specializirani mezzanine skladi, namenjeni srednjemu sloju MSP. Na splošno so osredotočeni na specifične skupine MSP, kot na primer sklad FIDEME, ki namenja mezzanine finance podjetjem, ki se osredotočajo na obnovljive vire energije. V obeh primerih gre navadno za podrejena posojila (Mezzanine Finance, 2007, str. 18).

V Avstriji državna bančna institucija AWS (Austria Wirtschaftsservice) s kritjem dela tveganja investitorja ponuja spodbudo za investiranje v MSP z lastniškim kapitalom in kvazi lastniškim vložkom oziroma mezzanine kapitalom. Garancija pokriva 50% investiranega kapitala. Maksimalna zavarovana količina lastniškega ali mezzanine kapitala (ki ga zagotovi en ali več investitorjev) je 1 milijon evrov na podjetje. Program je posebej usmerjen na privatne investitorje, ki investirajo v mlada podjetja, ki so inovativna oziroma se širijo. Po izkušnjah AWS je kar okoli 75% zavarovanih investicij instrumentov mezzanine financ.

#### **4.1. Mezzanine kapital v Sloveniji**

V Sloveniji je mezzanine kapital omenjen v zakonu o družbah tveganega kapitala, ki pa mezzanine kapital obravnava v omejenem obsegu, in sicer zgolj takole: »Mezzanine kapital je oblika dolžniškega kapitala, za katerega je značilno, da v primeru nepopolnega ali nepravočasnega vračila s strani posojilojemalca konvertira v lastniški kapital« (Zakon o družbah tveganega kapitala, 2007).

Pri nas mezzanine kapital ponujajo določene banke (npr. Raiffeisen banka) kot enega od produktov njihovih skladov tveganega kapitala in neodvisni skladi tveganega kapitala, a v zelo omejenem obsegu. Ker predstavlja mezzanine kapital relativno majhen delež v celotni ponudbi tveganega kapitala in ker je tudi obseg ponudbe tveganega kapitala pri nas še relativno majhen, predstavlja mezzanine financiranje skorajda zanemarljiv odstotek. Slovenija je v primerjavi z ostalimi evropskimi državami celo na repu razpredelnice v razmerju obsega naložb iz naslova tveganega kapitala in BDP. Po podatkih združenja EVCA iz leta 2004 je bilo to razmerje le 0,015%. Za primerjavo: daleč pred vsemi je na prvem mestu Velika Britanija z 0,851%, sledijo ji Švedska, Finska in Francija z 0,274%, povprečje centralno in vzhodno evropskih držav (CEE) pa je 0,088% (ZDTK – prva obravnava, 2006, str. 9). A predvsem sprejetje zakona o družbah tveganega kapitala bo pomembno uredilo situacijo na področju tveganega kapitala v Sloveniji in z napovedmi, da bo država uvedla davčne olajšave, ki bodo spodbujale nastajanje in

delovanje teh družb (ZDTK – prva obravnava, 2006, str. 9) lahko pričakujemo, da se bo razkorak med povpraševanjem in ponudbo tveganega kapitala začel zmanjševati. Mezzanine financiranje je za mala in srednja podjetja na voljo tudi v okviru Slovenskega podjetniškega sklada, ki je nacionalna finančna institucija, ustanovljena z namenom, da olajša dostop do finančnih virov malim in srednjim podjetjem, predvsem za razvojne naložbe (Slovenski podjetniški sklad, 2007). Deluje kot izvajalska funkcija Ministrstva za gospodarstvo, ki tesno sodeluje tudi z mednarodnimi finančnimi institucijami. Mezzanine financiranje opredeljujejo kot obliko financiranja, kjer je možno spremeniti obliko financiranja v časovno opredeljenem okvirju iz kreditne ali garancijske pogodbe v lastniški delež v podjetju, v zvezi z ostalimi ponujenimi instrumenti (kot na primer s krediti, garancijami, subvencijami).

Pomembno pomoč slovenskim podjetjem predstavlja tudi podjetje RSG, ki ga je ustanovila Gospodarska zbornica Slovenije in se ukvarja z razvojnim svetovanjem in financiranjem projektov. Podjetje nudi storitve na področju tveganega kapitala za podjetja v zgodnjih fazah razvoja. (RSG, 2007). V svoji ponudbi ima med drugim tudi instrument, ki ga lahko pripišemo mezzanine financiranju. Tako imenovano konvertibilno posojilo je posojilo, ki ob doseganju nekih vnaprej določenih rezultatov oziroma mejnikov konvertira v vnaprej dogovorjen lastniški delež v podjetju. S tem postane RSG lastniško udeležen v podjetju in aktivno sodeluje v odločitvah v podjetju. Zelena doba investicije je maksimalno 5 let, vložki pa so navzgor omejeni na 400.000 evrov. Nudijo tudi pomoč pri iskanju ostalih zunanjih in optimalnih virov kapitala ter so povezani s poslovnimi angeli in ostalimi družbami tveganega kapitala.

Potencialni investitorji mezzanine kapitala so tako kot drugje v Evropi tudi poslovni angeli. V Sloveniji je v okviru PCMG (Pospeševalni center za malo gospodarstvo) organiziran klub poslovnih angelov, kjer se zbira ponudba in povpraševanje po kapitalu.

## **SKLEP**

Mezzanine kapital predstavlja alternativo v procesu pridobivanja finančnih virov in bogati ponudbo finančnih instrumentov. Različnost podjetij in njihove potrebe lahko zadovoljijo le individualno strukturirane rešitve, kar na področju financiranja hibridni instrumenti mezzanine kapitala nedvomno so. Do kakšne mere bo do implementacij mezzanine kapitala prišlo v sektorju malih in srednjih podjetjih, bo pokazal čas, a možnosti, ki obstajajo, lahko spretni dobro izkoristijo. Čeprav ni pričakovati, da bi mezzanine kapital postal eden glavnih virov, in mnogo podjetij bo o njem razmišljalo šele, ko bodo tradicionalni viri izčrpani, je seznanjanje z razvojem inovativnih finančnih rešitev lahko pomembna konkurenčna prednost.

Razlogi za omejene možnosti malih in srednjih podjetij pri financiranju z mezzanine kapitalom so poleg nerazvitosti finančnega trga in omejene ponudbe za MSP pogosto povezani tudi z nepoznavanjem in neobveščenostjo. Poleg tega se podjetja navadno le v skrajnih primerih, ko res ni drugih izhodov, odločijo za inovativne oziroma alternativne možnosti financiranja, ki zakrpajo vrzel med tradicionalnimi finančnimi viri. Zato je ključnega pomena v prvi vrsti informiranost in seznanjanje podjetniškega sektorja s to vrsto financiranja. To je možno na več načinov, v obliki publikacij, predstavitev ali seminarjev, kot to izvajajo v Nemčiji s podporo tako bančnega kot industrijskega sektorja. Še prej je treba zanimanje vzbuditi tudi pri potencialnih ponudnikih, ki bi morali stremeti k raznovrstnosti in pestrosti svoje ponudbe, da produkte mezzanine kapitala postavijo ob bok ostali ponudbi. Klasifikacija različnih instrumentov bi pripomogla k lažji izbiri primernega produkta financiranja, večjo pozornost pa bi vzbudili tudi standardizirani in poenostavljeni mezzanine programi, ki bi precej skrajšali birokratski proces pridobivanja kapitala. Ena od možnosti predvsem za banke je tudi listinjenje, s čimer prenesejo kreditno tveganje na druge (kapitalski trg) in povečajo svojo kreditno dejavnost.

Seveda je pri vsem tem zelo pomembna vloga države, ki z ustrezno zakonodajo, davčnimi olajšavami in raznovrstnimi vrstami pomoči (npr. informiranje in subvencioniranje) vpliva na razvoj malega podjetništva in podpira razvoj novih oblik financiranja. Za Slovenijo je pomembno, da sledi smernicam Evropske unije in novim trendom ter da deluje agilno in fleksibilno, s čimer si ne nabira zaostanka za najrazvitejšimi. Zaradi majhnosti trga in razmeroma tradicionalistične miselnosti se stvari pogosto premikajo nekoliko počasneje, a prej ali slej se tudi pri nas uveljavi praksa razvitih držav. Tako je v letu 2007 k ureditvi, transparentnosti in nadzoru družb tveganega kapitala, ki se pojavljajo tudi kot ponudniki mezzanine kapitala, pomembno prispeval zakon o družbah tveganega kapitala. Tudi v podporo podjetništvu obstaja kar nekaj javnih institucij, ki lahko z naklonjenostjo reševanju problematike in grajenjem zaupanja odločilno vplivajo pri razvoju in uveljavljanju inovativnih oblik financiranja.

A mezzanine financiranje je šele na začetku svoje poti. Nima še neke prave zgodovine, podjetja so brez izkušenj in pravega zaupanja ter nerada stopajo v neznano. Zato je potrebno obe strani, tako potencialne ponudnike kot podjetja informirati in jih stimulirati, kar v določenem obsegu že počne Evropska komisija. Mezzanine finance lahko namreč prinašajo prednosti in koristi vsem in prav je, da so subjekti o tem obveščeni. Navsezadnje je razvoj podjetništva in s tem gospodarstva ter večanje blaginje v interesu vseh. Prav zaradi fleksibilne zasnove še zdaleč ne moremo govoriti o neki dokončni podobi skupine instrumentov mezzanine financiranja, sam bi prej uporabil poimenovanje zgodnje obdobje. Zato se prav lahko zgodi, da bo šele prihodnost prinesla nek nov vidik na samo financiranje oziroma zasnovo nekega instrumenta, ki bo resnično pomenil pravo revolucijo in povzdignil mezzanine financiranje na višjo raven.

## LITERATURA

1. Anson Mark J.P.: The Handbook of Alternative Assets. B.k. : John Wiley & Sons, 2002. 502 str.
2. Antončič Boštjan et al.: Podjetništvo. Ljubljana : GV Založba, 2002. 485 str.
3. Benjamin Gerald, Margulis Joel: Angel Capital. How to Raise Early-Stage Private Equity Financing. Hoboken (N.J.) : John Wiley & Sons, 2005. 373 str.
4. Brezski Eberhard et al.: Mezzanine-Kapital für den Mittelstand. Finanzierungsinstrumente, Prozesse, Rating, Bilanzierung, Recht. Ulm : Schäffer-Poeschel Verlag, 2006. 270 str.
5. Brigham F. Eugene, Phillip R. Daves: Intermediate Financial Management. 8/e. Ohio : South-Western, Thomson Corporation, 2004. 1038 str.
6. Brockmann Malte, Hommel Ulrich: Golden Gate oder Tacoma Narrows? Mezzanine-Kapital als Finanzierungsbrücke zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt, 59(2006), 19, str. 23-25.
7. Dežman Aljoša: Razvoj užitniške pravice na nemškem pravnem področju. Podjetje in delo, Ljubljana, 33(2007), 3/4, str. 550-566.
8. Duhnkrack Thomas: Mittelstand und Investmentbanking: Zusammen geht mehr!. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt, 59(2006), 20, str. 10-15.
9. Enz Thomas, Ravara Cesare: Mezzanine Finance – Mischform mit Zukunft. Economic Briefing Nr. 42. Zürich : Credit Suisse Economic Research, 2005. 20 str.
10. Fleischhacker Elisabeth, Kirchberger Thomas: Basel II und KMU: Die Bedeutung des internen quantitativen Rating. Bankarchiv – Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen, Dunaj, 55(2007), str. 17-27.
11. Gerke Wolfgang: Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapital-Markt: Analyse und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen. 1. izdaja, Baden-Baden : Nomos Verlagsgesellschaft, 1995, 175 str.
12. Gradišar Lenka: Tvegani kapital v malih in srednjih podjetjih. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 44 str.



13. Harbou Joachim v.: Was erwarten die Unternehmen von der Kreditwirtschaft?. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt, 59(2006), 1, str. 32-34.
14. Jereb Zoran: Kako podpreti podjetniške ideje?, Glas gospodarstva. Ljubljana, maj 2005. str. 50-51.
15. Kako obravnavati novo kulturo določanja bonitete. Praktični priročnik za financiranje s posojili za mala in srednja podjetja. Evropska komisija, 2006. 53 str. [URL:<http://www.evro.si/za-novinarje/publikacije/dolocanje-bonitet.pdf>], 25.8.2007.
16. Ličen Karmen: Tvegani kapital kot financiranje malih in srednjih podjetij. Diplomsko delo : Ekonomska fakulteta, 2005. 47 str.
17. Lüpken Silke: Alternative Finanzierungsinstrumente für mittelständische Unternehmen vor dem Hintergrund von Basel II. Bremen : Institut für Finanz- und Dienstleistungsmanagement, 2003. 158 str.
18. Mezzanine Finance, Final Report. Roundtable between bankers and SMEs. European Commission, 2007. 23 str. [URL:[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/roundtable\\_mezzanine\\_2007.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/roundtable_mezzanine_2007.pdf)], 22.6.2007.
19. Mrak Maruša: Implementation of the new Basel capital accord in emerging market economies – problems and alternatives. Disertacija : University of Warwick, 2003. 61 str.
20. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko-angleški, angleško-slovenski. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
21. Nova opredelitev MSP. Vodnik za uporabnike in vzorec izjave. Evropska komisija, 2006. 52 str. [URL:[http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise\\_policy/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/sme_user_guide_sl.pdf)], 10.10.2007.
22. Plattner Dankwart, Plankensteiner Dirk: Unternehmensbefragung 2006. Unternehmensfinanzierung: Banken entdecken den Mittelstand neu, Kreditzugang für kleine Unternehmen bleibt schwierig. Frankfurt am Main : KfW Bankengruppe, 2006. 86 str.
23. Pšeničny Vilijem: Slovenski podjetniki se izogibajo tveganega kapitala. Poslovni dnevnik Finance. Ljubljana, 18.11.2002.

24. Ross, Westerfield, Jaffe: Corporate Finance. 6. izdaja. B.k. : McGraw-Hill/Irwin, 2003. 961 str.
25. Rubin Saša: Na poti do Basla II. Bančni vestnik. Ljubljana, junij 2002, 7 str.
26. Schauerte Hartmut: Die Bedeutung der Verbriefung für die mittelständische Wirtschaft. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt, 59(2006), 19, str. 13-15.
27. Sindicirana posojila in svetovanje pri kapitalskih povezavah. Bančnik, časopis SKB banke. Ljubljana, junij 2007, str. 13-14.
28. Slee Robert T.: Private Capital Markets, Valuation, Capitalization, and Transfer of Private Business Interests. Hoboken (N.J.) : John Wiley & Sons, 2004. 478 str.
29. SMEs and Acces to Finance. Observatory of European SMEs 2003, No. 2. European Commission, 2003. 55 str.  
[URL:[http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise\\_policy/analysis/doc/smes\\_observatory\\_2003\\_report2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/analysis/doc/smes_observatory_2003_report2_en.pdf)], 22.6.2007.
30. Steiner Manfred: Ausgewählte Probleme der Unternehmensfinanzierung. Formen innovativer Mittelstandsfinanzierung. Augsburg : Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Augsburg, 2006. 26 str.
31. Suhlrie Dietrich: Mezzanine Capital for SMEs. The SME Guarantee Facility Conference 2005: SME access to finance. Part IV: New developments in SME financing. Luxembourg : KfW Bankengruppe, 2005. 10 str.  
[URL:[http://www.eif.org/cms/htm/en/eif.org/attachments/presentations/map\\_conference\\_12.pdf](http://www.eif.org/cms/htm/en/eif.org/attachments/presentations/map_conference_12.pdf)]
32. Vadnjal Jaka et al.: Ponudniki tveganega kapitala v Sloveniji. 2.izdaja. Ljubljana : CRMG Ljubljana, 2006. 24 str.
33. Wahl Simon J.: Private Debt, Private Fremdkapital- und Mezzanine-Kapital-Platzierungen bei institutionellen Investoren. Sternenfels : Verlag Wissenschaft & Praxis, 2004. 295 str.
34. Zavodnik Evgenij: Ekonomski kapital – nova vsebina upravljanja s tveganji v bankah (1). Bančni vestnik, Ljubljana, št. 7-8/2006, str. 12-16.
35. Žnidar Tina: Viri financiranja malih podjetij v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 94 str.

## VIRI

1. Annual European Private Equity Investment. EVCA.  
[URL:<http://www.evca.com/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=416>],  
15.9.2007.
2. Association of German Banks. [URL: <http://www.germanbanks.org>], 15.9.2007.
3. Banka Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si>], 23.6.2007.
4. BVK - Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften.  
[URL: <http://www.bvk-ev.de/privateequity.php/>], 10.10.2007.
5. Center za razvoj malega gospodarstva. [URL: <http://www.crmg.si/>], 10.8.2007.
6. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Access to finance of small and medium-sized enterprises. Commission of the European Communities. 2003, 28 str.  
[URL:[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com\(2003\)713\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com(2003)713_en.pdf)], 22.6.2007.
7. English-German Dictionary. [URL: <http://www.dict.cc/>].
8. European Business. Eurostat.  
[URL:[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?\\_pageid=2293,59872848,2293\\_61474735&\\_dad=portal&\\_schema=PORTAL](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=2293,59872848,2293_61474735&_dad=portal&_schema=PORTAL)], 22.6.2007.
9. Evropska komisija. [URL: [http://ec.europa.eu/index\\_sl.htm](http://ec.europa.eu/index_sl.htm)], 22.6.2007.
10. Matek Melita: Podjetja, Slovenija, 2005. Statistični urad Republike Slovenije.  
[URL:[http://www.stat.si/novica\\_prikazi.aspx?id=485](http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=485)], 20.6.2007.
11. Pospeševalni center za malo gospodarstvo. [URL: <http://www2.pcmg.si/>],  
18.9.2007.
12. Preconstruction Programs.  
[URL:[http://www.preconstructionprograms.com/real\\_estate/mezzanine\\_financing.php](http://www.preconstructionprograms.com/real_estate/mezzanine_financing.php)], 10.9.2007.
13. RSG. [URL: <http://www.razvojnisklad.si/>], 18.9.2007.
14. Session 3: Mezzanine Finance and Other Unusual Types of Shares.  
[URL: <http://cbdd.wsu.edu/kewlcontent/cdoutput/TR505r/page32.htm>], 20.6.2007.

15. Slovenski podjetniški sklad. [URL: <http://www.podjetniskisklad.si>], 15.9.2007.
16. Veliki nemško-slovenski slovar, DZS, 1992.
17. Vernimmen. [URL: <http://www.vernimmen.com>], 10.9.2007.
18. Wikipedia. [URL: [http://en.wikipedia.org/wiki/Main\\_Page](http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page)].
19. Zakaj nova evropska kapitalska ureditev? Banka Slovenije, 2006.  
[URL: <http://www.bsi.si/poslovanje-bank-in-podjetij.asp?Mapald=160>], 12.9.2007.
20. Zakon o družbah tveganega kapitala (Uradni list RS, št. 92/2007).
21. Zakon o družbah tveganega kapitala – prva obravnava (Uradni list, št. 24/05).
22. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/06).

## Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

### TUJ IZRAZ – SLOVENSKA RAZLAGA

- asset-backed securities = vrednostni papirji, pokriti s sredstvi
- BDI (Bundesverband der deutschen Industrie) = federacija nemške industrije
- Beteiligungsgesellschaft = holding
- convertible bond = zamenljiva obveznica
- convertible right = pravica do zamenjave v delnice (kapital) podjetja
- covenants = zaveze
- due diligence = obsežna detajlna analiza podjetja
- early exit = zgodnji izstop
- financial leverage = finančni vzvod
- Genussrecht = užitniška pravica
- going private = odkup s strani privatnih investorjev
- Hausbank-Prinzip = princip hišne banke
- IPO (initial public offering) = prva javna ponudba delnic
- junior debt = podrejen dolg
- MBI (management buy-in) = notranji menedžerski odkup
- MBO (management buy-out) = zunanji menedžerski odkup
- Mittelstand = srednji sloj
- Nachrangdarlehen = podrejeno posojilo
- pecking order = teorija vrstnega reda
- Pflichtwandelanleihe = obvezna zamenljiva obveznica
- post IPO = obdobje po prvi javni ponudbi
- private debt = privatni dolg
- securitization = listinjenje
- seed phase = semenska faza
- seller's note = posojilo prodajalca
- senior debt = nadrejen, prvovrsten dolg
- SME (small and medium-sized enterprises) = MSP (mala in srednje velika podjetja)
- start-up phase = zagonska faza
- subordinated loan = podrejeno posojilo
- term sheet = pismo o nameri
- Unternehmensbefragung = anketiranje podjetij
- Verkäuferdarlehen = posojilo prodajalca
- warrant = nakupni bon