

CRNA GORA



THE WORLD BANK

# Pregled tržišta za privatno ulaganje

Dogovori, procjena, rukovođenje,  
korporativno upravljanje

3. oktobar 2019. godine



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 kapitala?



- ✓ Postoje fondovi koji ulažu u preduzetnička start up preduzeća koji imaju samo začetak poslovne ideje.
- ✓ A postoje i fondovi koji kupuju ustanovljena preduzeća u starim djelatnostima, u cilju oživljavanja njihovog bogatstva
- ✓ Ali većina preduzeća se nalazi se između dvije krajnosti - to su „mala i srednja preduzeća“. Većina investicija privatnog kapitala, oko 85%, je u malim i srednjim preduzećima.
- ✓ U Evropi preduzeća sa privatnim kapitalom ulažu u 22.000 malih i srednjih preduzeća. Zvuči puno. Ali ukupno postoji više od 22 miliona malih i srednjih preduzeća u Evropi.
- ✓ Pa šta je onda drugačije kod tih 22.000 preduzeća?



Source: Invest Europe

# Šta fondovi privatnog kapitala traže

- ✓ Oni skautiraju potencijal ulaganja u određeno preduzeće. Troše ogromno vrijeme procjenjujući potencijal preduzeća, kako bi razumjeli njihove rizike i kako ih ublažiti. Oni samo dodjeljuju svoje fondove privatnog kapitala kompanijama sa faktorom 'X'.
- ✓ To ne znači da ove kompanije moraju biti najbolje u svojoj oblasti. Obično to i nisu. Privatni kapital im samo pomaže da tamo stignu.





## Kako menadžeri fondova izgledaju i šta oni stvarno rade

- ✓ Privatni kapital ulažu menadžeri fondova. Oni takođe dolaze u svim oblicima i veličinama.
- ✓ Neka preduzeća za upravljanje fondovima čine samo nekolicina ljudi, često i sami bivši preduzetnici. Ostale su velike institucije sa globalnom mrežom poslovnih kontakata i znanja.
- ✓ Ali ideja je ista: investirati u preduzeće i učiniti ga vrijednijim tokom više godina, prije nego što se konačno proda kupcu koji procijeni da je ta trajna vrijednost stvorena.
- ✓ Ti kupci mogu biti veliki konglomerati i korporacije, veći finansijski investitori ili investitori na berzi (putem inicijalne javne ponude ili IPO-a (inicijalne javne ponude).
- ✓ Ako kompanija nije mnogo vrijednija kada prodaje, menadžer fonda ne dobija svoju nagradu.
- ✓ Ovakav rast je prilično teško postići, a mnogi menadžeri fondova to nikada ne uspiju.

# Definicija privatnog kapitala

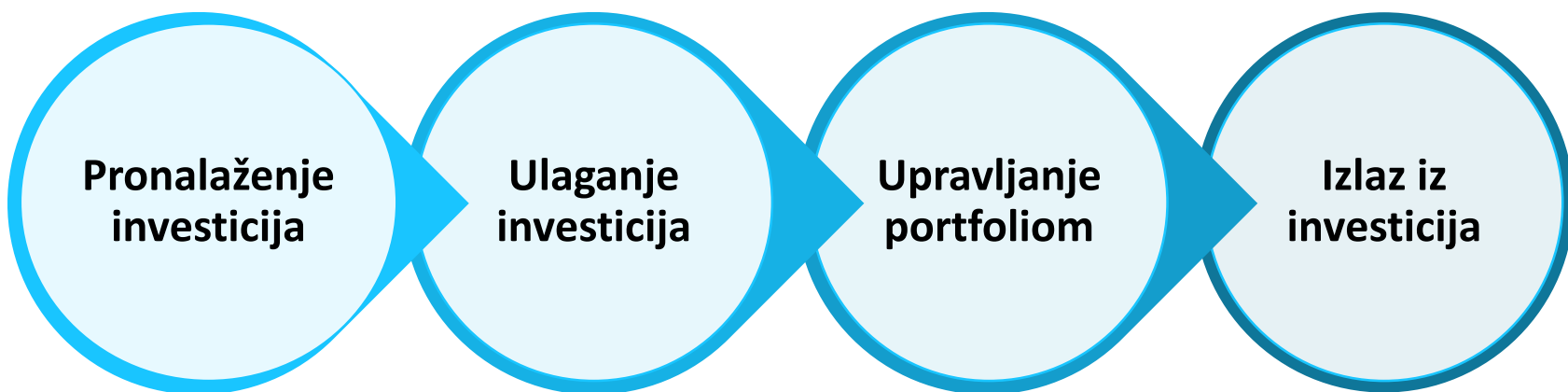
- ✓ “Ulaganje u hartije od vrijednosti preko pregovaračkog postupka”
- ✓ Investicije uglavnom u preduzeća koja nijesu na berzi
- ✓ Transformaciona, aktivna investiciona strategija za dodatom vrijednošću
- ✓ Potreban specijalizovani skup vještina
- ✓ Skup podvještina u funkciji tipa privatnog ualjanja



# Kako se fondovi mogu specijalizovati



# Investicioni ciklus kod privatnog kapitala



✓ Upoznavanje investitora sa okruženjem

✓ Razvoj faze investicija

✓ Efektivno početno snimanje situacije

✓ Vrednovanje  
Strukturisanje dogovora

✓ Upravljanje pregovorima

✓ Implementacija  
izvještavanje i drugi sistemi

✓ Korišćenje mreže investitora za dodavanje vrijednosti

✓ Menadžment: predstavljanje u odboru u cilju operativne intervencije

✓ Poznavanje opcija: trgovinska razmjena, IPO, prodaja menadžmentu, sekundarni izlaz

✓ Integrisanje izlazne strategije u strukturu dogovora i upravljanje investicijom

✓ Upravljanje izlaznom transakcijom

# Sile koje pokreću potragu za investitorima privatnog kapitala

## 1. Pokretanje preduzeća

**Rast:** finansiranje organskog rasta ili kupovina

**Finansije:** finansiranje restrukturisanja duga

**Vlasništvo :** traženje vrijednosti kroz promjenu vlasništva

## 2. Pokretanje vlasništva

**Pozitivna motivacija:** vizija za rast preduzeća

**Neutralna motivacija:** sukcesija, razdvajanje

**Negativna motivacija:** poremećeno vlasništvo, konfliktno vlasništvo, raspolaganje neposlovnom aktivom

**OBA pokretača su neopodna da bi transakcija bila izvodljiva.**



# Dvostruka Vizija







Investitor privatnog kapitala na posljjetku želi da IZAĐE



Vaš IZLAZ je nečiji ULAZ

- Investitor privatnog kapitala gleda izlaznu tačku 3/5 godina u budućnost
- Ko kupuje takođe gleda period 3/5 godina
- TAKO DA → još jednom pogledajte šta će budući kupac vidjeti tada

# Vrijednovanje **finansijskog instrumenta**

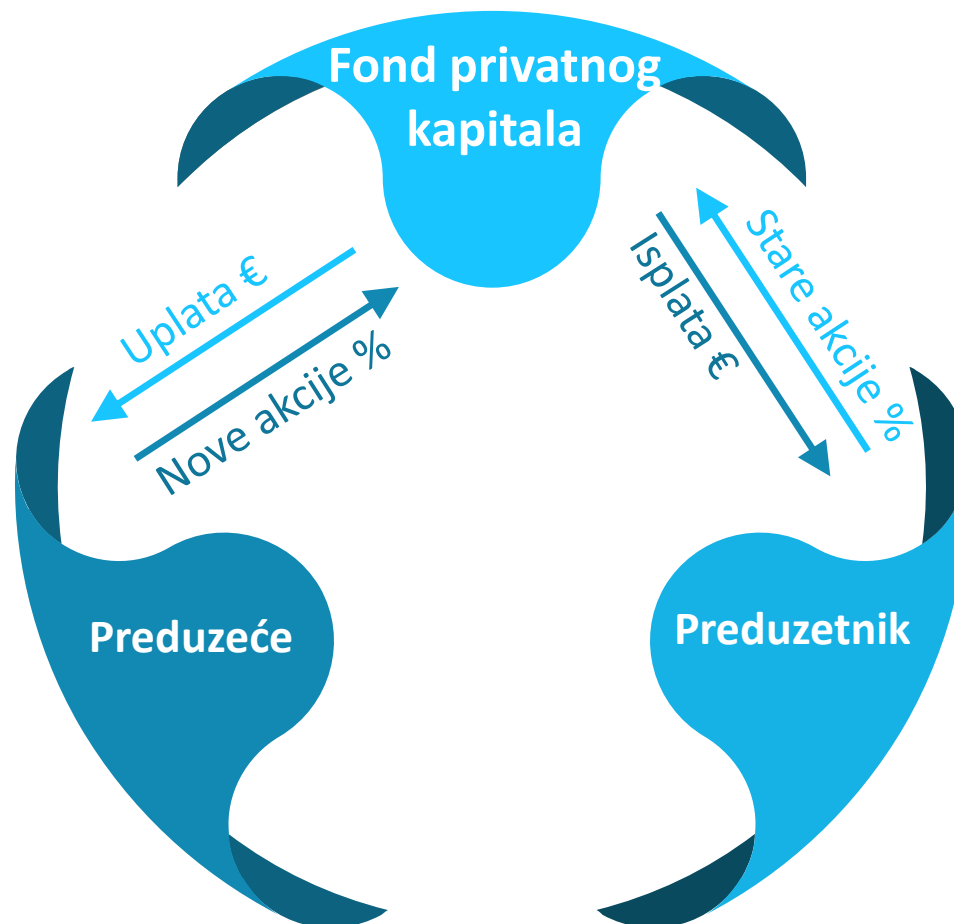
-  Bilo koji interes investitora u preduzeću se posjeduje preko finansijskog instrumenta;
-  Zbog toga na poslijetku moramo vrijednovati finansijski instrument;
-  Finansijski instrumenti ulaganja u privatnom kapitalu će uključivati obične akcije, preferencijalne akcije, mezanin, opcije i dug; ili njihova kombinacija;
-  IPEV smjernice su važan izvor uputstva za vrijednovanje u ulaganja u privatnom kapitalu.

## Utjecaji iz strukturisanja

- ✓ Određena privatna ulaganja mogu imati kompleksnu strukturu sa različitim grupama, koje imaju različita prava, što utiče na vrijednovanje
- ✓ Vrijednovanje treba uzeti u obzir uticaj budućih promjena u strukturi investicija
- ✓ Promjene se mogu desiti po izboru fonda, automatski po osnovu dešavanja koje ih pokrenu, ili po volji druge strane
- ✓ Prava trebaju biti revidovana redovno
- ✓ Procjenjivač treba da napravi racionalnu pretpostavku: ukoliko je benefit sprovođenja veći od troškova, pravo će biti sprovedeno



# Uplata naspram Isplate



# Korišćenje tabele fondova

STAVKA	PRIMJERI	SPORNA PITANJA ZA PE INVESTITORA
<b>CAPEX (ULAGANJE U OSNOVNA SREDSTVA)</b>	Fondovi se koriste da se kupe pogoni i oprema, kao i neopipljiva imovina kao što su licence ili franšize	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ne postoji dodatna regulacija; prekomjerno investiranje za nepotrebnu modernu opremu</li> <li>• Nabavka je transparentna</li> </ul>
<b>RADNI KAPITAL</b>	Fondovi se koriste za investicije u inventar, finansiranje potraživanja i pokrivanje operativnih gubitaka	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Troškovi se drže pod kontrolom i nema opuštanja u očekivanju finansiranja</li> <li>• Ne pravi se prekomjerno nagomilavanje inventara</li> <li>• Da investicija ne pokrene potraživanja</li> </ul>
<b>UMANJENJE DUGA</b>	Fondovi se koriste za otplatu bankarskog duga	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Da određeni dug može biti korišćen za finansiranje preduzeća umjesto kompletnog privatnog ulaganja</li> <li>• Da injekcija privatnog kapitala ne pokrene zahtjeve od strane banke za izmirenje duga</li> </ul>

# Zašto dodati preduzeća srednje kapitalizovanim preduzećima?

- ✓ Na osnovu istorijskog iskustva, postoji veliko opravdanje da se sprovede do kraja razvijena strategija povećanja relativno manjih preduzeća, čiji se poslovni modeli potom uvode na nova tržišta i dopunjuju inovativnim proizvodima i uslugama. Ako se dobro sprovede, prihodi mogu daleko premašiti one od velikih transakcija
- ✓ Investitor će, međutim, biti veoma razočaran ukoliko vjeruje da će za uspjeh u tome biti potrebno samo pametno donošenje poslova, praćeno prenosom odgovornosti na obične administratore.



# Zbog čega se sprovodi detaljna analiza?

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



# Šta je detaljna analiza sa strane prodavca?

- ✓ Prodavac kritički gleda na svoj finansijski položaj i procjenjuje mogućnosti i rizike sa kojima je preduzeće suočeno prije nego što potraži investitora;
- ✓ Područja fokusa detaljne analize sa strane prodavca će odražavati ciljeve detaljne analize sa strane kupca;
- ✓ Obično uključuje analizu istorijskih prihoda, vjerodostojnost prognoze, potrebe za obrtnim kapitalom, poreske rizike, ključne klijente, dobavljače i ostale odnose;
- ✓ Detaljna analiza sa strane prodavca se sprovodi rano u procesu ulaganja; detaljna analiza sa strane kupca je jedan od poslednjih koraka investicionog procesa;
- ✓ Izvještaj detaljne analize sa strane prodavca može biti dostavljen potencijalnim investitorima kako bi im pomogao u razumijevanju i kako bi obezbijedio mapu puta za efikasnu detaljnu analizu sa strane kupca.



## Signal tržištu

✓ Sprovođenje detaljne analize sa strane prodavca šalje signal da je preduzeće ozbiljno o procesu i da želi da bude transparentno;

✓ Detaljna analize sa strane prodavca može znatno smanjiti vrijeme i troškove detaljne analize od strane investitora;

✓ Detaljna analize sa strane prodavca će omogućiti savjetniku da izađe na tržište sa više entuzijazma i povjernja da će se posao realizovati.



# Kako fondovi privatnog kapitala pristupaju strukturisanju dogovora

*ne plašite se da zakomplikujete stvari*

- ✓ Investicija je partnerstvo, nije transakcija. Mora biti “win-win” rješenje i održivo.
- ✓ Žele implementirati neograničenu fleksibilnost u strukturiranju što mnoge druge vrste investitora ne mogu učiniti;
- ✓ Gledaju da usklade ekonomske interese menadžmenta sa svojim interesima;
- ✓ Mogućnost korišćenja prilagođenih finansijskih instrumenata i/ili više od jednog instrumenta;
- ✓ Gledaju da maksimalno iskoriste uticaj svog uloga;
- ✓ Struktura uzima u obzor različite ishode scenarija – nabolje i najgore



# Glavne prepreke u postizanju dogovora *i njihovo ublažavanje*

Vrednovanje	Kontrola	Imidž
Nerealno visoka očekivana cijena od strane prodavca	Prodavac neće prepustiti kontrolu	Prodavac zabrinut zbog “gubljenja obraza”
Dogovor može biti strukturisan oko visoke vrijednosti preko ratchet efekta, preferencijalnih akcija, struktura opcija.	Strukturisane za dijeljenje kontrole je ekspertsko znanje investitora privatnog ulaganja, preko mjesta u odboru direktora, prava veta, dvostrukog	Često može biti više pitanje imidža nego suštine, menadžer fonda privatnog kapitala treba da posjeduje kulturnu i emotivnu osjetljivost.
Zabrinutost oko izlaza	Komplikacija u dogovorima	Upitne poslovne prakse
Dogovor može biti strukturisan oko visoke vrijednosti preko ratchet efekta, preferencijalnih akcija, struktura opcija.	Veliki dio vještine privatnog ulaganja je komuniciranje i obrazovanje strana koje su slabije upoznate sa strukturama privatnog ulaganja.	U određenim tržištima, poslovi se obavljaju sa manje transparentnosti. Ključ je u upravljanju tranzicijom u cilju boljeg upravljanja a ne u cilju naglih promjena.

# Zastupanje u bordu

- ✓ Investitor može dobiti mjesta u odboru, proporcionalno sa procentom ulaganja
- ✓ Pored toga mogućnost prava veta
- ✓ U odboru direktora EM članovi se nalaze iz različitih razloga:
  - Predstavljanje interesa dioničara
  - Tehnički eksperti
  - Nagrada za političke usluge
  - Članovi porodice
- ✓ Pitanje predstavnika u odboru direktora kao investitora ili nezavisnog direktora
  - Kao investitor jednostavnija i jasnija uloga, zaštita interesa investitora
  - Nezavisna mogućnost nosi veće znanje, dopire do drugih

# Mehanizmi zaštite & kontrole



# Redosljed dokumentacije





## Lista uslova

- ✓ Takođe poznato kao „glavne tačke ugovora“ ili „pismo o namjeri“
- ✓ Osnovni preliminarni ugovor koji navodi ključne uslove i modus operandi za zaključivanje
- ✓ Obično nije obavezujući osim za klauzule ekskluzivnosti i neodavanja informacija
- ✓ Fond za privatna ulaganja i prodavac koriste listu uslova kako bi bili sigurni da postoji opšti sporazum o uslovima koji je potrebno uključiti u konačnu dokumentaciju
- ✓ Lista uslova omogućava stranama da započnu regulatorno i odobrenje od strane vlade
- ✓ Takođe omogućava pristup drugim pružaocima finansijskih usluga kao što su banke, pružaoci mezanin finansijskih usluga, drugi fondovi privatnog ulaganja, preduzeća za koinvestiranje

# Presudne odlike vlasništva privatnog kapitala

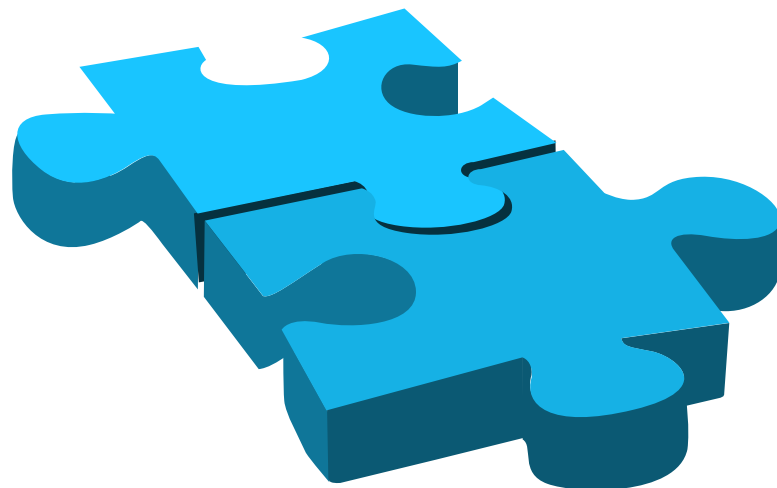
## *i za manjinski i većinski udio*

Koncentracija vlasništva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Veliki blok akcija daje uticaj</li> <li>• Pravo veta i druga prava jačaju uticaj</li> </ul>
Racionalnost vlasništva	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analitička strogost i strateški pristup</li> </ul>
Vlasnička blizina	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Posao akcionara privatnog kapitala je da se uključe</li> <li>• Pristup aktivista u različitom obimu i na različite načine</li> </ul>
Izgradnja vrijednosti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neophodnost kreiranja vrijednost za izlaz iz preduzeća</li> <li>• Pokreće agendu za povećanje vrijednosti preduzeća</li> </ul>
Podsticaji upravljanja	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uskladiti interes menadžmenta sa povećanjem vrijednosti preduzeća</li> <li>• Ohrabriti rukovodstvo srednjeg nivoa</li> </ul>
Akcija i odlučnost	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcija i pored slabosti</li> <li>• Isključivanje ličnih agendi blokira napredak</li> <li>• Niska tolerancija za birokratiju</li> </ul>



# Pristup menadžmenta

- ✓ Vjerovatno će investiranje privatnog kapitala dovesti do revizije računa
- ✓ Moguć izbor novog CFO kao dio transakcije
- ✓ Dvostruka linija izvještavanja of strane CFO prema CEO kao i prema predstavniku privatnog kapitala
- ✓ Velika prava kontrole predstavnika privatnog kapitala



## Ciljevi reklamne brošure (teaser)

- ✓ Mogućnosti se nadmeću za pažnju investitora;
- ✓ Na prvi pogled investitor:
  - i. Utvrđuje gdje leži mogućnost
  - ii. Utvrđuje da li zavrjeđuje dalju pažnju;
- ✓ Ograničena pažnja čitaoca;
- ✓ Uticaj dobro kreirane ali ne previše ušminkane forme i grafike.



# Šta je lift prezentacija?

- ✓ Lift prezentacija se tako zove jer je ideja da biste mogli da prenesete svoju poslovnu ideju ili prezentaciju u vremenu koje je potrebno da se stignete sa liftom od jednog sprata na drugi.
- ✓ Lift prezentacija mora biti jasna i sveobuhvatna i treba da uključi vaš jedinstveni prodajni predlog, ili nešto što vas čini drugačijim.

Pogledajte video



[Šta je „lift prezentacija”](#)

