

**SEECAP**

**London i Beograd**

## ***Otkup preduzeća od strane radnika (Management Buy Out-MBO)***

*Privatisation, private initiative and entrepreneurship are very much regarded as the power engines of competitiveness and participation in the global economy. Yugoslav companies missed the main wave of privatisation and globalisation which took place in the Western economies in 1970's and 1980's and in the East European countries during 1990's.*

*In the time of small economic growth throughout the World many companies in Serbia & Montenegro are unlikely to find strategic investors. Management Buy Outs (MBO) and Management Buy Ins (MBI) may be the only successful privatisation methods available to them.*

*This article examines the structure of and participants in a typical MBO, analyse the Serbian MBO models and shows their shortcomings. An MBO model which could be used in large tender privatisation is also explained.*

### I Istorijski kontekst

Tokom '80-tih godina prošlog veka postalo je očigledno da privatna svojina i privatna inicijativa imaju mnoge komparativne i konkurentne prednosti u odnosu na način proizvodnje u kome dominira država, bez obzira da li je ta država socijalističkog ili kapitalističkog tipa. Kao posledica dolazi do oživljavanja liberalnih ideja s kraja XIX veka i do privatizacije državnog sektora, najpre u kapitalističkim zemljama (na primer Velika Britanija) a od početka 1990-ih godina i u socijalističkim zemljama. Paralelno je tekao i proces globalizacije svetske ekonomije i globalnog uređenja svetske trgovine. Sa rušenjem trgovinskih barijera konkurentnost je takođe dobila svoju globalnu dimenziju. Preduzeća se sada ne takmiče samo sa sličnim preduzećima u svojoj zemlji ili regionu nego i sa preduzećima na drugom kraju planete.

Zbog političkih događaja tokom 1990-ih godina na području bivše Jugoslavije, proces privatizacije i uključivanja u globalnu ekonomiju je mimoišao preduzeća u Srbiji i Crnoj

---

*\*South East Europe Capital Partners d.o.o. (SEECAP) je investiciona konsultantska kuća koja pruža usluge u oblasti finansiranja preduzeća, privatizacije, otkupa preduzeća od strane radnika (management by-out), finansiranje investicionih projekata, prodaje imovine preduzeća i drugih oblika pribavljanja kreditnog i investicionog kapitala. Rukovodeći tim kuće čine jugoslovenski i engleski stručnjaci sa višegodišnjim međunarodnim i lokalnim iskustvom u oblasti investicionog bankarstva, računovodstva i prava. Od svog osnivanja 2001. godine do danas, SEECAP je bio savetnik Agencije za privatizaciju RS u više tenderskih i aukcijskih privatizacija kao i savetnik nekoliko domaćih preduzeća u pribavljanju kapitala za finansiranje različitih projekata. Kontakt detalji su: Tel: (011) 328 3100, Fax: (011) 328 3101, E-mail [office@seecap.com](mailto:office@seecap.com)*

Gori da bi se na njih sručio svom svojom žestinom nakon obnavljanja ekonomskih i političkih veza sa svetom. Privatizacija i oživljavanje privatne inicijative u privređivanju se smatraju okosnicama ekonomskog rasta povećanja konkurentnosti preduzeća.

U dosadašnjoj privatizacionoj praksi stratejski investitori su pokazali interesovanje samo za velika (na primer cementare, Knjaz Miloš, Beopetrol itd) ili javna preduzeća (EPS, NIS itd). Veliko broj preduzeća neće naći strateškog partnera za privatizaciju te se mora osloniti na domaće investitore ili na radnike zapošljene u samom preduzeću koji će privatizovati otkupom da bi ga nakon toga učinili profitabilnijim i konkurentnijim. Predmet i cilj ovog članka je da ukaže na dosadašnju praksu u takvim privatizacijama i na nove modele koji se mogu koristiti kod privatizacija veće vrednosti.

Početakom 80-ih godina prošlog veka zapadni privrednici ili njihovi finansijski savetnici počeli su da koriste vrlo kreativne metode i finansijske instrumente prilikom otkupa jednog preduzeća od strane drugog.

Jedna od tih novih «instrumenata» bila je i metoda otkupa ili akvizicije jednog preduzeća koja se finansirala isključivo ili gotovo isključivo kreditima. Ta metoda se nazivala *leveraged buyout* ili skraćeno LBO. U tu svrhu se formira posebno preduzeće koje ima minimalan osnivački kapital (takvo preduzeće se naziva «*special purpose vehicle*» ili SPV) i ono bi zatim pozajmilo od banaka ili konzorcijuma banaka sredstva potrebna za otkup drugog preduzeća. Preduzeće koje se otkupljuje obično se naziva, «ciljno preduzeće» ili «target») i njegova imovina ili tržišna vrednost je mnogo veća nego imovina ili vrednost SPV preduzeća. Za one koje bi voleli da saznaju više o LBO transakcijama, preporučujemo svetski bestseller «Varvari na vratima» («*Barbarians at the Gate*») od Bryan Burrough i John Helyar koji na vrlo ilustrativan način opisuje preuzimanje RJR Nabisco konglomerata korišćenjem LBO tehnike.

Razlog za ovakav nastup i prividnu nelogičnost je da se finansiranje vrši na osnovu finansijskih prihoda ili novčanih tokova («cash flow») ciljnog preduzeća. Stoga je imovina ciljnog preduzeća od sekundarnog značaja. Da li će jedan LBO biti uspešan zavisi isključivo od mogućnosti da se njegovi troškovi finansiraju iz prihoda ciljnog preduzeća. Ovde se pod troškovima podrazumevaju ne samo honorari savetnika nego i cena pozajmljenog ili uloženog kapitala (kamate, kuponi za obveznice, dividende itd). Stoga je veoma važno uraditi detaljnu analizu preduzeća (tkz. «due diligence») i pripremiti Plan poslovanja preduzeća i Finansijski model prihoda i rashoda. Iako se u toku transakcija priprema obimna pravna dokumentacija, Plan poslovanja i Finansijski model su najvažniji dokumenti koji se najduže pripremaju i koji se analiziraju detaljnije nego bilo koji drugi dokument.

U toku LBO transakcije kupac (u našem primeru SPV) može da:

- otkupi imovinu i poslovanje ciljnog preduzeća
- odkupi akcije ciljnog preduzeća nakon čega se spaja sa ciljnim preduzećem ili
- da se odmah spoji sa ciljnim preduzećem bez otkupa akcija.

Ukoliko bi takvo preduzeće formirali rukovodioci ciljnog preduzeća, takav proces bi se nazivao management buyout ili MBO. U suštini, MBO je finansijska i pravna transakcija u toku koje grupa direktora jednog preduzeća vrši otkup sopstvenog preduzeća uz pomoć kreditnog kapitala koji se dobija od banke i akcionarskog kapitala koji ulažu oni i investicioni fond. Poseban oblik ali bez neke suštinske razlike je *MEBO ili management employee buy out*. Ovde se krug lica proširuje i na radnike i ne ograničava se samo na upravu preduzeća. MEBO je češći u zemljama u tranziciji dok je u zemljama razvijene tržišne ekonomije neuporedivo ređi. Sve što u ovom tekstu bude rečeno, a odnosi se na MBO/MBI važi i za MEBO, te ga nećemo posebno isticati.

***MBI ili management buy in*** nije ništa drugo nego kupovina jednog preduzeća od strane grupe direktora ili grupe ljudi koji će nakon otkupa ciljnog preduzeća postati njegovi rukovodioci i upravljati tim preduzećem.

U suštini, sve gore pomenute transakcije podrazumevaju finansiranje kupovine preduzeća bankarskim kreditima u znatnom delu. Manji deo cene se finansira akcionarskim kapitalom koji, s jedne strane ulažu rukovodioci/direktori, a s druge strane investicioni fond (tzv. «equity house»).

Cilj ovog rada je da komparativnom analizom i opisom MBO/MBI procesa ukažemo na instrumente i metode koje pojedinci u Srbiji mogu koristiti prilikom kupovine preduzeća u dodatku ili umesto metoda koje se sada koriste. Stoga, nemamo nameru da u potpunosti izložimo kompleksnost jedne MBO/MBI transakcije ali za potrebe naše analize i opisa iste, dajemo neophodna uvodna objašnjenja.

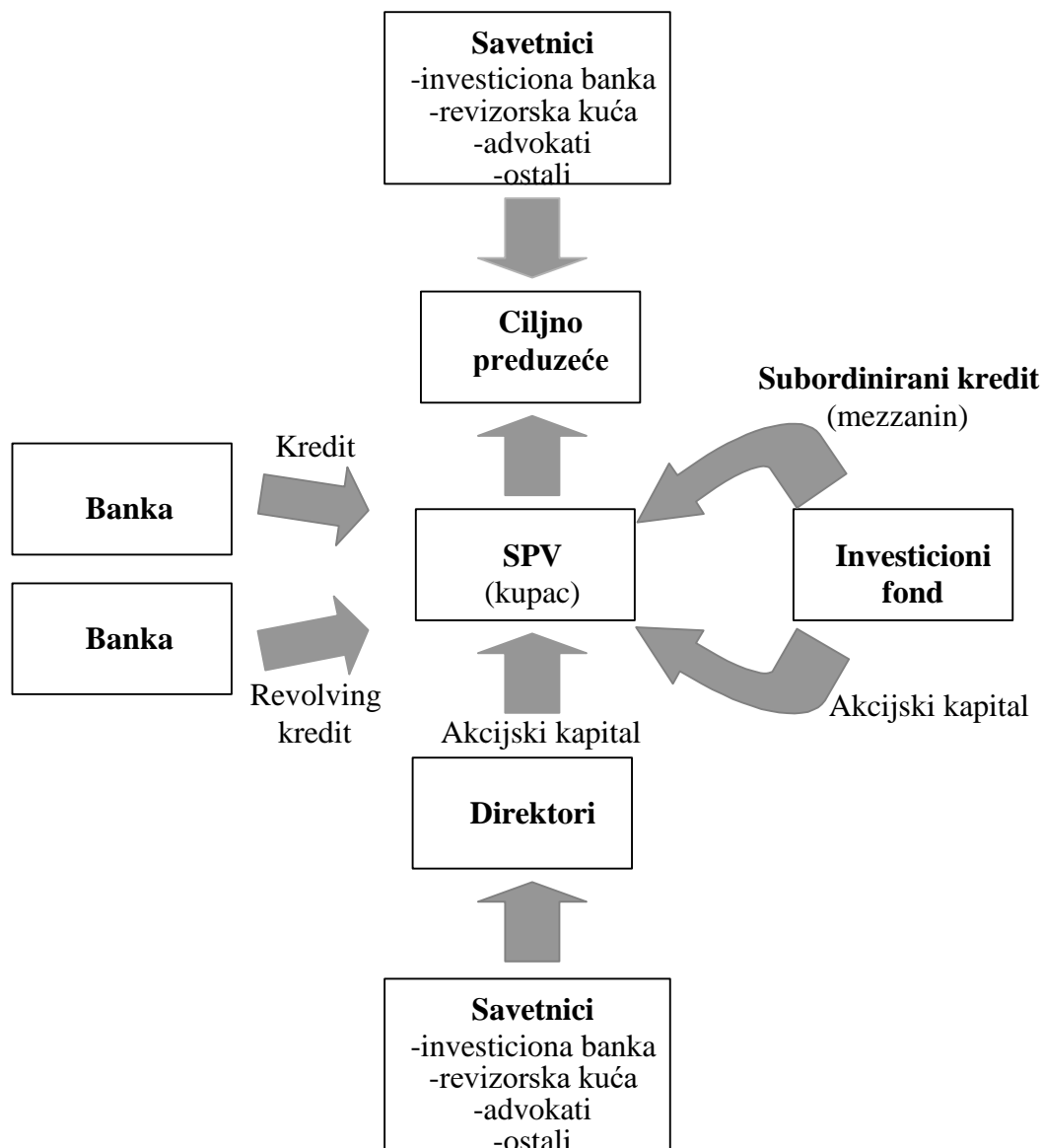
## II *Dramatis personae* i kapital

Šematski prikaz učesnika jednog management buyout-a u razvijenoj ekonomiji je prikazan na sledećoj strani.

**Ciljno preduzeće** – filijala ili deo preduzeća koji se može izdvojiti kao celina. Razlozi za prodaju mogu da budu različiti: – zato što matično preduzeće želi da se usredsredi na svoje najvažnije aktivnosti, radi pribavljanja gotovine za nove investicije, zbog seljenja kapitala iz «starih» u «nove» industrije itd. U Srbiji to bi bilo preduzeće koje se privatizuje kroz tendersku ili aukcijsku privatizaciju ali se može koristiti i za otkup akcija sopstvenog preduzeća u portfelju Akcijskog fonda Vlade Republike Srbije. Da bi se izbegao potencijalni sukob ličnih interesa i interesa direktora preduzeća, zastupanje interesa preduzeća (a time i njegovih akcionara) u pregovorima učestvuju lica koja nisu direktno zainteresovana.

U anglosaksonskim pravnim sistemima bi to bili tzv. ne-izvršni direktori (non executive directors) a u zemljama kontinentalnog prava to je upravni ili nadzorni odbor preduzeća. U Srbiji, u postupku privatizacije je to Agencija za privatizaciju.

**Direktori, budući akcionari** koji se još nazivaju i **promoteri** ili **MBO tim** (jer su oni ti koji lansiraju ideju o otkupu) - oni nastupaju iz sopstvenih interesa jer poznaju preduzeće i veruju da ga sami mogu bolje ili efikasnije voditi nego što je to slučaj sa postojećim akcionarima/matičnim preduzećem.



**Preduzeće kupac ili SPV (kod aukcijskih privatizacija to je konzorcijum investitora)** – najčešće je privremenog karaktera i traje do kompletiranja transakcije a svrha mu je da omogući kupovinu kroz uplatu akcionarskog i dužničkog kapitala. U tenderskoj privatizaciji pretpostavka je da bi direktori mogli da koriste SPV radi okupa preduzeća u privatizaciji. *Uredba o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom* (Sl. Glasnik RS 45/2001) u članu 8. stav 1. izričito dozvoljava korišćenje pravnog lica za kupovinu preduzeća. S druge strane,

*Uredba o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom* (Sl. Glasnik RS 45/2001, 45/2002 i 19/2003) takođe dozvoljava upotrebu pravnog lica pri kupovini ali fizičkim licima, samostalno ili u konzorcijumu daje privilegiju u članu 31. stav 1. da kupovnu cenu otplate u 6 godišnjih rata. Stoga je teško poverovati da bi direktori koristili pravno lice kao kupca u aukcijskoj privatizaciji.

**Konzorcijum kupaca** – kod aukcijske privatizacije. Članovi konzorcijuma između sebe zaključuju *ugovor o uzajamnim pravima i obavezama*. Vrlo je važno da ovaj dokument na detaljan i iscrpan način predvidi i reguliše situacije koji mogu nastupiti tokom njegovog trajanja. To se naročito odnosi na finansijske obaveze i rešenja u kritičnim situacijama kada preduzeće ne posluje onako kako se očekivalo ili predviđalo što rezultira manjkom prihoda a time i sredstava za otplatu dobijenih kredita. Time bi se u budućnosti izbegle nejasnoće ili eventualni sudski sporovi koji bi mogli da imaju negativan uticaj na poslovanje preduzeća.

**Banke** – komercijalne banke obezbeđuju najveći deo kreditnog kapitala koji se koristi za MBO transakciju. Tu pre svega mislimo na dugoročni kredit koji će se upotrebiti za otkup ciljnog preduzeća, ali takođe i na razne vrste kratkoročnih kredita kao što je revolving kredit koji će se upotrebljavati za obezbeđenje tekuće likvidnosti ciljnog preduzeća, naročito u toku prve dve godine nakon kompletiranja MBO transakcije jer je to vrlo kritičan period za uspeh ili neuspeh investicije. Promoteri i njihova investiciona banka su stalno u kontaktu sa bankom ili bankama - davaocima kredita, jer će s jedne strane nastojati da ih uvere u opravdanost i sigurnost kredita, a s druge strane da od banaka dobiju što veći kredit. Drugim rečima, u MBO transakcijama uvek postoji antagonizam interesa između banaka kao davaoca kreditnog kapitala i promotera i investicionog fonda kao investitora. Investitori će uvek nastojati da dobiju što veći kredit jer će to biti poreski efikasno s jedne strane, a s druge strane oni će imati veće prihode na uloženi akcionarski kapital. MBO tim se može opredeliti za saradnju sa svojim postojećim bankarima, ali njihovi savetnici mogu da predlože i druge komercijalne banke koje možda imaju više iskustva u ovakvim vrstama transakcija ili sa kojima je investiciona banka ima bolje odnose i za koje smatra da će biti adekvatnije za ovakvu vrstu transakcija.

**Investicioni fond** - to je finansijska kuća koja se obično naziva «*equity house*» i čija je uloga da prikupi sredstva od svojih investitora kako bi ta sredstva kasnije uložila u visokoprofitne investicije kao što su MBO transakcije. Investicioni fond je obično ograničenog trajanja do 5 godina te oni moraju svoju investiciju do tada da realizuju, tj. da prodaju akcije/ulog kako bi svojim investitorima vratili uloženi kapital uz odgovarajući profit, ukoliko je ostvaren. Investicionim fondom rukovode menadžeri ili finansijske institucije/banke koje to rade uz odgovarajuću naknadu ili honorar. Neki od tih fondova su zapravo ranije bili i državni fondovi koji su sami prošli kroz MBO da bi postali privatni i nastavili da posluju kao investicioni fondovi. Tu bismo pre svega pomenuli britanski Coal Industry Pension Fund koji danas posluju kao CINVEN, a od drugih poznatijih kuća iz Britanije pomenuli bismo i Legal & General Ventures, Schroder Venture Advisers, Royal Bank Development Capital, Merryll Lynch Asset Management, Nat West Equity Partners. Od američkih kuća

pomenulu bismo GE Capital Equity Capital Group, Kahlberg Kravis Roberts & Co (KKR), CVC Capital Partners, itd. Preman našim saznanjima u Srbiji trenutno posluju Finartis CEE ([www.finartis.ru](http://www.finartis.ru)), Soros Investment Capital Management LLC ([www.sorosinvestment.com](http://www.sorosinvestment.com)) i Salford Continental Inc ([www.salford.co.yu](http://www.salford.co.yu)). Nekoliko domaćih komercijalnih banaka ima ambicije da osnuje sopstvene investicione fondove. Nekoliko inostranih investicionih fondova tako će proučavaju mogućnosti investiranja u Srbiji.

**Savetnici** – iz priložene šeme može se videti da ciljno preduzeće ima svoju grupu savetnika koju čine investiciona banka, revizorska kuća, advokati i drugi savetnici, po potrebi. Sličan tim savetnika imaju i promoteri. Dok su savetnici ciljnog preduzeća uglavnom njihovi standardni ili savetnici koje je preduzeće koristilo u prošlosti (zato što oni poznaju preduzeće, te će njihove usluge najverovatnije s jedne strane biti najefektivnije, a isto tako najjeftinije), promoteri često moraju da angažuju novi tim stručnjaka samostalno ili pak zajedno sa investicionim fondom. Investiciona banka je ta koja ima ključnu ulogu u savetovanju MBO tima, jer je ona predlaže MBO strategiju, priprema Poslovni plan i Finansijski model i koordinira projekat uključujući i rad revizora i pravnih savetnika. Zadatak revizora je da izvrše finansijsku analizu preduzeća (*financial due dilligence*) a pravnici tj. advokatska kuća će osim pripreme pravne analize ciljnog preduzeća (*legal due dilligence*), takođe raditi i na brojnoj ugovornoj dokumentaciji koju promoteri budu zaključivali sa komercijalnim bankama, investicionim fondom, kao i sa ciljnim preduzećem. Oni će takođe pripremiti i statutarnu dokumentaciju SPV (ugovor o osnivanju, statut) kao i novu statutornu dokumentaciju ciljnog preduzeća nakon kompletiranja MBO transakcije.

Oblici kapitala koji se se koriste u MBO transakcijama su:

- **dugoročni kredit** koji uzima SPV i može da bude bilateralni (jedna banka) ili sindikovani (više banaka) – koristi se za otkup preduzeća, uzima se na period vremena (na primer na 5 godina) i najčešće je obezbeđen prihodima i imovinom budućeg preduzeća,
- **revolving kredit** – uzima ga SPV ili ciljno preduzeće posle kupovine i obično se koristi za obezbeđenje tekuće likvidnosti,
- **subordinirani kredit** – ovaj kredit obično nije obezbeđen hipotekom (koju je uzela banka davalac glavnog kredita), nižeg je ranga od bankarskih kredita ali višeg od akcionarskog kapitala (nalazi se u «mezaninu» te se zbog toga i naziva mezzanin kapital). Obično ga obezbeđuje investicioni fond, skuplji je od bankarskog kredita a često nosi i određena kvazi imovinska prava (tzv «equity kicker») kao na primer učešće u profitu po unapred utvrđenoj formuli,
- **ulog/akcionarski kapital promotera** – koji ovi obično pozajmljuju od svojih banaka i takav kredit obezbeđuju zalogom lične imovine (obično porodične kuće ili slično)
- **ulog/akcionarski kapital investicionog fonda** – kao što je trajanje svakog investicionog fonda vremenski ograničeno, tako je i ulog takvog fonda u ciljno preduzeće ograničenog trajanja. Investicioni fond će još u toku pregovora sa

promoterima kao i u investicionoj dokumentaciji precizirati vreme i način realizacije dobitaka i «izlaska» iz investicije (tzv «*exit strategy*»), što se ostvaruje:

- a) prodajom svog uloga drugim akcionarima
- b) prodajom svog uloga trećim licima
- c) kotizacijom ciljnog preduzeća na berzi i prodajom akcija na berzi
- d) «ratchet» ili zupčanik - investicioni fond i promoteri/direktori se mogu dogovoriti da akcije investicionog fonda prelaze na promotere i pre formalne prodaje akcija investicionog fonda. Ukoliko bi njihov ulog dao prinose preko određenog, unapred utvrđenog parametra. Pregovori, formula i uslovi za prenos akcija sa investicionog fonda na promotere mogu da budu veoma složeni ali se trud isplati, pogotovu ako su promoteri sigurni u uspešnost investicije,

- **obveznice stare devizne štednje** – potencijalno vrlo efikasan finansijski instrument specifičan za Srbiju i upotrebljiv samo u aukcijskim privatizacijama. Kod prve aukcije, u prvom krugu se mogu koristiti samo dospеле obveznice, a u drugom krugu mogu da se koriste i nedospеле obveznice. Ukoliko prva aukcija ne uspe, za drugu aukciju obveznice se mogu koristiti i za plaćanje depozita.
- **drugi finansijski instrumenti** koji se koriste u MBO kao na primer visokoprinosne obveznice preduzeća (*high yield* ili *junk bonds*), varanti (*warrants*), konvertibilne obveznice itd. Njih pominjemo zbog sveobuhvatnosti ovog rada iako ne verujemo da se će se ovi vrlo sofisticirani finansijski instrumenti upotrebljavati u transakcijama u Srbiji u skoroj budućnosti.

### III Pravna regulativa u Srbiji

Čitav niz zakona bi mogao da, na ovaj ili onaj način, bude relevantan za jednu MBO transakciju. U Srbiji to su pre svega Zakon o preduzećima, Zakon o privatizaciji, Zakon o agenciji za privatizaciju, kao i:

1. Uredbe u vezi sa privatizacijom kao na primer:
  - Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine («Sl. glasnik RS» br. 45/2002)
  - Uredba o postupku i načinu restrukturiranja preduzeća i drugih pravnih lica («Sl. glasnik RS» br. 1/2002)
  - Uredba o postupku i uslovima za pretvaranje obaveza određenih pravnih lica u trajni ulog države («Sl. glasnik RS» br. 91/2002)
  - Uredba o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom («Sl. glasnik RS» br. 42/2001)
  - Uredba o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom («Sl. glasnik RS» br. 19/2003)
2. Zakoni kojima se regulišu imovinsko pravni odnosi kao što su: Zakon o osnovama svojinsko-pravnih odnosa, Zakon o pretvaranju društvene svojine na

poljoprivrednom zemljištu u druge oblike svojine, Zakon o građevinskom zemljištu, Zakon o hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima i sl.

3. Zakoni kao što su Zakon o obligacionim odnosima, Zakon o računovodstvu, različita poreska legislativa su takođe relevantni u određenim fazama MBO transakcije.

## IV Pregovori i dokumentacija

Tri glavne vrste pregovora su:

### 1. Pregovori između MBO tima i investicionog fonda, koji obuhvata sledeća glavna pitanja:

1. iznos investicionog kapitala koji obezbeđuje investicioni fond;
2. totalan iznos kredita koji će biti uzet radi finansiranja MBO transakcije;
3. dodatni kredit koji investicioni fond pozajmljuje kao subordinirani kredit (mezzanin kredit);
4. iznos akcionarskog kapitala koji uplaćuje MBO tim;
5. garancije koje promoteri daju u vezi sa budućim finansijskim performansama ciljnog preduzeća;
6. prenos akcija sa investicionog fonda na MBO tim u toku odvajanja investicije (gore pomenuti zupčanik ili ratchet);
7. strategija izlaska i prodaje uloga investicionog fonda.

### 2. Pregovori između MBO tima i investicionog fonda na jednoj strani i ciljnog preduzeća na drugoj

U zemljama razvijene tržišne ekonomije ovi pregovori se razlikuju od sličnih transakcija koje se trenutno vrše u Srbiji. Postupak je detaljno regulisan gore pomenutim Uredbama za prodaju kapitala i imovine javnim tenderom i javnom aukcijom te stoga iste ne bismo ovde ponavljali. Ovde bismo samo ukazali na neke specifičnosti koje su uočene u dosadašnjoj praksi u Srbiji.

**Aukcije** - ne postoji statistička evidencija jer je Agencija za privatizaciju ne vodi. Na osnovu naših zapažanja verujemo da su u 30% - 50% slučajeva aukcijske privatizacije na njima učestvuju direktori i radnici preduzeća koja se privatizuju. Kod tenderskih privatizacija je taj broj je zanemarljiv iz sledećih razloga:

1. kod tenderskih privatizacija cene su mnogo više odnosno potrebno je mobilizovati znatno veći kapital da bi se iste uspešno realizovale, što nije lako bez odgovarajuće stručne pomoći;
2. ne postoji privilegija da se kupovna cena u tenderskoj privatizaciji otplati u roku od šest godina;



3. radnici i direktori ne poseduju dovoljno imovine kako bi zadovoljili kreditne uslove banaka radi davanja kredita.

Osnovna i rekli bismo fundamentalna razlika između MBO u Srbiji i u drugim zemljama je ta da je struktura cele transakcije postavljena na nešto drugačijim osnovama. Naime, u tipičnoj MBO transakciji u Srbiji, posle donošenja odluke o kupovini sopstvenog preduzeća, uprava preduzeća najpre pregovara sa komercijalnom bankom o dobijanju kredita. Grupa radnika zaključuje pojedinačne ugovore o kreditu sa bankom, koji oni kasnije koriste radi kupovine preduzeća, najčešće na aukcijskoj privatizaciji. Preduzeće takođe garantuje povraćaj uzetih kredita ali se u oba slučaja kao osnov garancije uzima vrednost nepokretne imovina do 50% njezine tržišne vrednosti (osnovnih sredstava preduzeća, lična imovina radnika). Još uvek nismo videli ni jedan primer gde se umesto nepokretne imovine kao parametar uzimaju budući prihodi preduzeća koje se otkupljuje. Glavni uzrok za to je, verujemo, sa jedne strane nedostatak transparentnih ili pouzdanih finansijskih rezultata preduzeća, a s druge strane nedostatak adekvatno urađenog petogodišnjeg plana poslovanja i finansijskog modela na koje bi se kreditne institucije oslonile prilikom odlučivanja o visini mogućeg kredita kojim bi se finansirala MBO transakcija. Time se promoteri jednostavno ograničavaju samo na učestvovanje u manjim, aukcijskim privatizacijama.

SEECAP je kao savetnik Agencije za privatizaciju učestvovao u nizu tenderskih privatizacija. U nekoliko slučajeva nailazili smo na vrlo sposoban upravljački kadar koji bi bio u mogućnosti ne samo da pozajmi potrebna kreditna sredstva od banaka, nego i da sprovede uspešan otkup sopstvenog preduzeća, pod uslovom da su imali adekvatan poslovni plan i finansijski model. Verujemo da je to jedan od glavnih razlog zbog kojeg radnici i direktori relativno uspešnih preduzeća primorani da svoja preduzeća prepuste stranim investitorima umesto da sami učestvuju u kupovini.

### 3. Pregovori između MBO tima i komercijalnih banaka

Glavni predmet pregovora između MBO tima i banaka kreditora su finansijski i drugi parametri koje MBO tim kasnije mora striktno ispunjavati:

- odnos dužničkog i akcionarskog kapitala (*debt to equity ratios*) - banka će nastojati da kontroliše ili ograniči zaduživanje preduzeća u budućnosti namećući ovaj parametar;
- pokrivenost kamata prihodima (*interest cover*) - to je odnos između kamata koje se plaćaju na dobijene kredite i ukupnih prihoda pre obračuna kamata, poreza, depreciacije i amortizacije (EBITDA);
- stanje tekuće likvidnosti (*cash flow cover*) - to je odnos između prihoda ili protoka tekućih sredstava ili otplate kredita, kamate i glavnog duga;
- odnos između kredita i vrednosti imovinskih sredstava (*loan to value ratios*) - ovaj se parametar koristi naročito kod preduzeća sa znatnom nepokretnom imovinom (hotelska industrija, građevinska industrija itd.) gde vrednost kredita ne sme da pređe određenu vrednosti nepokretne imovine;

- sredstva obezbeđenja – upis hipoteke, vršenje plaćanja preko računa kod komercijalne banke radi lakše kontrole, zabrana otuđenja ili zalaganja osnovnih sredstava;
- limitiranje rizika povećanja kamatnih stopa preko određene granice (*hedging*) na finansijskom tržištu kako preduzeće ne bi sebe dovelo u tešku finansijsku situaciju;
- drugi zahtevi koje banke mogu postavljati kao npr. dostavljanje tromesečnih finansijskih izveštaja, šestomesečnih obračuna, ograničenja u pogledu izdavanja ili smanjenja osnovnog kapitala, nove investicije koje ne spadaju u redovnu poslovnu aktivnost preduzeća, i slično.

## V Plan poslovanja i finansijski model

Kao što smo već istakli, Plan poslovanja (ili kako ga neki nazivaju biznis plan) je zajedno sa Finansijskim modelom jedan od ključnih ako ne i najvažniji dokument u svakoj MBO transakciji (ovde naravno izuzimamo MBO transakcije manjih vrednosti kod aukcijske privatizacije). Plan poslovanja počinje da se radi vrlo rano i MBO tim ga radi zajedno sa svojim finansijskim savetnikom, investicionom bankom. Tokom celokupne transakcije se stalno nadograđuje i proverava, a naročito finansijski parametri u njemu. Naravno ovo se odnosi i na Finansijski model koji je sastavni deo Plana poslovanja.

Prvi nacrt Plana poslovanja obično se priprema na osnovu postojeće dokumentacije kao što su godišnji poslovni izveštaji, finansijski izveštaji za zadnje 3-5 godina, druga interna dokumentacija koju je preduzeće pripremalo kao i naravno interno znanje o samom preduzeću, njegovim konkurentima, tržišnoj poziciji, načinu proizvodnje, korišćenim tehnologijama itd. koje direktori a sada promoteri imaju o preduzeću.

U kasnim fazama, nakon sprovedenih finansijskih, pravnih, organizacionih, tehničkih itd. analiza preduzeća (*due dilligence*) ovaj plan se upotpunjuje dokumentacijom, informacijama i saznanjima do kojih se došlo u toku ovih analiza. Plan poslovanja je stalno predmet ispitivanja i kritičkih analiza svih učesnika u MBO transakciji, od promotera do komercijalne banke.

Ne postoji tačno utvrđen format ili sadržina Plana poslovanja i on će zavisi od slučaja do slučaja, od same industrijske grane u kojoj preduzeće operiše. U svakom slučaju, pomenućemo neke aspekte koji se moraju naći u jednom takvom Planu bez obzira na vrstu preduzeća ili industrijsku granu u kojoj posluje:

- Istorijski podaci o preduzeću
- Skraćeni prikaz finansijskih rezultata za prethodno polugođe i za prethodne tri do pet godina
- Finansijske performanse poslovanja kao na primer odnos između profita i angažovanog kapitala, odnos između profita i prihoda od prodaje proizvoda,

- odnos između zaliha i prihoda od prodaje, odnos između dugovanja i potraživanja i sl.
- SWOT (*strengths, weaknesses, opportunities and threats*) analiza
  - Podaci o tržištu, konkurentima i drugim tržišnim informacijama
  - Potencijali preduzeća, potrebe za njihovim proizvodima i uslugama, makro i mikro ekonomski parametri
  - Budući rast i razvoj preduzeća, investicioni zahtevi, potencijalne buduće finansijske performanse itd.

Finansijski model je čisto finansijski deo Plana poslovanja. On u suštini treba da pokaže verovatne finansijske performanse preduzeća u narednih 5-10 godina (ovo bi više važno za zemlje sa stabilnim ekonomskim pokazateljima) dok u Srbiji takav finansijski model bi se verovatno poklapao sa dužinom otplate uzetih kredita, pretpostavljamo 3-5 godina. U praksi je uobičajeno da finansijski savetnici/investiciona banka imaju sopstvene kompjuterizovane finansijske modele koji se koriste radi testiranja određenih finansijskih ili ekonomskih pretpostavki i ugrađivanja istih u finansijski model. SEECAP na primer ima takav model koji je prilagođen ekonomskim prilikama u Srbiji.

Glavni parametri ili pokazatelji koje Finansijski model treba da sadrži su:

- finansijske potrebe preduzeća za period 3-5 godina kao i način zadovoljavanja istih
- kamatne stope, otplata kamata i povezanost i međuzavisnost između otplate kamata i protoka finansijskih sredstava
- dividende i rast cena akcija – koje su važne ne samo zbog strategije realizacije uloga investicionog fonda nego i za slučaj kada je ugovorena mogućnost ranijeg prenosa akcija sa investicionog fonda na direktore, zupčanik («*ratchet*»)
- otplata dugova, izvori sredstava za otplatu dugova
- struktura bilansa stanja i projekcija bilansa stanja i bilansa uspeha.

## VI Zaključak

Svaka MBO transakcija je po svojoj prirodi kompleksna, i posebno teška za promotere, jer oni tada, pored svakodnevnog rukovođenja preduzećem moraju da posvete značajan deo svog vremena i para na realizaciji MBO transakcije. U zemljama razvijene ekonomije jedna veća MBO transakcija traje između 6-12 meseci. U Srbiji za MBO transakciju u tenderskoj privatizaciji je potrebno između 4-7 meseci. Za aukcijsku privatizaciju taj period bi trebao da bude znatno kraći, rekli bismo od 2-3 meseca. Adekvatno planiranje i dovoljno vremena za pripremu MBO i učestvovanje u tenderskoj ili aukcijskoj privatizaciji je jedan od ključeva uspeha.

Ne vidimo razloge da se radnici i direktori preduzeća na tenderskoj privatizaciji ravnopravno ne uključe (samostalno ili zajedno sa strateškim investitorima), u

privatizaciju i otkup sopstvenog preduzeća. Verujemo da je finansijsko tržište u Srbiji steklo dovoljno iskustva i zrelosti i da ima dovoljno snage da podrži takve vrste transakcija.

Onima koji o tome razmišljaju, trebaju da znaju da pravi posao i pravi problemi nailaze tek nakon kompletiranja MBO transakcije kada preduzeću predstoji dug i mukotrpan put oplate pozajmljenih sredstava i prinosa na uloženi akcionarski kapital. Oni koji su probali i uspeali znaju da su se rizik i trud isplatili. Mi ćemo, kao finansijski savetnici, uvek nastojati da pružimo podršku onima koji će se na takav korak odlučiti.

©SEECAP, maj 2003.