



THE WORLD BANK

Pregled tržišta privatnog vlasničkog kapitala

Poslovi, vrednovanje, rukovođenje,
korporativno upravljanje

14. oktobar 2019.



EU-REPARIS is funded
by the European Union
and is a part of WB EDIF



WB EDIF

Western Balkans
Enterprise Development
and Innovation Facility



Šta su fondovi privatnog vlasničkog kapitala?



- ✓ Postoje fondovi koji ulažu u poduzetnička novoosnovana preduzeća koja imaju samo začetak poslovne ideje.
- ✓ A postoje i fondovi koji stječu etablirane kompanije u starim privrednim granama s ciljem njihovog oživljavanja
- ✓ Ali većina kompanija nalazi se između dvije krajnosti - to su 'mala i srednja preduzeća'. Većina ulaganja u privatni vlasnički kapital, oko 85%, je u mala i srednja preduzeća.
- ✓ U Evropi, društva za kapitalna ulaganja uložila su u 22.000 malih i srednjih preduzeća. Zvuči kao puno. Ali ukupno postoji više od 22 miliona evropskih malih i srednjih preduzeća.
- ✓ Pa po čemu se razlikuju tih 22.000 preduzeća?



Izvor: Invest Europe

Šta fondovi privatnog vlasničkog kapitala traže

- ✓ Oni su lovci na talente ulaganja u kompanije. Troše jako puno vremena na procjenu potencijala kompanija kako bi sagledali njihove rizike, kao i to kako ih smanjiti. Oni dodjeljuju svoja sredstva privatnog vlasničkog kapitala samo kompanijama sa 'X' faktorom.
- ✓ To ne znači da te kompanije moraju biti najbolje u svojoj oblasti. Obično to i nisu. Privatni vlasnički kapital im samo pomaže da to postanu.





Kako upravitelji fondova izgledaju i šta oni stvarno rade

- ✓ Privatni kapital ulažu upravitelji fondova. Oni također dolaze u svim oblicima i veličinama.
- ✓ Neka društva za upravljanje fondovima čini samo šačica ljudi, koji su često i sami bivši poduzetnici. Ostala su velike institucije sa globalnom mrežom poslovnih kontakata i znanjem i iskustvom.
- ✓ Ali ideja je ista: uložiti u kompaniju i učiniti je vrijednijom u razdoblju od nekoliko godina, prije nego što je konačno proda kupcu koji ocijeni da je stvorena trajna vrijednost.
- ✓ Ti kupci mogu biti veliki konglomerati i korporacije, veći finansijski investitori ili burzovni investitori (putem inicijalne javne ponude ili IPO-a).
- ✓ Ako kompanija nije mnogo vrijednija prilikom prodaje, upravitelj fonda ne dobija svoju nagradu.
- ✓ Ovakav rast je prilično teško postići, a mnogim upraviteljima fondova to nikada ne pođe za rukom.

Definicija privatnog vlasničkog kapitala

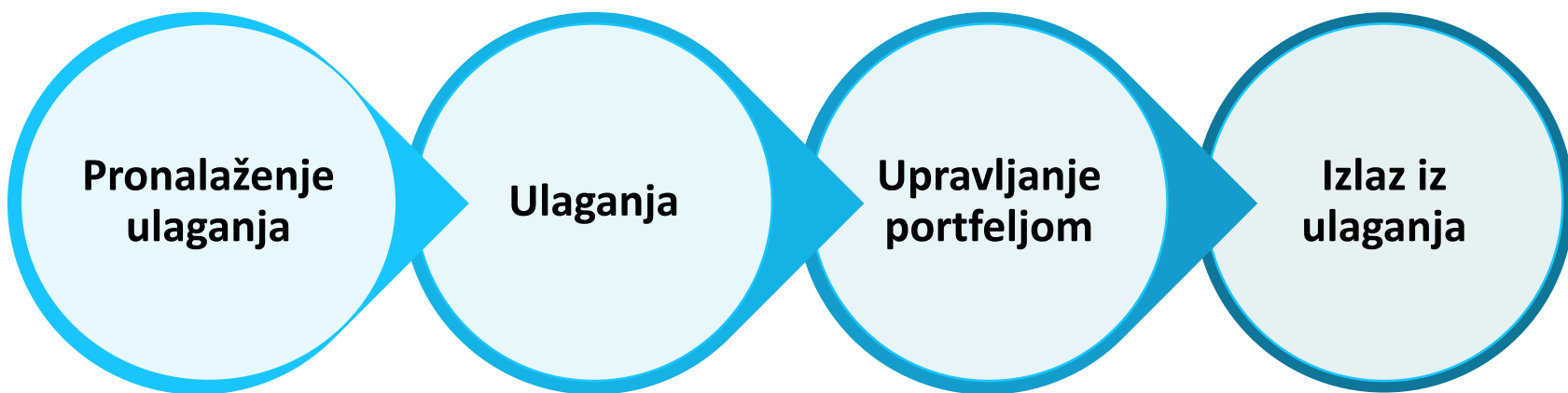
- ✓ “Ulaganje u vrijednosne papire kroz pregovarani postupak”
- ✓ Ulaganje uglavnom u kompanije koje ne kotiraju na berzi
- ✓ Transformacijska, aktivna investicijska strategija dodatne vrijednosti
- ✓ Neophodan skup specijaliziranih vještina
- ✓ Podskupovi vještina kao funkcija vrste privatnog vlasničkog kapitala



Kako se fondovi mogu specijalizirati



Investicijski ciklus u privatnom vlasničkom kapitalu



✓ Upoznavanje zajednice s investitorom

✓ Stvaranje priliva novih ulaganja

✓ Efektivni početni pregled

✓ Vrednovanje
Strukturiranje poslova

✓ Vođenje pregovora

✓ Implementacija sistema izvještavanja i drugih sistema

✓ Korištenje investitorove mreže za dodavanje vrijednosti

✓ Upravljanje: zastupljenost u odboru do operative intervencije

✓ Poznavanje opcija: trgovinska prodaja, IPO, prodaja upravi, sekundarni izlaz

✓ Integriranje izlazne strategije u strukturu posla i upravljanje ulaganjem

✓ Upravljanje izlaznom transakcijom

Sile koje pokreću potragu za investitorima u privatni vlasnički kapital

1. Kompanija kao pokretač

Rast: financiranje organskog rasta ili sticanja

Finansijski: financiranje restrukturiranja duga

Vlasništvo: traženje vrijednosti iz promjene vlasništva

2. Vlasništvo kao pokretač

Pozitivna motivacija: vizija za rast kompanije

Neutralna motivacija: sukcesija, povlačenje

Negativna motivacija: vlasništvo u poteškoćama, konfliktno vlasništvo, raspolaganje neposlovnom aktivom

Potrebna su OBA pokretača da bi transakcija bila izvodljiva.

Dvostruka vizija







Investitor u privatni vlasnički kapital naposljetku želi IZAĆI



Vaš IZLAZ je nečiji ULAZ

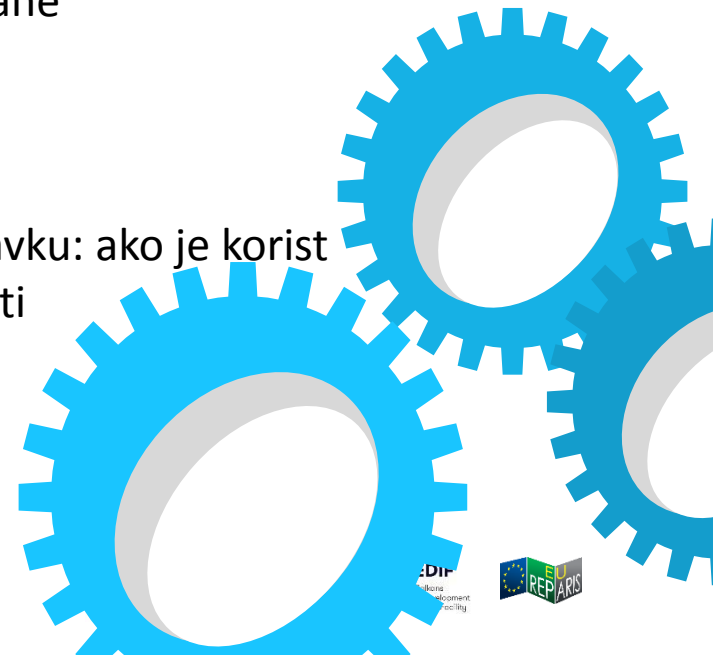
- Investitor u privatni vlasnički kapital gleda na 3/5 godina do izlazne tačke
- Onaj koji kupuje također će gledati na 3/5 godina
- ZATO → ponovo pogledajte šta će budući kupac tada vidjeti

Vrednovanje **finansijskog instrumenta**

-  Udio svakog investitora u kompaniji drži se preko finansijskog instrumenta;
-  Zbog toga naposljetku moramo vrednovati finansijski instrument;
-  Finansijski instrumenti u privatnom vlasničkom kapitalu uključivat će obične dionice, povlaštene dionice, mezanin, opcije i dug; ili njihovu kombinaciju;
-  Smjernice IPEV-a važan su izvor uputstava za vrednovanje u privatnom vlasničkom kapitalu.

Utjecaji iz strukturiranja

- ✓ Određena ulaganja u privatni vlasnički kapital mogu imati složeno strukturiranje sa različitim grupama koje imaju različita prava koja utiču na vrednovanje
- ✓ Prilikom vrednovanja u obzir se treba uzeti uticaj budućih promjena ulagačke strukture
- ✓ Promjene se mogu desiti po izboru fonda, automatski na osnovu događaja koji su pokretači ili po izboru druge strane
- ✓ Prava se trebaju preispitivati na redovnoj osnovi
- ✓ Procjenjivač treba napraviti racionalnu pretpostavku: ako je korist od ostvarivanja prava veća od troška, pravo će biti ostvareno



Novci koji ulaze naspram novaca koji izlaze

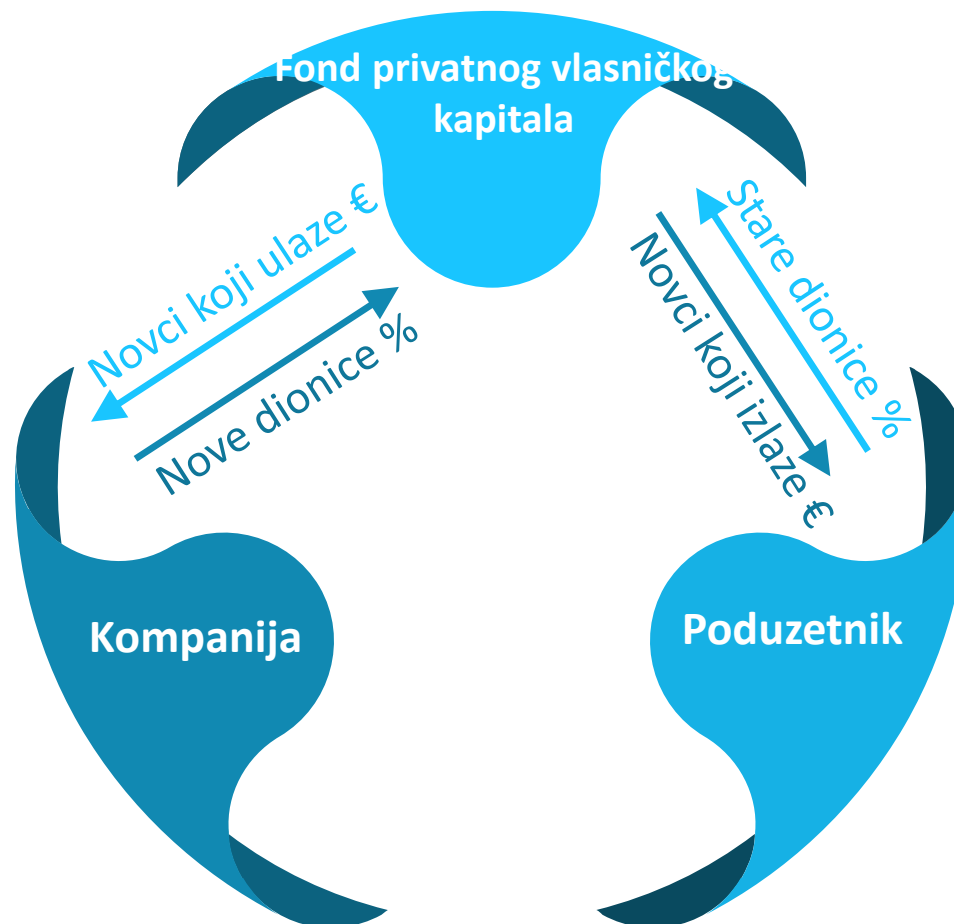


Tabela upotrebe sredstava

STAVKA	PRIMJERI	PITANJA KOJA SU VAŽNA ZA INVESTITORE U PRIVATNI VLASNIČKI KAPITAL
CAPEX (KAPITALNI RASHODI)	Sredstva se koriste za kupovinu postrojenja i opreme, također nematerijalne imovine kao što su licence ili franšize	<ul style="list-style-type: none"> • Da ne postoji “prekomjerno reguliranje”; prekomjerno ulaganje za nepotrebnu najsavremeniju opremu • Da je nabavka transparentna
OBRTNI KAPITAL	Sredstva se koriste za ulaganje u zalihe, financiranje potraživanja i pokrivanje operativnih gubitaka	<ul style="list-style-type: none"> • Da se troškovi drže pod kontrolom i da nisu opušteni u očekivanju financiranja • Nema prekomjernog nagomilavanja zaliha • Da ulaganje ne pokrene potraživanja
SMANJENJE DUGA	Sredstva se koriste za otplatu bankarskog duga	<ul style="list-style-type: none"> • Da se neki dužnički instrumenti mogu koristiti za financiranje kompanije, a ne da se sve finansira vlasničkim instrumentima • Da ulaganje kapitala ne pokrene zahtjeve od strane banaka za otplatu

Zašto raditi sporedna stjecanja u privatnom vlasničkom kapitalu za preduzeća srednje tržišne kapitalizacije?

- ✓ Na osnovu historijskog iskustva, postoji čvrsto opravdanje za provedbu strategije sporednih stjecanja i sakupljanja relativno manjih preduzeća, čiji se poslovni modeli potom uvode na nova tržišta i proširuju inovativnim proizvodima i uslugama. Ako se dobro realizira, prihodi mogu daleko premašiti prihode od velikih transakcija.
- ✓ Međutim, investitor će biti veoma razočaran ako misli da je za uspjeh u tome potrebno samo domišljato sklapanje poslova nakon kojeg se odgovornost delegira običnim administratorima.



Zašto provodite dubinsku analizu?

- ✓ Neophodna za utvrđivanje skrivenih rizika koji su povezani sa transakcijom
- ✓ Otkrivanje tajni koje svako preduzeće obično ima
- ✓ Radi procjene korporativnog upravljanja kompanijom



Šta je dubinska analiza na prodajnoj strani?

- ✓ Prodavac kritički razmatra svoj finansijski položaj i procjenjuje mogućnosti i rizike sa kojima se kompanija suočava prije traženja investitora;
- ✓ Područja fokusa dubinske analize na prodajnoj strani odražavat će ciljeve dubinske analize na strani kupca;
- ✓ Obično uključuje analizu historijskih prihoda, vjerodostojnosti prognoza, potreba za obrtnim kapitalom, poreznih rizika, odnosa sa ključnim klijentima, dobavljačima i drugih odnosa;
- ✓ Dubinska analiza na prodajnoj strani provodi se rano u procesu ulaganja; dubinska analiza na kupovnoj strani jedan je od posljednjih koraka procesa ulaganja;
- ✓ Izvještaj o dubinskoj analizi na prodajnoj strani može se dostaviti potencijalnim investitorima kako bi im pomogao u razumijevanju i kako bi obezbijedio mapu puta za efikasnu dubinsku analizu na kupovnoj strani.

Signal tržištu

✓ Narudžbom dubinske analize na prodajnoj strani šalje se signal tržištu da je kompanija ozbiljna o procesu i da želi biti transparentna;

✓ Dubinskom analizom na prodajnoj strani mogu se značajno smanjiti vrijeme i troškovi investitorove dubinske analize;

✓ Dubinska analiza na prodajnoj strani omogućit će savjetniku da izađe na tržište sa više entuzijazma i samopouzdanja da će posao proći.



Kako fondovi privatnog vlasničkog kapitala pristupaju strukturiranju poslova

ne plašite se zakomplicirati stvari

- ✓ Ulaganje je partnerstvo, nije transakcija. Treba biti “win-win” partnerstvo u kojem nema gubitnika i treba biti održivo.
- ✓ Nastoje koristiti neograničenu fleksibilnost u strukturiranju što mnoge druge vrste investitora ne mogu učiniti;
- ✓ Nastoje uskladiti ekonomske interese uprave sa svojim interesima;
- ✓ Mogućnost korištenja prilagođenih finansijskih instrumenata i/ili više od jednog finansijskog instrumenta;
- ✓ Nastoje “turbo napuniti” uticaj svog uloga;
- ✓ Strukturom se trebaju uzeti u obzir ishodi različitih scenarija – pozitivni i negativni



Glavne prepreke za uspješne poslove

i njihovo smanjenje

<p>Vrednovanje</p> <p>nerealno visoka očekivanja prodavca od vrednovanja</p>	<p>Kontrola</p> <p>prodavac se neće odreći kontrolne</p>	<p>Imidž</p> <p>prodavac zabrinut zbog “gubljenja obraza”</p>
<p>Dogovor može biti strukturiran oko visokog vrednovanja preko zapornih mehanizama, povlaštenih dionica, struktura opcija.</p>	<p>Strukturiranje za dijeljenje kontrole ekspertiza je investitora u privatni vlasnički kapital, preko mjesta u upravnom odboru, prava veta, dvostrukog izvještavanja.</p>	<p>To često može biti više pitanje imidža nego suštine, upravitelj fonda privatnog kapitala treba da posjeduje osjetljive kulturološke i emocionalne antene.</p>
<p>Bojazni koje se tiču izlaza</p>	<p>Komplikacija u poslovima</p>	<p>Upitne poslovne prakse</p>
<p>Dogovor može biti strukturiran oko visokog vrednovanja preko zapornih mehanizama, povlaštenih dionica, struktura opcija</p>	<p>Veliki dio vještine koja se tiče privatnog vlasničkog kapitala je komuniciranje i educiranje strana koje su manje upoznate sa strukturama privatnog vlasničkog kapitala.</p>	<p>Na nekim tržištima poslovanje je manje transparentno. Ključno je upravljanje prelaskom na bolje upravljanje, a ne naglom promjenom.</p>

Zastupljenost u odboru

- ✓ Investitoru se mogu dati mjesta u odboru, proporcionalno sa % ulaganja
- ✓ Pored toga mogućnost prava veta
- ✓ Na tržištima u nastajanju, članovi upravnih odbora nalaze se na tim mjestima iz različitih razloga:
 - Zastupanje interesa njihovih dioničara
 - Tehnički eksperti
 - Nagrada za političku službu
 - Članovi porodice
- ✓ Pitanje da li da predstavnik u upravnom odboru bude iz investitora ili da bude nezavisni član upravnog odbora
 - Iz investitora, uloga mu je jednostavnija i jasnija, a ona je da štiti interese investitora
 - Nezavisan član upravnog odbora ima mogućnost da donese veću ekspertizu i dopre do drugih

Mehanizmi zaštite i kontrole



Redosljed dokumentacije



Pismo namjere

- ✓ Također poznato kao „predugovor“
- ✓ Osnovni preliminarni ugovor kojim se utvrđuju ključni uslovi i moćni elementi za zaključenje
- ✓ Obično nije obavezujući osim klauzula o ekskluzivnosti i povjerljivosti
- ✓ Fond privatnog vlasničkog kapitala i prodavac koriste pismo namjere za osiguravanje da postoji opća suglasnost o uslovima koji će se uključiti u konačnu dokumentaciju
- ✓ Pismo namjere omogućava stranama da započnu postupke regulatornih odobrenja i odobrenja od strane javne uprave
- ✓ Također omogućava pristup drugim pružateljima financiranja kao što su banke, pružatelji mezaninskog financiranja, drugi fondovi privatnog vlasničkog kapitala, komanditori za zajedničko ulaganje



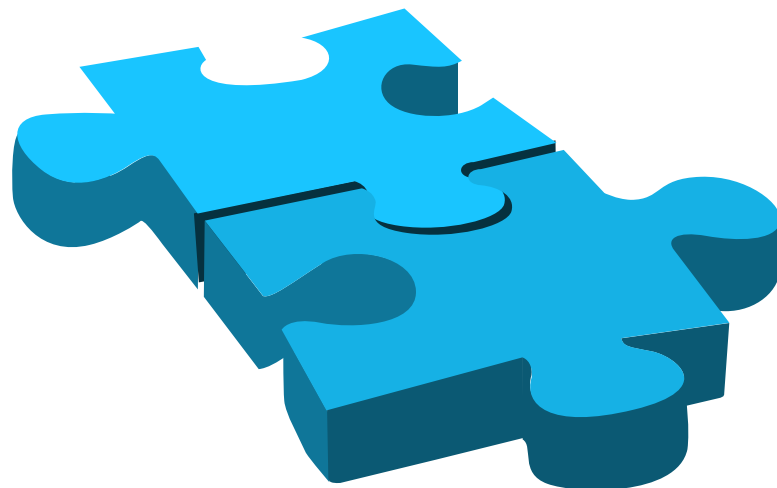
Ključne karakteristike vlasništva nad privatnim vlasničkim kapitalom

kako manjinskog, tako i većinskog

Koncentracija vlasništva	<ul style="list-style-type: none">• Veliki blok dionica daje uticaj• Pravo veta i druga prava jačaju uticaj
Racionalnost vlasništva	<ul style="list-style-type: none">• Analitička strogost i strateški pristup
Vlasnička blizina	<ul style="list-style-type: none">• Posao dioničara privatnog vlasničkog kapitala je da se uključe• Pristup aktivista u različitom obimu i na različite načine
Izgradnja vrijednosti	<ul style="list-style-type: none">• Neophodnost kreiranja vrijednosti za izlaz• Potiče program za povećanje vrijednosti kompanije
Podsticaji za upravljanje	<ul style="list-style-type: none">• Uskladiti interes uprave sa povećanjem vrijednosti kompanije• Potaći srednji nivo rukovodstva
Djelovanje i odlučnost	<ul style="list-style-type: none">• Djelovanje uprkos slabosti• Iskorjenjivanje ličnih interesa koji blokiraju napredak• Niska tolerancija za birokratiju

Pristup upravljanju

- ✓ Vjerovatno će ulaganje u privatni vlasnički kapital rezultirati revizijom finansijskih računa
- ✓ Moguće je da će novi finansijski direktor (CFO) biti izabran kao dio transakcije
- ✓ Dvostruka linija izvještavanja od strane finansijskog direktora (CFO-a) prema glavnom izvršnom direktoru (CEO-u), kao i prema predstavniku privatnog vlasničkog kapitala
- ✓ Snažna prava kontrole predstavnika privatnog kapitala



Ciljevi mamca (*engl. teaser*)

- ✓ Mogućnosti se nadmeću za pažnju investitora;
- ✓ Prvim razmatranjem investitor ima za cilj:
 - i. utvrditi koja je mogućnost
 - ii. odrediti zavređuje li ona daljnje razmatranje;
- ✓ Ograničen raspon pažnje čitaoca;
- ✓ Uticaj dobro kreiranog ali ne previše uglađenog formata i grafike.



Šta je prodajna prezentacija (*engl. elevator pitch*)?

- ✓ Prodajna prezentacija (*engl. elevator pitch*) tako se zove na engleskom jeziku jer je ideja da budete u stanju prenijeti vašu poslovnu ideju ili prijedlog za vrijeme koje vam je potrebno da liftom stignete sa jednog sprata na drugi.
- ✓ Prodajna prezentacija mora biti jasna i sveobuhvatna i treba sadržavati vaš jedinstveni prodajni prijedlog ili ono što vas čini drugačijim.

Molimo pogledajte video



[Šta je “prodajna prezentacija \(elevator pitch\)”](#)

