

Зоран Митић,
SEECAP доо¹⁾, Лондон и Београд

MBO и MBI као приватизационе методе

Резиме

Свака MBO трансакција је по својој природи комплексна, и посебно тежка за промотере, јер они имају, поред свакодневног руковођења предузећем морају да посвете значајан део свог времена и пара на реализацији MBO трансакције. У земљама развијене економије једна већа MBO трансакција траје између 6-12 месеци. У Србији за MBO трансакцију у тендерској приватизацији је потребно између 4-7 месеци. За аукцијску приватизацију тај период би требао да буде знатно краћи, рекли бисмо од 2-3 месеца. Адекватно планирање и довољно времена за припрему MBO и учествовање у тендерској или аукцијској приватизацији је један од кључева успеха.

Не видимо разлоге да се радници и директори предузећа на тендерској приватизацији равноправно не укључе (самостално или заједно са стрављеним ин-

1. South East Europe Capital Partners d.o.o. (SEECAP) је инвестициона консултантска кућа која пружа услуге у области финансирања предузећа, приватизације, откупа предузећа од стране радника (management buy-out), финансирање инвестиционих пројеката, продаје имовине предузећа и других облика прибављања кредитног и инвестиционог капитала. Руководи тим куће чине југословенски и енглески стручњаци са вишегодишњим међународним и локалним искуством у области инвестиционог банкарства, рачуноводства и права. Од свог оснивања 2001. године до данас, SEECAP је био саветник Агенције за приватизацију РС у више тендерских и аукцијских приватизација као и саветник неколико домаћих предузећа у прибављању капитала за финансирање различитих пројеката. Контакт детаљи су: Тел: (011) 328 3100, Факс: (011) 328 3101, Е-mail office@seecap.com

весићторима), у приватизацију и ојкуј сојсјвеног предузећа. Верујемо да је финансијско тржиште у Србији сјекло довољно искујва и зрелости и да има довољно снаге да подржи такав врсте трансакција.

Они који о томе размишљају, требају да знају да прави посао и прави проблеми налазе јек након комјлејирања МВО трансакције када предузећу предстоји дуг и мукојријан пућ одјлаће позајмљених средстава и приноса на уложени акционарски капитал. Они који су пробали и успели знају да су се ризик и јруд исјлајили. Ми ћемо, као финансијски саветници, увек настојати да јружимо подрику онима који ће се на такав корак одлучити.

Кључне речи: МВО, МВИ, приватизација

I Историјски контекст

Почетком 80-их година прошлог века привредници или њихови финансијски саветници почели су да користе врло креативне методе и финансијске инструменте приликом откупа једног предузећа од стране другог.

Једна од тих нових «инструмената» била је и метода откупа или аквизиције једног предузећа која се финансирала искључиво или готово искључиво кредитима. Та метода се називала leveraged buyout или скраћено LBO. У ту сврху се формира посебно предузеће које има минималан оснивачки капитал (такво предузеће се назива «special purpose vehicle» или SPV) и оно би затим позајмило од банака или конзорцијума банака средства потребна за откуп другог предузећа. Предузеће које се откупљује обично се назива, «циљно предузеће» или «target») и његова имовина или тржишна вредност је много већа него имовина или вредност SPV предузећа. За оне које би волели да сазнају више о LBO трансакцијама, препоручујемо светски бестселер «Варвари на вратима» («Barbarians at the Gate») од Bryan Burrough и John Helyar који на врло илустративан начин описује преузимање RJR Nabisco конгломерата коришћењем LBO технике.

Разлог за овакав наступ и привидну нелогичност је да се финансирање врши на основу финансијских прихода или новчаних токова («cash flow») циљног предузећа. Стога је имовина циљног предузећа од секундарног значаја. Да ли ће један LBO бити успешан зависи искључиво од могућности да се његови трошкови финансирају из прихода циљног предузећа. Овде се под трошковима подразумевају не само хонорари саветника него и цена позајмљеног или уложеног капитала (камате, купони за обвезнице, дивиденде итд). Стога је веома важно урадити детаљну анализу предузећа (ткз. «due diligence») и припремити План пословања предузећа и Финансијски модел прихода и расхода. Иако се у току трансакција припрема обимна правна документација, План пословања и Финансијски модел су најважнији документи који се најдуже припремају и који се анализирају детаљније него било који други докуменат.

У току LBO трансакције купац (у нашем примеру SPV) може да:

- откупи имовину и пословање циљног предузећа

- одкупи акције циљног предузећа након чега се спаја са циљним предузећем или
- да се одмах споји са циљним предузећем без откупа акција.

Уколико би такво предузеће формирали руководиоци циљног предузећа, такав процес би се називао *management buyout* или МВО. У суштини, МВО је финансијска и правна трансакција у току које група директора једног предузећа врши откуп сопственог предузећа уз помоћ кредитног капитала који се добија од банке и акционарског капитала који улажу они и инвестициони фонд. Посебан облик али без неке суштинске разлике је *MEBO* или *management employee buy out*. Овде се круг лица проширује и на раднике и не ограничава се само на управу предузећа. МЕВО је чешћи у земљама у транзицији док је у земљама развијене тржишне економије неупоредиво ређи. Све што у овом тексту буде речено, а односи се на МВО/МВИ важи и за МЕВО, те га нећемо посебно истицати.

МВИ или management buy in није ништа друго него куповина једног предузећа од стране групе директора или групе људи који ће након откупа циљног предузећа постати његови руководиоци и управљати тим предузећем.

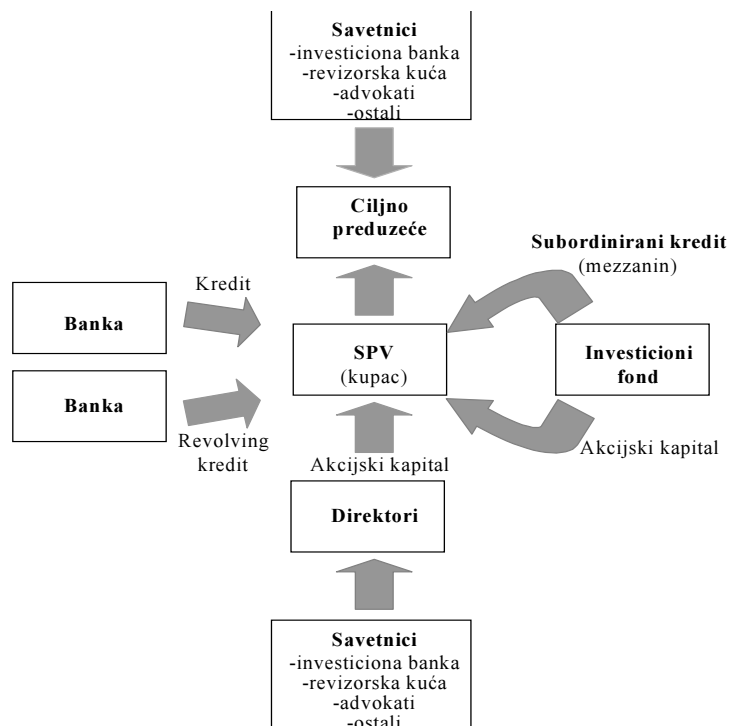
У суштини, све горе поменуте трансакције подразумевају финансирање куповине предузећа банкарским кредитима у знатном делу. Мањи део цене се финансира акционарским капиталом који, с једне стране улажу руководиоци/директори, а с друге стране инвестициони фонд (тзв. «equity house»).

Циљ овог рада је да компаративном анализом и описом МВО/МВИ процеса укажемо на инструменте и методе које појединци у Србији могу користити приликом куповине предузећа у додатку или уместо метода које се сада користе. Стога, немамо намеру да у потпуности изложимо комплексност једне МВО/МВИ трансакције али за потребе наше анализе и описа исте, дајемо неопходна уводна објашњења.

II *Dramatis personae* и капитал

Шематски приказ учесника једног *management buyout*-а у развијеној економији је дат на слици (следећа страна).

Циљно предузеће – филијала или део предузећа који се може издвојити као целина. Разлози за продају могу да буду различити: – зато што матично предузеће жели да се усредреди на своје најважније активности, ради прибављања готовине за нове инвестиције, због сељења капитала из «стarih» у «нове» индустрије итд. У Србији то би било предузеће које се приватизује кроз тендерску или аукцијску приватизацију али се може користити и за одкуп акција сопственог предузећа у портфељу Акцијског фонда Владе Републике Србије. Да би се избегао потенцијални сукоб личних интереса и интереса директора предузећа, заступање интереса предузећа (а тиме и његових акционара) у преговорима учествују лица која нису директно заинтересована.



У англосаксонским правним системима би то били тзв. не-извршни директори (non executive directors) а у земљама континенталног права то је управни или надзорни одбор предузећа. У Србији, у поступку приватизације то је Агенција за приватизацију.

Директори, будући акционари који се још називају и **промотери** или **МВО тим** (јер су они ти који лансирају идеју о откупу) - они наступају из сопствених интереса јер познају предузеће и верују да га сами могу боље или ефикасније водити него што је то случај са постојећим акционарима/матичним предузећем.

Предузеће купац или SPV – најчешће је привременог карактера и траје до комплетирања трансакције а сврха му је да омогући куповину кроз уплату акционарског и дужничког капитала. У тендерској приватизацији претпоставка је да би директори могли да користе SPV ради одкупа предузећа у приватизацији. *Уредба о продаји капитала и имовине јавним тендером* ("Сл. Гласник РС" бр. 45/2001) у члану 8. став 1. изричито дозвољава коришћење правног лица за куповину предузећа. С друге стране, *Уредба о продаји капитала и имовине јавном аукцијом* ("Сл. Гласник РС" бр. 45/2001, 45/2002 и 19/2003) такође дозвољава употребу правног лица при куповини али физичким лицима, самостално или у конзорцијуму даје привилегију у члану 31. став 1. да куповну цену отплате у 6 годишњих рата. Стога

је тешко поверовати да би директори користили правно лице као купца у аукцијској приватизацији.

Конзорцијум купаца – код аукцијске приватизације. Чланови конзорцијума између себе закључују *уговор о узајамним правима и обавезама*. Врло је важно да овај докуменат на детаљан и исцрпан начин предвиди и регулише ситуације које могу наступити током његовог трајања. То се нарочито односи на финансијке обавезе и решења у критичним ситуацијама када предузеће не послује онако како се очекивало или предвиђало, што резултира мањком прихода а тиме и средстава за отплату добијених кредита. Тиме би се у будућности избегле нејасноће или евентуални судски спорови који би могли да имају негативан утицај на пословање предузећа.

Банке – комерцијалне банке обезбеђују највећи део кредитног капитала који се користи за МВО трансакцију. Ту пре свега мислимо на дугорочни кредит који ће се употребити за откуп циљног предузећа, али такође и на разне врсте краткорочних кредита као што је револвинг кредит који ће се употребљавати за обезбеђење текуће ликвидности циљног предузећа, нарочито у току прве две године након комплетирања МВО трансакције јер је то врло критичан период за успех или неуспех инвестиције. Промотери и њихова инвестициона банка су стално у контакту са банком или банкама - даваоцима кредита, јер ће с једне стране настојати да их увере у оправданост и сигурност кредита, а с друге стране да од банака добију што већи кредит. Другим речима, у МВО трансакцијама увек постоји антагонизам интереса између банака као даваоца кредитног капитала и промотера и инвестиционог фонда као инвеститора. Инвеститори ће увек настојати да добију што већи кредит јер ће то бити порески ефикасно с једне стране, а с друге стране они ће имати веће приходе на уложени акционарски капитал. МВО тим се може одредити за сарадњу са својим постојећим банкарима, али њихови саветници могу да предложе и друге комерцијалне банке које можда имају више искуства у оваквим врстама трансакција или са којима инвестициона банка има боље односе и за које сматра да ће бити адекватније за овакву врсту трансакција.

Инвестициони фонд - то је финансијска кућа која се обично назива «equity house» и чија је улога да прикупи средства од својих инвеститора како би та средства касније уложила у високопрофитне инвестиције као што су МВО трансакције. Инвестициони фонд је обично ограниченог трајања до 5 година те они морају своју инвестицију до тада да реализују, тј. да продају акције/улог како би својим инвеститорима повратили уложени капитал уз одговарајући профит, уколико је остварен. Инвестиционим фондом руководе менаџери или финансијске институције/банке које то раде уз одговарајућу накнаду или хонорар. Неки од тих фондова су заправо раније били и државни фондови који су сами прошли кроз МВО да би постали приватни и наставили да послују као инвестициони фондови. Ту бисмо пре свега поменули британски Coal Industry Pension Fund који данас послују као CINVEN, а од других познатијих кућа из Британије поменули бисмо и Legal & General Ventures, Schroder Venture Advisers, Royal Bank Development Capital, Merrill Lynch Asset Mana-

gement, Nat West Equity Partners. Од америчких кућа поменулу бисмо GE Capital Equity Capital Group, Kahlberg Kravis Roberts & Co (KKR), CVC Capital Partners, итд. Према нашим сазнањима у Србији тренутно послују Finartis CEE (www.finartis.ru), Soros Investment Capital Management LLC (www.sorosinvestment.com) и Salford Continental Inc (www.salford.co.yu). Неколико домаћих комерцијалних банака има амбиције да оснује сопствене инвестиционе фондове. Неколико иностраних инвестиционих фондова такође проучавају могућности инвестирања у Србији.

Саветници – из приложене шеме може се видети да циљно предузеће има своју групу саветника коју чине инвестициона банка, ревизорска кућа, адвокати и други саветници, по потреби. Сличан тим саветника имају и промотери. Док су саветници циљног предузећа углавном њихови стандардни или саветници које је предузеће користило у прошлости (зато што они познају предузеће, те ће њихове услуге највероватније с једне стране бити најефективније, а исто тако најјефтиније), промотери често морају да ангажују нови тим стручњака самостално или пак заједно са инвестиционим фондом. Инвестициона банка је та која има кључну улогу у саветовању МВО тима, јер она предлаже МВО стратегију, припрема Пословни план и Финансијски модел и координира пројекат укључујући и рад ревизора и правних саветника. Задатак ревизора је да изврше финансијску анализу предузећа (financial due dilligence) а правници тј. адвокатска кућа ће осим припреме правне анализе циљног предузећа (legal due dilligence), такође радити и на бројној уговорној документацији коју промотери буду закључивали са комерцијалним банкама, инвестиционим фондом, као и са циљним предузећем. Они ће такође припремити и статутарну документацију SPV (уговор о оснивању, статут) као и нову статутарну документацију циљног предузећа након комплетирања МВО трансакције.

Облици капитала који се се користе у МВО трансакцијама су:

➤ **дугорочни кредит** који узима SPV и може да буде билатерални (једна банка) или синдииковани (више банака) – користи се за одкуп предузећа, узима се на период времена (на пример на 5 година) и најчешће је обезбеђен приходима и имовином будућег предузећа,

➤ **револвинг кредит** – узима га SPV или циљно предузеће после куповине и обично се користи за обезбеђење текуће ликвидности,

➤ **субординирани кредит** – овај кредит обично није обезбеђен хипотеком (коју је узела банка давалац главног кредита), нижег је ранга од банкарских кредита али вишег од акционарског капитала (налази се у «мезанину» те се због тога и назива мезанин капитал). Обично га обезбеђује инвестициони фонд, скупљи је од банкарског кредита а често носи и одређена квази имовинска права (тзв «equity kick») као на пример учешће у профиту по унапред утврђеној формули,

➤ **улог/акционарски капитал промотера** – који ови обично позајмљују од својих банака и такав кредит обезбеђују залогом личне имовине (обично породичне куће или слично)

➤ **улог/акционарски капитал инвестиционог фонда** – као што је трајање сваког инвестиционог фонда временски ограничено, тако је и улог таквог фонда у

циљно предузеће ограниченог трајања. Инвестициони фонд ће још у току преговора са промотерима као и у инвестиционој документацији прецизирати време и начин реализације добитака и «изласка» из инвестиције (тзв «exit strategy»), што се остварује:

- а) продајом свог улога другим акционарима
- б) продајом свог улога трећим лицима
- ц) котизацијом циљног предузећа на берзи и продајом акција на берзи
- д) «ratchet» или зупчаник - инвестициони фонд и промотери/директори се могу

договорити да акције инвестиционог фонда прелазе на промотере и пре формалне продаје акција инвестиционог фонда, уколико би њихов улог дао принос преко одређеног, унапред утврђеног параметра. Преговори, формула и услови за пренос акција са инвестиционог фонда на промотере могу да буду веома сложени али се труд исплати, поготову ако су промотери сигурни у успешност инвестиције,

➤ **обвезнице старе девизне штедње** – потенцијално врло ефикасан финансијски инструмент специфичан за Србију и употребљив само у аукцијским приватизацијама. Код прве аукције, у првом кругу се могу користити само доспеле обвезнице, а у другом кругу могу да се користе и недоспеле обвезнице. Уколико прва аукција не успе, за другу аукцију обвезнице се могу користити и за плаћање депозита.

➤ **други финансијски инструменти** који се користе у МВО као на пример високоприносне обвезнице предузећа (high yeald или junk bonds), warrants, конвертибилне обвезнице итд. Њих помињемо због свеобухватности овог рада иако не верујемо да се ће се ови врло софистицирани финансијски инструменти употребљавати у трансакцијама у Србији у скорој будућности.

III Правна регулатива у Србији

Читав низ закона би могао да, на овај или онај начин, буде релевантан за једну МВО трансакцију. У Србији то су пре свега Закон о предузећима, Закон о приватизацији, Закон о агенцији за приватизацију, као и:

1. Уредбе у вези са приватизацијом као на пример:
 - Уредба о методологији за процену вредности капитала и имовине («Сл. гласник РС» бр. 45/2002)
 - Уредба о поступку и начину реструктуирања предузећа и других правних лица («Сл. гласник РС» бр. 1/2002)
 - Уредба о поступку и условима за претварање обавеза одређених правних лица у трајни улог државе («Сл. гласник РС» бр. 91/2002)
 - Уредба о продаји капитала и имовине јавним тендером («Сл. гласник РС» бр. 42/2001)
 - Уредба о продаји капитала и имовине јавном аукцијом («Сл. гласник РС» бр. 19/2003)

2. Закони којима се регулишу имовинско правни односи као што су: Закон о основама својинско-правних односа, Закон о претварању друштвене својине на

пољопривредном земљишту у друге облике својине, Закон о грађевинском земљишту, Закон о хартијама од вредности и другим финансијским инструментима и сл.

3. Закони као што су Закон о облигационим односима, Закон о рачуноводству, различита пореска легислатива су такође релевантним у одређеним фазама МВО трансакције.

IV Преговори и документација

Три главне врсте преговора су:

1. Преговори између МВО тима и инвестиционог фонда, који обухвата следећа главна питања:

1. износ инвестиционог капитала који обезбеђује инвестициони фонд;
2. тоталан износ кредита који ће бити узет ради финансирања МВО трансакције;
3. додатни кредит који инвестициони фонд позајмљује као субординирани кредит (mezzanin кредит);
4. износ акционарског капитала који уплаћује МВО тим;
5. гаранције које промотери дају у вези са будућим финансијским перформансама циљног предузећа;
6. пренос акција са инвестиционог фонда на МВО тим у току одвајања инвестиције (горе поменути зупчаник или ratchet);
7. стратегија изласка и продаје улога инвестиционог фонда.

2. Преговори између МВО тима и инвестиционог фонда на једној страни и циљног предузећа на другој

У земљама развијене тржишне економије ови преговори се разликују од сличних трансакција које се тренутно врше у Србији. Поступак је детаљно регулисан горе поменутиим Уредбама за продају капитала и имовине јавним тендером и јавном аукцијом те стога исте не бисмо овде понављали. Овде бисмо само указали на неке специфичности које су уочене у досадашњој пракси у Србији.

Аукције - не постоји статистичка евиденција јер је Агенција за приватизацију не води. На основу наших запажања верујемо да у 30% - 50% случајева аукцијске приватизације на њима учествују директори и радници предузећа која се приватизују. Код тендерских приватизација је тај број је занемарљив из следећих разлога:

1. код тендерских приватизација цене су много више односно потребно је мобилизовати знатно већи капитал да би се исте успешно реализовале, што није лако без одговарајуће стручне помоћи;
2. не постоји привилегија да се куповна цена у тендерској приватизацији отплати у року од шест година;

3. радници и директори не поседују довољно имовине како би задовољили кредитне услове банака ради давања кредита.

Основна и рекли бисмо фундаментална разлика између МВО у Србији и у другим земљама је та да је структура целе трансакције постављена на нешто другачијим основама. Наиме, у типичној МВО трансакцији у Србији, после доношења одлуке о куповини сопственог предузећа, управа предузећа најпре преговара са комерцијалном банком о добијању кредита. Група радника закључује појединачне уговоре о кредиту са банком, који они касније користе ради куповине предузећа, најчешће на аукцијској приватизацији. Предузеће такође гарантује повраћај узетих кредита али се у оба случаја као основ гаранције узима вредност непокретне имовина до 50% њезине тржишне вредности (основних средстава предузећа, лична имовина радника). Још увек нисмо видели ни један пример где се уместо непокретне имовине као параметар узимају будући приходи предузећа које се откупљује. Главни узрок за то је, верујемо, са једне стране недостатак транспарентних или поузданих финансијских резултата предузећа, а с друге стране недостатак адекватно урађеног петогодишњег плана пословања и финансијског модела на које би се кредитне институције ослониле приликом одлучивања о висини могућег кредита којим би се финансирала МВО трансакција. Тиме се промотери једноставно ограничавају само на учествовање у мањим, аукцијским приватизацијама.

СЕЕСАР је као саветник Агенције за приватизацију учествовао у низу тендерских приватизација. У неколико случајева наилазили смо на врло способан управљачки кадар који би био у могућности не само да позајми потребна кредитна средства од банака, него и да спроведе успешан откуп сопственог предузећа, под условом да су имали адекватан пословни план и финансијски модел. Верујемо да је то један од главних разлога због којег су радници и директори релативно успешних предузећа приморани да своја предузећа препусте страним инвеститорима уместо да сами учествују у куповини.

3. Преговори између МВО тима и комерцијалних банака

Главни предмет преговора између МВО тима и банака кредитора су финансијски и други параметри које МВО тим касније мора стриктно испуњавати:

➤ однос дужничког и акционарског капитала (debt to equity ratios) - банка ће настојати да контролише или ограничи задуживање предузећа у будућности намећући овај параметар;

➤ покривеност камата приходима (interest cover) - то је однос између камата које се плаћају на добијене кредите и укупних прихода пре обрачуна камата, пореза, депрециације и амортизације (ЕБИТДА);

➤ стање текуће ликвидности (cash flow cover) - то је однос између прихода или протока текућих средстава или отплате кредита, камате и главног дуга;

➤ однос између кредита и вредности имовинских средстава (loan to value ratios) - овај се параметар користи нарочито код предузећа са знатном непокретном имо-

вином (хотелска индустрија, грађевинска индустрија итд.) где вредност кредита не сме да пређе одређену вредност непокретне имовине;

➤ средства обезбеђења – упис хипотеке, вршење плаћања преко рачуна код комерцијалне банке ради лакше контроле, забрана отуђења или залагања основних средстава;

➤ лимитирање ризика повећања каматних стопа преко одређене границе (*hedging*) на финансијском тржишту како предузеће не би себе довело у тешку финансијску ситуацију;

➤ други захтеви које банке могу постављати као нпр. достављање тромесечних финансијских извештаја, шестомесечних обрачуна, ограничења у погледу издавања или смањења основног капитала, нове инвестиције које не спадају у редовну пословну активност предузећа, и сл.

V План пословања и финансијски модел

Као што смо већ истакли, План пословања (или како га неки називају бизнис план) је заједно са Финансијским моделом један од кључних ако не и најважнији документ у свакој МВО трансакцији (овде наравно изузимамо МВО трансакције мањих вредности код аукцијске приватизације). План пословања почиње да се ради врло рано и МВО тим га ради заједно са својим финансијским саветником, инвестиционом банком. Током целокупне трансакције се стално надограђује и проверава, а нарочито финансијски параметри у њему. Наравно ово се односи и на Финансијски модел који је саставни део Плана пословања.

Први нацрт Плана пословања обично се припрема на основу постојеће документације као што су годишњи пословни извештаји, финансијски извештаји за задњих 3-5 година, друга интерна документација коју је предузеће припремало као и наравно интерно знање о самом предузећу, његовим конкурентима, тржишној позицији, начину производње, коришћеним технологијама итд. које директори а сада промотери имају о предузећу.

У касним фазама, након спроведених финансијских, правних, организационих, техничких итд. анализа предузећа (*due dilligence*) овај план се употпуњује документацијом, информацијама и сазнањима до којих се дошло у току ових анализа. План пословања је стално предмет испитивања и критичких анализа свих учесника у МВО трансакцији, од промотера до комерцијалне банке.

Не постоји тачно утврђен формат или садржина Плана пословања и он ће зависити од случаја до случаја, од саме индустријске гране у којој предузеће оперише. У сваком случају, поменућемо неке аспекте који се морају наћи у једном таквом Плану без обзира на врсту предузећа или индустријску грану у којој послује:

- историјски подаци о предузећу
- скраћени приказ финансијских резултата за претходно полугође и за претходне три до пет година

➤ финансијске перформансе пословања као на пример однос између профита и упошљеног капитала, однос између профита и прихода од продаје производа, однос између залиха и прихода од продаје, однос између дуговања и потраживања и сл.

- SWOT (strengths, weaknesses, opportunities and threats) анализа
- подаци о тржишту, конкурентима и другим тржишним информацијама
- потенцијали предузећа, потребе за њиховим производима и услугама, макро и микро економски параметри
- будући раст и развој предузећа, инвестициони захтеви, потенцијалне будуће финансијске перформансе итд.

Финансијски модел је чисто финансијски део Плана пословања. Он у суштини треба да покаже вероватне финансијске перформансе предузећа у наредних 5-10 година (ово би више важило за земље са стабилним економским показатељима) док у Србији такав финансијски модел би се вероватно поклапао са дужином отплате узетих кредита, претпостављамо 3-5 година. У пракси је уобичајено да финансијски саветници/инвестициона банка имају сопствене компјутеризоване финансијске моделе који се користе ради тестирања одређених финансијских или економских претпоставки и уграђивања истих у финансијски модел. SEECAP на пример има такав модел који је прилагођен економским приликама у Србији.

Главни параметри или показатељи које Финансијски модел треба да садржи су:

- финансијске потребе предузећа за период 3-5 година као и начин задовољавања истих
- каматне стопе, отплата камата и повезаност и међузависност између отплате камата и протока финансијских средстава
- дивиденде и раст цена акција – које су важне не само због стратегије реализације улога инвестиционог фонда него и за случај када је уговорена могућност ранијег преноса акција са инвестиционог фонда на директоре, зупчаник («ratchet»)
- отплата дугова, извори средстава за отплату дугова
- структура биланса стања и пројекција биланса стања и биланса успеха.

Zoran Mitić,
SEECAP Ltd, London and Belgrade

MBO and MBI Transactions as Privatization Methods

Summary

Each Management Buyout (MBO) transaction is complex by its nature and especially difficult for promoters, as they must, beside everyday management of the company, devote significant part of their time and money to realization of a MBO transaction. In developed countries a major MBO transaction lasts 6-12 months. In Serbia an MBO

transaction in privatization by tender takes 4-7 months. For privatization by auction that period should be much less, we would say 2-3 months. Adequate planning and enough time for preparation of MBO and taking part in tender or auction privatization is one of the keys to success.

We do not see reasons for employees and management not to take part (independently or together with strategic investors) in privatization and buying-up of their company. We believe that the financial market in Serbia has gained enough experience and is mature enough to support such transactions.

Those who reflect on it should know that real work and problems come after the conclusion of an MBO transaction when company faces long and hard period of repayment of borrowed assets and profits to invested share capital. Those who have tried out and succeeded know that risk and effort repay. We, as financial advisers, shall always endeavor to support those who decide to take such a step.

Key words: *Management Buyout (MBO), Management Buy-in (MBI), privatization*