

FAKULTETA ZA PRAVO IN POSLOVNE VEDE  
UNIVERZITETNI ŠTUDIJSKI PROGRAM POSLOVNE VEDE

JUSTIN LUKA POLIČAR

METODE FINANCIRANJA NAKUPA PODJETJA

DIPLOMSKO DELO

Mentor:izr. prof. dr. Tatjana Horvat

Ljubljana, 2020

*Zahvaljujem se mentorici izr. prof. dr. Tatjani Horvat za strokovno pomoč in dragocene nasvete. Prav tako se zahvaljujem družini ter prijateljem za potrpežljivost in podporo.*

## 1 Seznam uporabljenih kratic in okrajšav

COSME – Competitiveness of small and medium-sized enterprises

COVID-19 – Coronavirus Disease 2019

DSCR – Debt Service Coverage Ratio

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EC – European Commission

EIB – European Investment Bank

EU – European Union

LBO – Leveraged Buyout

LGF – Loan Guarantee Facility

LLC – Limited Liability Company

M&A – Mergers and Acquisitions

PE - Private Equity

SBA – Small Business Administration

SME – Small and Medium-sized Enterprise

ZDA – Združene države Amerike

# Kazalo

1	Seznam uporabljenih kratic in okrajšav	3
2	Uvod	6
3	Dogovor s kupcem	9
3.1	Ocenjevanje vrednosti podjetja	10
3.1.1	Metoda ocenjevanja vrednosti podjetja glede na profitabilnost v prihodnosti (Income Approach)	12
3.1.2	Metoda ocenjevanja vrednosti podjetja glede na vrednosti sredstev v času prodaje (Asset Approach)	13
3.1.3	Metoda ocenjevanja vrednosti podjetja glede na trg (Market Approach)	15
3.1.4	Dobro ime podjetja	16
3.1.5	Skrbni pregled poslovanja	17
3.2	Nakup sredstev ali pravne osebe	18
4	Metode financiranja nakupa	20
4.1	Neformalne institucije	21
4.1.1	Poslovni angeli	22
4.2	Formalne institucije	23
4.3	Kredit	23
4.3.1	Posojilo z balonom	25
4.3.2	Zavarovanje posojila	26
4.3.2.1	Osebna garancija	28
4.3.2.2	Alternativni viri zavarovanja kredita	29
4.4	Financiranje prodajalca	30
4.5	Amortizacija posojila	31
4.6	Pridobivanje kapitala od večih virov	33
4.6.1	Mezzanin kapital	34

5	Primerjava metod ocenjevanja vrednosti podjetja in virov kapitala za nakup	35
5.1	Primerjava metod ocenjevanja vrednosti podjetja	35
5.2	Prednosti in slabosti virov kapitala	37
6	Praktični primeri financiranja nakupa podjetja	41
6.1	Transportation LLC	41
6.2	Hilton Hotels	42
6.3	Priporočila za metode financiranja nakupa podjetja	43
7	Sklep	46
8	Povzetek	47
9	Summary	49
10	Reference	51
11	Seznam prilog	55
12	Izjava o avtorstvu	56

## 2 Uvod

Pogosto smo seznanjeni z informacijo, da v prvih dveh letih petdeset odstotkov novih podjetij propade. Ta številka do petega leta (poslovanja) naraste na osemdeset odstotkov. (Haswell in Holmes 1989, 68)

Če človek želi ustanoviti podjetje, je velika verjetnost, da mu ne bo uspelo ter da bo izgubil veliko časa in denarja, medtem ko poskušajo premagati to verjetnost. Zaradi tega se pa veliko ljudi odloči, da ne bodo investirali svoj čas v vodenje podjetja, kar pa svetu lahko škodi, saj bi bili lahko pri tem zelo dobri.

Bilo bi zelo lepo, če bi se bodoči podjetnik ali pa že obstoječe podjetje lahko izognilo vsemu temu tveganju in imelo dober, delujoč posel že od začetka poslovanja.

K sreči je to mogoče. Namesto, da bi novo podjetje ustvarili iz nič in porabili veliko časa, da bi ga zgradili iz nič, z veliko možnostjo popolnega neuspeha, lahko kupimo podjetje, ki je že uveljavljeno na trgu. Pridobitev že donosnega podjetja in izboljšanje njegove donosnosti je lahko boljši izkoristek podjetnikovega časa. Na drugi strani pa je donosno podjetje zelo dragoceno in zato zelo drago. Precej predrago, da bi ga povprečni državljani Slovenije lahko kupil le s svojimi prihranki.

Ta diplomska naloga se bo osredotočila na načine pridobivanja kapitala za nakup srednje velikega podjetja, ne da bi za transakcijo potrebovali izjemno količino lastnih denarnih sredstev.

V diplomskem delu bodo zbrani podatki iz velikega števila znanstvenih člankov na to temo oziroma na podobne teme, kot tudi iz raznih knjig. Pomagali si bomo tudi z definicijami izrazov, ki so bili zbrani na raznih spletnih straneh.

V tem diplomskem delu najprej podamo informacije, ki se nanašajo na iskanje podjetja, ki ga morda želimo kupiti, nato pa predstavimo negotiacijo (dogovarjanje) s trenutnim lastnikom, ki bo prisotna ob vsakem zelenem prevzemu, ter povzamemo ključne točke, ki se tičejo načina prevzema podjetja, načina financiranja tega prevzema, ter predstavimo metode ocenjevanja vrednosti podjetja, ki ga želimo kupiti.

Sledi jedro naloge, ki je sestavljeno iz nekaj manjših in večjih delov, in v njem podamo več načinov pridobivanja kapitala za nakup podjetja prek formalnih in neformalnih institucij, med njimi opredelimo vrednost investorjev, ki so lahko poslovni angeli ali pa osebni prijatelji, pojasnimo, kako nam lahko pri prevzemu pomaga posojilo pri formalni instituciji, najpogosteje bančni kredit, ter pojasnimo **verjetno stvar**, ki jih bo banka zahtevala za dajanje kredita, to je osebna garancija, da bo dolg poplačan (s strani podjetnika samega ali pa nekoga drugega). Omenimo na kratko še nenavadno vrsto posojila, ki nam ga lahko ponudi banka, če vidi veliko količino tveganja v svojem kreditu. Največ pozornosti diplomska naloga posveti bančnemu kreditu, ker je to najbolj pogost vir kapitala za financiranje nakupov podjetij v Sloveniji.

V jedru naloge tudi predstavimo način, kako lahko podjetnik kupi podjetje brez velikega posojila pri banki ali drugje, ali pa celo brez vsakršnega posojila, le z dogovorom s trenutnim lastnikom podjetja, za primer, ko dobi podjetnik posojilo, ki pa ne zadošča nakupni ceni podjetja, pa omenimo tudi rešitve, ki jih lahko predstavljajo podrejena posojila ter mezzanin kapital, ter povzamemo prednosti in slabosti teh visoko tveganih opcij.

V zaključku diplomskega dela povzamemo ter ovrednotimo rezultate, ki smo jih dobili iz prejšnjih poglavij, in naredimo sliko bolj jasno. Omenimo tudi nekatera nerešena vprašanja, na katera se diplomsko delo ne bo trudilo posebej odgovoriti, ter na te podamo kratke in poenostavljene morebitne odgovore.

Glavno oziroma raziskovalno vprašanje tega diplomskega dela je torej naslednje: kako lahko človek brez velikega premoženja ali izjemne količine denarnih prihrankov kupi majhno ali srednje veliko podjetje?

Cilj diplomskega dela je predstaviti različne možnosti za pridobitev kapitala, ki se uporabljajo vsak dan (kredit, financiranje prodajalca, private equity, mezzanin, financiranje s strani EU, ...), ter nekatere izmed metod zavarovanja teh posojil (osebna, garancija s strani tuje institucije, ...).

Pomembna je tudi informacija, da je večina načinov, v tej diplomski nalogi predstavljenih kot rešitve podjetniku, primernih tudi za podjetja, ki želijo z prevzemom tujega podjetja, morda konkurenta, povečati lastni tržni delež.

Pristop k raziskovanju je analitičen. Uporabljali in citirali bomo skoraj izredno tujo literaturo, predvsem iz ZDA. Kar nekajkrat se bomo uprli na knjige na temo diplomskega dela, predvsem teh od Daniela S. Peña ter od Verne A. Bunna, ki obe govorita neposredno o tej temi. Podrobno bomo analizirali informacije iz teh knjig, jih povezali z ugotovitvami drugih preiskav ter vse skupaj nato združili v tej diplomski nalogi.



### 3 Dogovor s kupcem

Seveda je prvi korak pri nakupu podjetja ugotoviti, katero podjetje bi bilo najboljše kupiti, ga najti in se začeti pogovarjati z lastnikom. Redek je lastnik podjetja, ki še nikoli ni pomislil o prodaji, še posebej med starejšimi lastniki, ki se želijo upokojiti. (Peña 2009)

Pri prodaji in nakupu podjetja imata prodajalec in kupec nekaj skupnih in nekaj drugačnih ciljev.

Prodajalec hoče podjetje prodati po najvišji možni ceni, biti plačan čim več takoj, pridobiti ugodno davčno obravnavo ter prekiniti vezi s dobavitelji in prodajalci (kar se tiče terjatev in dolgov). (Bunn 1969)

Na drugi strani je v interesu kupca kupiti podjetje po ceni, kjer se mu bo denar povrnil po nekaj letih in bo lahko brez posebnih težav odplačeval obročna plačila banki. Hotel bo ugodne plačilne pogoje ter tudi zavarovanje za potencialne probleme in neugodnosti, ki mu niso bili razkriti pred prodajo.

Zato bo hotel čim manj plačati ob prodaji ter želel namesto tega plačati prodajalca po obrokih po daljšem časovnem obdobju.

Končni dogovor bo sprejet po negociaciji, ki bo influencirana od količine moči, ki jih imata prodajalec oziroma kupec. (Bunn 1969) Namreč, če je veliko drugih podjetij naprodaj v sektorju, ima kupec lahko več moči kot prodajalec, če so vstopne ovire v trg majhne, in bi lahko kupec zlahka ustvaril svoje podjetje, namesto da bi kupil obstoječega; če je prodajalec star in ne bo več mogel delati tako dolgo, da bi se pojavil še en kupec, in bi se lahko upokojil, ima spet nekaj več moči kupec.

Če pa ima prodajalec monopol ali pa je blizu temu nad nišo svojega podjetja ter če ima kakšen patent, ima prodajalec veliko moči nad potencialnimi kupci, saj bi bilo težko ukrasti tržni delež takemu podjetju. Cena prodaje bo zato skoraj zagotovo višja, kot bi bila sicer, saj je podjetje več vredno.

Prodajalec ter kupec podjetja se morata tudi dogovoriti, na kakšen način bo financiran nakup podjetja s strani kupca. Zelo pogosto se poleg enkratnega plačila s pomočjo kredita

pogosto vsaj za delež nakupne cene kupec in prodajalec dogovorita za financiranje nakupa prek daljšega časovnega obdobja oziroma plačila po obrokih, pogosto s pogodbo o financiranju prodajalca.

### 3.1 Ocenjevanje vrednosti podjetja

Pri nakupu oziroma prodaji podjetja je ena najbolj pomembnih stvari vsem vpletenim dobiti dobro ceno. (Akers in Sildon 2002)

Kot pravi Hayes v svojem članku iz leta 2020 z naslovom »What is a business valuation?«, je ocenjevanje vrednosti podjetja proces, namenjen ugotovitvi celotne vrednosti podjetja. Oceno vrednosti podjetja se lahko uporabi za več stvari, morda za povečanje prodaj, za pridružitve partnerja v lastniško strukturo podjetja, pri obdavčenju podjetja ali pa celo pri procesu ločitve dveh posameznikov iz zakonske zveze. Lastniki podjetij bodo za oceno vrednosti podjetja pogosto šli k specialistom v tem sektorju za objektivno oceno vrednosti njihovega podjetja.<sup>1</sup>

Kljub temu je lahko dokaj enostavno približno izračunati vrednost podjetja. Za pomoč s tem obstaja veliko matematičnih formul, med njimi naslednja:

$$\text{Vrednost podjetja} = \text{Vrednost vseh deležev lastništva} + \text{Krediti} - \text{Denar}$$

Kot ponazarja ta formula, ki je le ena, bolj enostavna, izmed mnogih, je vrednost podjetja sestavljena iz večih delov. Največji od teh je vrednost vseh deležev lastništva v podjetju

---

<sup>1</sup> Hayes, 2020: A business valuation is a general process of determining the economic value of a whole business or company unit. Business valuation can be used to determine the fair value of a business for a variety of reasons, including sale value, establishing partner ownership, taxation, and even divorce proceedings. Owners will often turn to professional business evaluators for an objective estimate of the value of the business.

ter predstavlja glavni strošek potencialnemu kupcu, istočasno pa je ravno to to, kar si želi potencialni kupec podjetja. Vrednosti lastništva se pogosto doda oziroma odšteje vrednost kreditov, ki ga ima podjetje v lasti, razen če si želi kupec podjetja pridobiti tudi dolgove, ki jih je podjetje pridobilo pred njegovim nakupom slednjega.

V formuli je omenjeno, da pri ocenjevanju vrednosti podjetja odštejemo denar, ki ga ima to podjetje v lasti. To se stori zato, ker ta denar vpliva na vrednost podjetja, saj je potreben za njegovo delovanje, ampak bi potencialnemu kupcu podjetja bilo samo dodatno nepotrebno breme kupiti tudi denar, ki ga podjetje ima, še posebej, če bi moral to storiti s posojilom, ki vključuje obresti, kar pa bi bilo zelo verjetno.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja je zelo pomembna likvidnost, (Pratt in Niculita 2000, 45) ter je pomembno upoštevati mnogo dejavnikov, ki vplivajo na ceno podjetja. V preteklosti je bilo ugotovljeno, da se nekatera podjetja, katerih delnice se javno prodajajo na borzi, prodajo po višjih cenah kot pa deleži lastništva drugih »zasebnih« podjetij. (Schargodksy 2003, 32–60)

Obstaja veliko postopkov, vključenih v proces, vendar pa obstajata dve zelo osnovni metodi ocenjevanja vrednosti podjetja, (Bunn 1969) ki si ju bomo podrobneje ogledali v tem poglavju.

Prva metoda gleda na potencial prihodkov in donosnost kapitala v prihodnosti.

Ta metoda je zelo cenjena s strani kupcev in prodajalcev, ker obe strani prisili v vpogled v donosnost potencialne naložbe.

Druga metoda je glede na ocenjeno vrednost sredstev podjetja ob času prodaje.

Profitabilnost podjetja v prihodnosti ni izjemnega pomena v tej metodi, gleda se samo na trenutno vrednost sredstev, ki jih ima podjetje v lasti. To vključuje vsa sredstva, ki jih ima podjetje v bilanci stanja in izven nje, v kolikor se prodajalec podjetja ter kupec tega ne dogovorita drugače.

Ta metoda je bolj pogosto uporabljena kot prva, ne zato ker je boljša, ampak ker jo je lažje izpeljati. (Bunn 1969)

Projekcije poslovanja podjetja v prihodnosti niso najlažje za narediti, medtem ko je dokaj enostavno oceniti trenutno vrednost sredstev.

Poleg teh dveh metod obstaja tudi še ena, ki gleda na trg kot celoto, da pride do vrednosti posameznega podjetja, ki obstaja v njem. Gleda na podjetja na trgu, v katerem podjetje deluje, ter zbira podatke o temu podobnih podjetjih, ki so se v nedavni preteklosti prodala, na borzi ali izven nje, ter tako oceni vrednost podjetju, ki **jim jih** primerljivo. Ta je tako imenovana metoda »tržnega pristopa«. (Tebay et al. 2008)

Pri nekaj metodah ocenjevanja vrednosti podjetja, bolj kot pri drugih, je pomemben sestavni faktor ocene vrednosti podjetja dobrega oziroma slabega imena podjetja. To vključi v ceno podjetja tudi stvari, ki so težje (ampak mogoče) predstavljene v bilanci stanja podjetja, kot so njen prestiž, ugled na trgu, dober odnos z banko, ...

### 3.1.1 Metoda ocenjevanja vrednosti podjetja glede na profitabilnost v prihodnosti (Income Approach)

Najbolj pomemben faktor v vpogledu prihodnje donosnosti podjetja so prihodki iz prodaje.

Pri ocenjevanju prihodnjih prodaj si močno pomagamo s podatki o prodajah v preteklosti. Pri tem upoštevamo tudi trend rasti oziroma padanja prodaj (podjetje, ki mu prodaje iz leta v leto rastejo, je več vredno kot podjetje, ki mu prodaje padajo).

Nastane vprašanje: za koliko časa v prihodnost lahko ocenjujemo prodaje?

En način je, da se vprašamo, v koliko letih hočemo, da se nam investicija povrne.

Če je ocenjena donosnost podjetja 20 odstotkov, bi lahko pričakovali, da bi si povrnili investirani denar v petih letih. Zato bi bilo logično, da bi načrtovali prihodke iz prodaje ter dobiček podjetja za vsaj naslednjih pet let. (Bunn 1969)

Najbolj enostavna metoda za ocenjevanje prihodkov iz prodaj v prihodnosti je, da zberemo podatke prihodkov iz prodaj iz čim več preteklih let ter privzamemo, da se bo povečanje oziroma zmanjšanje prihodkov iz prodaj nadaljevalo v prihodnosti.

Kot primer privzamemo, da podjetju že vsako leto za pet let rastejo prihodki od prodaje za 5 odstotkov. Lahko verjamemo, da bodo še naslednja leta prihodki od prodaje zrasli za 5 odstotkov.

Problem je ta, da z vsakim letom prihodnosti naše trenutne napovedi postanejo bolj in bolj negotove (ker se okolje spreminja).

Glede na to, da se okolje spreminja, lahko privzamemo, da obstajajo za podjetje boljši in slabši časi.

Zato ob trenutku prodaje lahko dobi kupec večjo ali manjšo ceno glede na to, kako tvegana je njegova naložba ob tem trenutku.

Težko je določiti najboljši čas za nakup podjetja.

Vsaki nekaj let oziroma desetletij se pojavi finančna kriza, in med časi, ko je prihodnost podjetij bolj negotova, se prodajajo po nekoliko drugačnih cenah. (Beltratti in Paladino 2013, 5394–5405)

V časih krize je prihodnost podjetij negotova, zato se bodo cene slednjih spustile. Vendar je pa tveganje takrat večje, saj mnogo podjetij ne preživi. Še posebej manjša podjetja so močno občutljiva na spremembe v zunanjem okolju.

Na drugi strani, ko ni krize, so cene podjetij višje, ker je okolje boljše za poslovanje (za večino podjetij) in je njihovo preživetje bolj gotovo.

Priporočljivo je, da si kupec pridobi od prodajalca tudi informacije o predvidenem dobičku podjetja, vsaj za naslednje poslovno leto. Tako lahko kupec po tem naredi lastne ocene prodaj, stroškov in profita podjetja, vsaj za naslednje leto, s pomočjo izkazov poslovnega izida v preteklosti.

### 3.1.2 Metoda ocenjevanja vrednosti podjetja glede na vrednosti sredstev v času prodaje (Asset Approach)

Večina podjetij se proda tako, da se gleda vrednost sredstev, ki jih ima podjetje ob času prodaje (minus obveznosti). (Bunn 1969)

Tebay et al., 2008, poglavje 6, 1–18, enostavno opredeli pristop ocenjevanja vrednosti podjetja glede na sredstva tako:

Za vsak pristop, ki temelji na sredstvih, je značilen vpogled v gospodarsko vrednost opredmetenih in neopredmetenih, bilančnih in izvenbilančnih sredstev, ki jih ima podjetje, odštetim za njegove še ne poravnane dolgove.<sup>2</sup>

Ta pristop ni priporočljiv, vendar se uporablja pogosto, kot že rečeno, ker je z njim zelo enostavno izračunati približno vrednost podjetja.

Če se ta pristop uporabi, je močno priporočljivo, da se ugotovi, točno katera sredstva so naprodaj. Ponavadi ima prodajalec določena sredstva v podjetju, ki si jih želi obdržati (že plačana zavarovanja, nekaj osebnih stvari, ...)

V prodaji podjetja se ponavadi tudi ne kupi terjatev ali kapitala podjetja (ker bi to brez potrebe povišalo ceno nabave podjetja). V primeru, da se proda tudi terjatve, lahko prodajalec podjetja tudi garantira kupcu, da bodo poplačane in mu s tem zmanjša nivo tveganja.

Ponavadi se poleg bolj trajnih sredstev podjetja, kot so nepremičnine, stroji in podobno, prodajo tudi zaloge in dobro ime podjetja. Za ocenjevanje vrednosti zalog je več metod, ponavadi se pa upoštevajo cene zadnjega nakupa in trenutno vrednost zalog na trgu. Obstaja pa tudi več drugih sredstev podjetja, ki se jih pri tej metodi žal ne upošteva.

Kot pravi Tebay et al., 2008, poglavje 6, 2–3, ima koncept znatne pomanjkljivosti. Čeprav računovodski standardi ne zavračajo te metode ocenjevanja vrednosti podjetja, je splošno znano dejstvo to, da se večino sredstev pri uporabi te metode podcenjuje, medtem ko se drugih sploh ne upošteva.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Tebay et al., 2008, poglavje 6, 1–18: Any asset-based approach involves an analysis of the economic worth of a company's tangible and intangible, recorded and unrecorded assets in excess of its outstanding liabilities.

<sup>3</sup> Tebay et al., 2008, poglavje 6, 2–3: While the concept is acceptable to most analysts, most agree that the method has serious flaws. Under generally accepted accounting principles (GAAP), most assets are recorded at historical cost minus, when appropriate, accumulated depreciation or cumulative impairments. /.../ Finally, GAAP does not permit the recognition of numerous and frequently valuable assets such as

### 3.1.3 Metoda ocenjevanja vrednosti podjetja glede na trg (Market Approach)

Tretji način ocenjevanja vrednosti podjetja je glede na trg, v katerem podjetje deluje. To pomeni, da gledamo pri tem pristopu predvsem druga, podobna podjetja, ki so se v preteklosti že prodala po cenah, ki so podjetju, ki ga podjetnik želi kupiti, primerljive. (Tebay et al. 2008, 12–18)

Kot pravi Tebay et al., 2008, 12–18, je ideja za to metodo ta, da se lahko ugotovi vrednost podjetja s pomočjo pogleda na primerljiva podjetja, za katera so znane vrednosti.<sup>4</sup>

Ta pristop se še posebno veliko uporablja pri ocenjevanju vrednosti nepremičnin, (Tebay et al. 2008, 12–18) se pa seveda uporablja tudi pri ocenjevanju vrednosti podjetij, za razliko od delovanja tega pristopa pri ocenjevanju vrednosti nepremičnin je pa lahko težko najti veliko število podjetju, ki ga nekdo želi kupiti, primerljivih podjetij, ki so se prodala v nedavni preteklosti.

Glavna naloga pri opravljanju takšnega pregleda trga je, da najdemo podjetju, ki mu želimo oceniti vrednost, zares primerljiva podjetja iz vidika strukture in operacij. (Bernstrom 2014)

Enostavna napaka, ki jo ocenjevalec vrednosti podjetja lahko naredi, je, da gleda samo na posamezen vidik podjetja, ki je drugemu primerljiv, ter prezre druge lastnosti podjetja, ki so lahko boljše ali slabše delujoče, ter zaradi tega spreminjajo dejansko vrednost podjetja. Da pa ocenjevalec pregleda in analizira vse vidike podjetja, je lahko zelo časovno

---

internally developed trademarks, trade names, logos, patents and goodwill. Thus, balance sheets prepared under GAAP make no attempt to either include or correctly measure the value of many assets. Thus, by definition, owners' equity will not normally yield a valid measure of the value of the company.

<sup>4</sup> Tebay et al., 2008, poglavje 6, 2–3: The idea behind the market approach is that the value of a business can be determined by reference to reasonably comparable guideline companies (“comps”) for which transaction values are known.

zamudno ter zaradi tega drago, poleg tega pa obstaja tudi problem verodostojnosti podatkov, ki jih pridobi ocenjevalec.<sup>5</sup>

### 3.1.4 Dobro ime podjetja

Vrednost podjetja na papirju pogosti ni edini faktor, ki ga mora podjetnik upoštevati pri ocenjevanju njegove cene. Poleg sredstev in količine prodanega blaga, ki ga ima podjetje, se ponavadi tudi poskuša predložiti podjetju tudi dodatek na ceno za ugled, ki si ga je v preteklosti priborilo v industriji.

Dobro ime podjetja je sposobnost podjetja doseči nadpovprečne rezultate zaradi faktorjev, kot so dober izgled podjetja v javnosti, sposobnosti delavcev, odlična lokacija, ...

Marshall Hargrave v svojem članku iz leta 2020 definira dobro ime tako:

Dobro ime je neopredmeteno sredstvo, ki ji povezano z nakupom nekega podjetja. Dobro ime je tisto, kar nakupno ceno dvigne nad ceno vseh sredstev podjetja. Predstavlja vrednost ugledne znamke, solidne baze kupce, dobrih odnosov s kupci in zaposlenimi ...<sup>6</sup>

Vrednost dobrega imena se ocenjuje prav tako kot druga sredstva podjetja. (McCarthy in Schneider 1995, 69–81) Podjetja, ki imajo zelo dobro znane znamke, na primer ogromno ameriško podjetje Coca Cola, imajo pogosto veliko vrednost dobrega imena, saj je pri ocenjevanju vrednosti podjetja treba upoštevati tudi vrednost teh znamk.

---

<sup>5</sup> Tebay et al., 2008, poglavje 6, 12–18: Reliability of the transaction data is questionable. Great strides have been made in improving the accuracy, completeness, and depth of the data reported by various subscription services. However, particularly with private company transactions, the analyst would do well to use such data with caution.

<sup>6</sup> Marshall Hargrave, 2020: Goodwill is an intangible asset that is associated with the purchase of one company by another. Specifically, goodwill is the portion of the purchase price that is higher than the sum of the net fair value of all of the assets purchased in the acquisition and the liabilities assumed in the process. The value of a company's brand name, solid customer base, good customer relations, good employee relations, and proprietary technology represent some reasons why goodwill exists.



Tako lahko dobro ime podjetja dvigne ceno potencialnim kupcem, če izgleda prihodnost podjetja dobra. Če pa podjetju ne kaže dobro v prihodnosti, če se ne kaže dobro v javnosti, ima finančne težave ali nima dobrih odnosov z delavci ali kupci, se pa nasprotno z dobrim imenom lahko podjetje sreča s slabim imenom.

Dobro poznana definicija slabega imena podjetja je naslednja, s strani Kenton, 2018:

Slabo ime oziroma negativno dobro ime se pojavi, ko podjetje kupi sredstva za manj, kot je njihova vrednost, tipično, kadar podjetje kupi podjetje za manj, kot je njegova knjižna vrednost, kar pa se lahko zgodi, ko je njegova prihodnost negotova.<sup>7</sup>

### 3.1.5 Skrbni pregled poslovanja

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja je za kupca zelo pomembno opraviti skrbni pregled poslovanja, drugače imenovano »due diligence«.

Pri tem podjetnik pregleda, če so vsi podatki, ki jih je izvedel o podjetju, ki ga želi kupiti, resnični, če se je prodajalec podjetja kje morda zmotil ali pa celo zlagal.

Enostavna definicija tega pregleda je naslednja, s strani Chen, 2020:

Skrbni pregled poslovanja je pregled, ki se opravi, da se preveri dejstva nekega načrta. V finančnem svetu to zahteva pregled finančnih podatkov pred transakcijami.<sup>8</sup>

Ta pregled za podjetnika ni zakonsko obvezen in veliko podjetnikov zanemarja ta proces, češ da je nepotreben. Neuspehi M&A (Mergers and Acquisitions) so pogosto povzročeni zaradi slabih sinergij, nekompatibilnih poslovnih kultur in neučinkovitih strategij, (Perry et al. 2004) ki bi se jih lahko številni kupci podjetja izognili, če bi bolj podrobno

---

<sup>7</sup> Kenton, 2018: Badwill is also known as negative goodwill, and it occurs when a company purchases an asset at less than net fair market value. Typically, badwill occurs when one company purchases another at a price that is below its book value. This may happen if the outlook for the company is particularly bleak.

<sup>8</sup> Chen, 2020: Due diligence is an investigation, audit, or review performed to confirm the facts of a matter under consideration. In the financial world, due diligence requires an examination of financial records before entering into a proposed transaction with another party.

pregledali podjetja pred njihovim prevzemom. Veliko prevzemov je pa neuspešnih ne zato, ker podjetje ali posameznik ne opravi skrbnega pregleda poslovanja, temveč zato, ker ga ne opravijo dobro. (Perry et al. 2004)

Pregled podjetja lahko razdelimo na dva vidika, mehki pregled in trdi pregled.

Pri mehkem pregledu podjetja se osredotočimo na kulturo podjetja, na zveze med zaposlenimi ter druge človeške elemente, medtem ko pri trdem pregledu gledamo predvsem računovodske in pravne vidike podjetja, kot so strukture sredstev in dolžnosti.

Pri večjih prevzemih trdi delež pregleda opravljajo predvsem računovodje in odvetniki ter se osredotočajo predvsem na EBITDA, staranje sredstev in na denarni tok podjetja. (Chen 2020)

Opravljanje mehkega dela pregleda ni tako jasno določeno kot trdi delež pregleda, ponavadi se pa osredotoča ta del pregleda podjetja na to, kako dobro se bodo delavci novo kupljenega podjetja integrirali v obstoječo korporacijo. (Chen 2020)

Ni pa to edini vidik mehkega dela pregleda, ta se osredotoča ne le na delavce v podjetju, temveč tudi na kupce podjetja. Kot pravi Chen, 2020, se lahko mehki del pregleda tudi osredotoči na kupce podjetja. Tudi če se zaposleni nekega podjetja strinjajo s spremembami, ki se bodo zgodile ob prevzemu njihovega delodajalca, je možno, da bodo nekateri kupci podjetja nezadovoljni s spremembami.<sup>9</sup>

### 3.2 Nakup sredstev ali pravne osebe

Pri prodaji podjetja se lahko prodajalec in kupec dogovorita o prodaji sredstev podjetja (oprema, licence, seznam strank, zaloge,...), ne pa pravne osebe. V tem primeru prodajalec obdrži kapital podjetja, tako kot tudi njegove kratkoročne in dolgoročne

---

<sup>9</sup> Chen, 2020: Soft due diligence can also concern itself with the target company's customers. Even if the target employees accept the cultural and operational shifts from the takeover, the target customers and clients may well resent a change in service, products, or procedures.

obveznosti. Kupec torej prevzame le sredstva, ne pa obveznosti podjetja, zato je takšna transakcija zanj bolj privlačna.

V drugem primeru lahko kupec kupi pravno osebo (podjetje). Ta način je bolj enostaven kot nakup sredstev, kupec postane novi lastnik podjetja ter podjetje obdrži svoja sredstva in obveznosti. V primeru nakupa podjetja kot pravne osebe je za kupca izredno pomembno, da pozna vse obveznosti, ki jih podjetje ima, preden se opravi transakcija, drugače lahko kupi podjetje za veliko več, kot je v resnici vredno, na primer če ne ve za vse dolgove, ki jih podjetje ima.

Večja podjetja, ki želijo odkupiti manjša, bolj pogosto raje kupijo sama podjetja oziroma pravne osebe, (Männistö 2019) medtem ko manjša podjetja oziroma fizične osebe ponavadi raje kupijo le sredstva pravne osebe, ne pa pravno osebo samo.

## 4 Metode financiranja nakupa

Potencialni kupec podjetja ima na voljo dve osnovni opciji: plačati z lastnim kapitalom, to je s svojim denarjem, vrednostnimi papirji ali drugimi stvarmi, ki si jih je skozi čas prihranil ali pa si kapital izposoditi.

Prva metoda, financiranje nakupa podjetja z lastnim kapitalom, je zelo enostavna, kupec preprosto plača prodajalcu nekaj denarja, fizično ali v elektronski obliki, v zameno za podjetje. Tej metodi se ponavadi reče metoda »lastniškega kapitala«. (Bunn 1969)

V tej metodi denar za transakcijo lahko pride od ene osebe ali pa od večih, viri kapitala so pa ponavadi prihranki na tekočih transakcijskih računih. (Bunn 1969) Lahko je vir kapitala tudi prodaja osebnega premoženja, na primer avto, nepremičnine, delnice, obveznice, življenjsko zavarovanje, ...

Glavno vprašanje pri uporabi te metode je: ali kupec oziroma kupci hočejo imeti **podjetje** več, kot hočejo obdržati stvari, ki jih bodo morali zanj prodati?

Enako pomembno vprašanje je to, koliko naj kupec investira v to podjetje iz lastnega kapitala in koliko denarja naj si izposodi.

Dobro vprašanje je tudi, koliko si kupec lahko privošči izposoditi. Odgovor se nanaša na njegovo sposobnost v prihodnosti za odplačevanje obresti. Če si kupec podjetja izposodi preveč denarja, po vsej verjetnosti od večjega števila virov, se lahko znajde v težavah, ker mu dobiček od kupljenega podjetja ne bo mogel pokriti vseh obresti izposojenega denarja.

Sicer je pa bolj pogosto težava, da si kupec izposodi premalo denarja, in sicer le toliko, da si kupi podjetje, in mu zaradi tega zmanjka kapitala za delovanje podjetja. Takim težavam se lahko kupec izogne, tako da načrtuje stroške podjetja za nekaj mesecev v prihodnosti s pomočjo informacij o stroških v preteklosti. Tako lahko ugotovi, koliko kapitala bo podjetje potrebovalo za lastno delovanje in si priskrbi večji kredit, kot ga potrebuje le za financiranje nakupa.

V osnovi, več kot kupec sam investira, večjo verjetnost ima, da si bo lahko za vsaj delež cene podjetja sposodil kapital drugje, (Bunn 1969) kar mu bo omogočilo več denarja na tekočem računu, ki ga bo lahko vlil v podjetje za samo poslovanje.

Kako velik delež cene podjetja si kupec financira z lastnimi sredstvi, se odloči kupec sam, če pa morda noče prodati osebnega premoženja ali ga preprosto nima veliko, si bo pa moral za nakup podjetja denar izposoditi.

Tej metodi financiranja nakupa se pogosto pravi metoda »dolžniškega kapitala«. (Bunn 1969)

V večini primerov si bo kupec moral vsaj nekaj kapitala za nakup podjetja izposoditi bodisi pri formalnih (banka, država, PE firme, evropska sredstva, ...) ali neformalnih (prijatelji, znanci, investitorji, prodajalec sam, ...) institucijah. Teh institucij je več; vsaka ima svoje prednosti in slabosti.

*Tabela 1: Pregled najbolj uporabljenih formalnih in neformalnih institucij.*

Neformalne institucije	Formalne institucije
Družina in prijatelji	Komercialne in državne banke
Poslovni angeli	Posojevalci mezzanin
Lastnik podjetja	Zasebne kapitalske družbe (firme PE)

#### 4.1 Neformalne institucije

Kje si kupec podjetja izposodi denar za nakup, je odvisno od njega, pri tem je pa treba gledati na več dejavnikov, med njimi stopnja tveganja nakupa podjetja, relativna bližina kupca podjetja s svojimi svojci ter zanimanje bank za sektor, v katerem je podjetje, za katerega se je odločil kupec.

Banke bodo zahtevale obresti na svoja posojila ter bodo za ta posojila zahtevale zavarovanje, ponavadi z osebno garancijo ene ali več oseb, medtem ko pri izposoji

denarja pri družini oziroma prijateljih pogosto ne bo treba plačevati obresti. (Bathala et al. 2004, 29–52)

Še ena prednost izposoje denarja pri članih družine je, da nekateri izmed njih ne bodo želeli dobiti svojega denarja nazaj tako hitro, kot bi to želela formalna institucija, kot je banka, (Bathala et al. 2004, 29–52) na drugi strani je pa dolg denarja lahko velik vir preprirov. Na primer, če podjetje ni uspešno in ga podjetnik mora zapreti, se zna zgoditi, da denarja ne bo mogel vrniti, to pa lahko vodi tudi do preteprov.

#### 4.1.1 Poslovni angeli

Družine in prijatelji niso edine neformalne institucije, od koder lahko podjetnik pridobi kapital za nakup podjetja. Na voljo podjetnikom so tudi razni investitorji, tako poimenovani »poslovni angeli«, ki vedno iščejo dobre naložbe za svoj denar, in če jih podjetnik lahko prepriča, da vložijo lasten kapital v podjetje, ki ga hoče kupiti, lahko tako na hiter in imeniten način pridobi velik delež financiranja za nakup, s tem pa ponavadi tudi dolgoročno ali kratkoročno sodelovanje investitorja.

Od poslovnih angelov je pa vendarle težje dobiti kapital kot pa od prijateljev, saj iščejo samo način ustvarjanja dobička s svojim premoženjem. Zaradi tega je za prepričanje poslovnih angelov lahko izjemnega pomena poslovni načrt, izkušnje v sektorju podjetja in tržne raziskave.

Poslovni angeli za razliko od firm PE pogosto financirajo tudi manjša podjetja v začetnih fazah, (DeGennaro 2012, 392–423) pogosto vlagajo tudi v startupe.

Poslovni angeli pa imajo značilnost, da ponudijo kupcu podjetja namesto kredita svoj kapital v zameno za delno lastništvo v podjetju, ki ga ta želi kupiti. S tem se kupcu podjetja zmanjša finančna obremenitev, za katero mora najti kapital, saj bo določen delež kupil nekdo drug, poslovni angel. Pri taki pogodbi dobi kupec podjetja poslovnega partnerja, ki ima veliko kapitala na voljo za rast podjetja, če ta vidi, da ima veliko potenciala. Pri taki pogodbi kupcu podjetja ne bo treba plačevati poslovnemu angelu

obresti, saj mu ta ni dal posojila, ker bo pa imel v lasti delež podjetja, mu bo pa v prihodnosti pripadal določen delež dobička.

## 4.2 Formalne institucije

Poslovne banke so že dolgo nekatere največjih posojevalcev denarja tako za financiranje nakupa avta ali hiše kot tudi za financiranje nakupa podjetja.

Banke so že dolgo znane po tem, da so sposobne financirati podjetnike pri nakupu že uveljavljenih podjetij, če vidijo veliko verjetnost, da bo kreditojemalec lahko denar vrnil.

Vendar pa banke niso edine formalne institucije, od koder lahko podjetnik pridobi denar za financiranje nakupa podjetja. Na voljo so mu tudi firme PE in pa tudi raznorazni javni instituti, kot je Evropska unija.

Zasebne kapitalske družbe (firme PE) ponavadi ne bodo vložile denarja v manjša ali volatilna podjetja, bolj pogosto pa vlagajo v večja podjetja s potencialom za dolgoročno rast. (Osborne et al. 2012, 361–389)

Tudi Evropska unija lahko ponudi posojila sama, zelo pogosto pa tudi ponuja zavarovanje za posojila pri banki, ki tem lahko dajo močno spodbudo za dodelitev večjega kredita ali pa celo možnost nižje obrestne mere.

## 4.3 Kredit

Medtem ko imajo nekateri prihranjenega dovolj kapitala, da lahko kupijo podjetje brez posebnih finančnih zadržkov, ostalim preostane le še možnost izposoje denarja, da lahko financirajo svoj nakup podjetja. Sposodi se lahko denar od mnogih oseb in/ali institucij, glavni posojevalci so pa še vedno brez dvoma državne in poslovne banke. Šest od desetih poslovnih podvigov se financira s pomočjo banke. (Peña 2009) Ta metoda financiranja

ne potrebuje velike količine lastnega kapitala, le vračanje izposojenega denarja z vnaprej določenimi obrestmi in ponavadi z zavarovanjem, ki lahko (in ponavadi) vključuje osebno garancijo.

Količino denarja, ki ga banka lahko posodi, je sorazmerna s količino zavarovanja, ki ga banka lahko pridobi za kredit, odvisna je od odnosa, ki ga potencialni kreditojemalec že ima z banko, ter od tega, kako velika je verjetnost, da bo kreditojemalec lahko vračal denar brez zamude.

Kot zavarovanje kreditojemalec lahko ponudi banki svoje osebno premoženje, življenjsko zavarovanje, delnice, obveznice, hipoteko na nepremičnine in tako dalje. (Bunn 1969)

Alternativno si lahko poišče zavarovanje za svoj kredit pri lastnini tretje osebe, bodisi pri fizični ali pravni osebi.

Banka lahko posodi denar tudi na več načinov in z drugačnimi obrestnimi merami.

Nekateri krediti so seveda bolj ugodni kot drugi, kakšnega lahko kupec podjetja dobi, ni odvisno le od kreditojemalca samega, temveč tudi od politike banke in od drugih faktorjev, s katerimi se sooča, na primer bližanje finančne krize, količine ne že posojenega kapitala in tudi dobre volje samih bankirjev.

Zelo pomembno je, še posebej za manjša podjetja, imeti dobre odnose z bankami, saj to lahko pripomore k prejetju nižjih obrestnih mer, kot je navadno.

Vedno bolj pomemben postaja odnos, ki ga ima podjetje oziroma podjetnik s svojo banko. Te vedno več posojajo po bolj ugodnih pogojih podjetjem, s katerimi imajo daljšo poslovno razmerje. Vedno bolj močno postaja tako imenovano "relationship lending" (posojanje glede na odnos), v katerem banke gledajo pri potencialnih kreditjemalcih ne samo »trdne« informacije, ki prihajajo iz finančnih izkazov in poslovnih poročil, temveč se upoštevajo neformalne, »mehke« informacije, ki imajo, čeprav se veliko težje merijo, vedno večji vpliv na izdajanje kreditov manjšim podjetjem.

Posojanje glede na razmerja vedno bolj omogoča informacijsko šibkim, majhnim podjetjem brez močnih finančnih razmerij ali zavarovanja z velikim premoženjem pridobitev bančnega financiranja z nadomeščanjem trdnih informacij z mehкими, ki se jih pridobi skozi čas, v katerem ima podjetje odnos z banko. (Berger et al. 2002)



V navadnih časih privatne banke posojajo več denarja kot pa javne. Raziskave so našle, da privatne banke, še posebej tuje, (Brei in Schclarek 2013, 820–830) posojajo manj v času finančnih kriz. Na drugi strani pa domače, javne banke ravno takrat posojajo več, delno zaradi novih zakonov, ki so takrat vzpostavljeni za olajšavo finančne krize same. (Allen et al. 2017, 494–515)

Ko je investicija banke bolj tvegana, bo banka poskusila to investicijo zavarovati na kar se da veliko načinov. Lahko ponudi posojilo z balonom, zahteva osebno garancijo (ne nujno od kreditojemalca, lahko tudi od druge fizične oziroma pravne osebe) ...

Banke pri ocenjevanju tveganja za posojilo veliko pozornosti namenijo številu terjatev in zalog, ki jih ima podjetje. (Bathala et al. 2004, 29–52) To je delno zaradi tega, ker terjatve in zaloge predstavljajo dobro zavarovanje za kredit. Če torej želi podjetnik oziroma potencialni kreditojemalec kupiti podjetje, ki ima že veliko število terjatev in zalog, obstaja velika verjetnost, da mu bo banka sposodila denar, z veliko verjetnostjo, da bo banka zahtevala nekaj teh terjatev oziroma zalog oziroma terjatev kot zavarovanje za posojilo. V nasprotnem primeru, če podjetje nima veliko terjatev oziroma vsesplošnega prometa, je verjetnost danega posojila veliko manjša, namreč, banke ponavadi bolj nerade posojajo denar za ustanovitev novega podjetja, (Balaban et al. 2016, 48–58) oziroma revitalizacijo neuspešnega.

#### 4.3.1 Posojilo z balonom

V primeru pridobivanja kredita z veliko količino tveganja si banka ponavadi želi pridobiti čim več zavarovanja za svojo posojilo oziroma zase bolj ugodne plačilne obroke, na primer prek krajšega obdobja ali pa z balonom.

Julia Kagan je januarja 2020 definirala posojilo z balonom, in sicer tako:

Posojilo z balonom je posojilo, ki se ne amortizira popolnoma med obrestnim obdobjem. Na koncu tega je treba kreditojemalcu plačati preostali del glavnice, ki se ni povrnil že

pred tem, kar bo velik delež posojenega denarja.<sup>10</sup> Temu plačilu se pravi balon, ker je veliko večje kot vsa ostala prejšnja plačila, ki so lahko vračala le obresti za dano posojilo.

Balon je uporabno orodje, ki se lahko (in se pogosto) uporablja tudi pri financiranju prodajalca. Balon je vedno več kot dvakrat tako velik, kot so bila posamezna obročna plačila pred njim. Večina posojiljemalcev vnaprej naredi načrt o tem, kako plačati balon, ponavadi ta vključuje novo posojilo ali refinanciranje. (MacDonald et al. 1996, 279–293)

Seveda posojilo z balonom predstavlja večje tveganje kot navaden kredit, saj je treba na koncu amortizacijskega obdobja vrniti veliko vsoto denarja naenkrat. V primeru nezmožnosti refinanciranja za odplačilo tega velikega plačila se pogosto podjetje ali posameznik znajde v velikih težavah.

#### 4.3.2 Zavarovanje posojila

Skoraj vsako posojilo, ki ga banka da, je nekako zavarovano. To pomeni, da si banka poskusi najti možnost, da nazaj pridobi denar, ki ga je posodila, v primeru, da kreditojemalec svojega dolga ne bo zmožen povrniti tako, kot je bilo prvotno načrtovano. Ta lahko zavarovanje za dolg zahteva od kreditojemalca samega, lahko pa tudi od neke tretje osebe ali institucije. V takem primeru pravimo, da je posojilo zajamčeno.

Zajamčeno posojilo je definirano tako, s strani Kagan, 2019:

Zajamčeno posojilo je posojilo, za katero jamči tretja oseba. V primeru, da posojiljemalec ne izpolni obveznosti oziroma postane nezmožen tega, ta prevzame dolžniško obveznost.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup>Kagan, 2020: A balloon loan is a type of loan that does not fully amortize over its term. Since it is not fully amortized, a balloon payment is required at the end of the term to repay the remaining principal balance of the loan.

<sup>11</sup> Kagan, 2019: A guaranteed loan is a loan that a third party guarantees—or assumes the debt obligation for—in the event that the borrower defaults.

Ponavadi se banka loti tega tako, da zahteva od kreditojemalca kot zavarovanje za svoj dolg nek delež njegovega premoženja, ki se mu reče »collateral«, ki ga ima v lasti kreditojemalec in ga bo v primeru, da ne bo zmožen vračati kredita, moral dati banki kot nadomestek za vrnjen denar. Te objekte nato banka ponavadi proda na dražbi in skuša tako pridobiti nazaj svoj denar. Drugače temu rečemo zavarovanje s premoženjem.

Julia Kagan je leta 2020 pojasnila zavarovanje s premoženjem za kredit tako:

Zavarovanje je lahko nepremičnina ali druga vrsta premoženja, odvisno od namena posojila. Zavarovanje deluje kot oblika zaščite posojilodajalca, kar pomeni, da če posojilojemalec ne odplačuje svojega posojila, lahko posojilodajalec zaseže zavarovanje ter ga proda za povrnitev nekaterih ali vseh svojih izgub.<sup>12</sup>

To zavarovanje tako minimizira tveganje, ki ga ima banka oziroma kreditodajalec, saj bo imela način, kako pridobiti nazaj svoj denar, tudi če bo kreditojemalec nezmožen vračati denarja po prvotno dogovorjenem načinu.

Banka lahko zahteva veliko stvari kot zavarovanje za kredit, ponavadi se odloči za osebno garancijo, ampak lahko je pa to zavarovanje veliko bolj enostavno, kadar je namen za kredit zelo jasen in banki prijazen.

Možno je imeti kot zavarovanje za dolg objekt, za katerega posameznik vzame dolg.

To velja predvsem za stvari, ki jih bo banka lahko brez težav likvidirala, kot so avtomobili, nepremičnine in investicije, ampak velja lahko tudi za nekoliko manj likvidne objekte, kot so podjetja. Torej, možno je imeti kot zavarovanje za kredit, ki je namenjen nakupu podjetja, podjetje samo.

Pomembno je vedeti, da je zavarovanje kredita veliko bolj pomembno pri posojilih s strani formalnih institucij kot z neformalnih. Leta 2013 je bilo ugotovljeno, da se formalne institucije zanašajo za 40 % več na zavarovanje posojil kot pa neformalne institucije. (Kislat et al. 2013) To je lahko enostavno razloženo z dejstvom, da si prijatelji in znanci

---

<sup>12</sup> Kagan, 2020: Collateral may take the form of real estate or other kinds of assets, depending on the purpose of the loan. The collateral acts as a form of protection for the lender. That is, if the borrower defaults on their loan payments, the lender can seize the collateral and sell it to recoup some or all of its losses.

nekoliko zaupajo ter se zaradi tega ne dogovarjajo zelo veliko o zavarovanju za posojilo. Seveda pa ta razlaga ne velja za poslovne angele, ki pa prednosti nakupa deleža podjetja absolutno primerjajo s tveganjem, preden se odločijo za investicijo.

#### 4.3.2.1 Osebna garancija

Količino denarja, ki ga banka lahko posodi, je sorazmerna s količino zavarovanja, ki ga banka lahko pridobi za kredit, odvisna je od odnosa, ki ga potencialni kreditjemalec že ima z banko, ter od tega, kako velika je verjetnost, da bo kreditjemalec lahko vračal denar brez zamude.

Kot zavarovanje kreditjemalec lahko ponudi banki svoje osebno premoženje, življenjsko zavarovanje, delnice, obveznice, hipoteko na nepremičnine in tako dalje (Bunn 1969). Pri večji izposoji denarja pri banki bo slednja ponavadi, še posebej, če je naložba tvegana, zahtevala od kreditjemalca kot zavarovanje med drugim tudi njegovo osebno garancijo, da se bo dolg povrnil.

Julia Kagan je leta 2018 definirala osebno garancijo tako:

Osebna garancija je zakonska obljuba posameznika, da bo vrnil kredit, izdana podjetju, **za katerega** je družbenik. Dajanje osebne garancije pomeni, da če podjetje ne more odplačati dolga, posameznik prevzame osebno odgovornost za preostanek. Osebne garancije zagotavljajo dodatno raven zaščite izdajateljem kreditov, ki želijo zagotoviti, da bodo slednji poplačani.<sup>13</sup>

Včasih se v zameno za osebno garancijo lahko kreditjemalec pogaja z banko za manjše obresti, vendar ne vedno.

---

<sup>13</sup> Kagan, 2018: The term personal guarantee refers to an individual's legal promise to repay credit issued to a business for which they serve as an executive or partner. Providing a personal guarantee means that if the business becomes unable to repay the debt, the individual assumes personal responsibility for the balance. Personal guarantees provide an extra level of protection to credit issuers who want to make sure they will be repaid.

Osebna garancija se ne potrebuje vedno, čez čas, ko se odnos med banko in kreditojemalcem razvija, se zmanjšajo potrebe po zavarovanju za vsak kredit, še posebej, če je kreditojemalec v tem primeru večje podjetje. (Peltoniemi in Vieru 2013, 235–255)

#### 4.3.2.2 Alternativni viri zavarovanja kredita

Poleg osebne garancije si podjetnik lahko poišče zavarovanje za svoj kredit pri lastnini tretje osebe, ta je lahko bodisi fizična ali pravna oseba.

Če osebna garancija podjetnika ni dovolj, so mu na voljo tudi raznorazne institucije, ki ponujajo zavarovanja za kredit, če že ne kredita samega. V ZDA na primer obstaja program SBA (Small Business **Administration?**), kjer lahko podjetnik pridobi zavarovanje za kredit za nakup podjetja od države.

Zaradi tega mu bo veliko lažje pridobiti kredit, saj ,če mu uspe dobiti to zavarovanje, bo banka vedela, da tudi če ne bo zmožen vračati denarja, bo država poskrbela za to, da bo dolg poplačan.

Evropska unija ima podoben program, kot je SBA (Small Business Administration), in sicer v programu COSME (Competitiveness of Small and Medium-sized Enterprises) financial instruments obstaja oddelek LGF, ki vsako leto ponuja podjetjem manjše in srednje velikosti posojila ter garancije za posojila drugje (Borbás, 2013).

Poleg COSME obstaja tudi program SME (Small and Medium-sized Enterprise) Initiative, ter združena finančna orodja EC (European Commission) in EIB (European Investment Bank), ki stimulira financiranje manjših in srednje velikih podjetij, tudi prek garancij za kredite. (Nyikos 2016)

#### 4.4 Financiranje prodajalca

Seveda medtem ko bi vsak kupec podjetja raje prejel celotno vsoto denarja za nakup podjetja takoj, (Faccio in Masulis 2005, 1345–1388) banka ne bo vedno posodila celotne količine denarja, potrebne za nakup podjetja.

Financiranje prodajalca je dogovor, ki ga prodajalec podjetja naredi s kupcem glede financiranja. Dogovorita se, da bo prodajalec prejemal plačila v obrokih neposredno od kupca (ne prek banke). (Fajardo 2012, 20; 429)

V preteklosti se je veliko uporabljalo kot nadomestek kredita pri financiranju nakupa doma, dokler se niso obrestne mere pri bankah močno zmanjšale, (Nothaft 1985, 71; 767) nedavno pa se je začel uporabljati vse bolj za financiranje nakupov večjih in manjših podjetij.

Je izjemno koristna opcija za tiste kupce, ki ne morejo dobiti celotnega kapitala za nakup podjetja takoj, ker jim omogoča plačevanje v obrokih.

Zadnja leta je kar nekaj govora o »No money down«, se pravi, da bi celoten nakup opravili s financiranjem prodajalca, ampak to ni pogost pojav. Pri večini nakupov podjetij prodajalec zahteva vsaj določen odstotek (5–25 odstotkov) prodajne cene podjetja kot predplačilo.

S financiranjem lastnika ponavadi ni zelo dolgih amortizacijskih obdobj, večina prodajalcev podjetij bi namreč raje bila plačana v petnajstih letih kot v tridesetih.

Medtem ko ni nobenih pravnih razlogov, zakaj ne bi bil tridesetletni amortizacijski načrt možen, je veliko bolj pogosto obdobje od petnajst do dvajset let ali pa da se konča z balonom.

Banke bodo skoraj vedno hotele imeti kredit na prvem prednostnem mestu za poplačilo dolga v primeru nezmožnosti vračanja denarja, zato je v primeru pridobivanja kredita poleg financiranja prodajalca treba prepričati prodajalca podjetja, da mu bo vračanje dolga zagotovljeno tudi na drugem mestu.

## 4.5 Amortizacija posojila

Beseda »amortizacija« lahko pomeni dve stvari. Lahko se nanaša na proces odplačevanja dolga z večimi plačili ali pa na padajočo vrednost sredstev, kar je pomembno za računovodstvo. Tuovila 2020 definira amortizacijo tako:

Amortizacija je računovodska tehnika, ki se uporablja za zniževanje knjigovodske vrednosti posojila ali neopredmetenega sredstva skozi čas. Amortizacija se uporablja v procesu odplačevanja dolga z rednimi plačili glavnice in obrestmi skozi čas. Amortizacijski načrt se uporablja za zmanjšanje trenutnega salda posojila.<sup>14</sup>

Za to diplomsko delo je predvsem pomembna prva definicija, saj je amortizacijska doba lahko zelo pomembna za kupca podjetja. Amortizacijske dobe predstavljajo čas, v katerem bo moral biti dolg poplačan, in so lahko zelo dolge ali razmeroma kratke, odvisno od tega, kako se dogovorita kreditodajalec in kreditojemalec. Na splošno bo kreditodajalec hotel dati čim krajše amortizacijsko obdobje, da bo čim hitreje dobil povrnjen denar, istočasno pa bo kreditojemalec hotel čim daljše amortizacijsko obdobje, vseeno pa določitev amortizacijskega obdobja ne bo tako enostavna. Četudi posojilodajalec hoče imeti vrnjen denar čim prej, bo vseeno gledal, da bo kreditodajalec dejansko zmožen vračati denar po načrtu, delno zaradi tega, ker se z zavarovanjem kredita včasih ne da dobiti nazaj celotno vrednost posojenega, in ker po možnosti hoče obdržati kreditojemalca še za prihodnost.

V ta namen je še posebno za banke treba ugotoviti DSCR (Debt Service Coverage Ratio – količnik kritja dolga, kritje servisiranja dolga), ki ga bo imelo podjetje, ki ga kreditojemalec hoče kupiti. To je številka, ki predstavlja, s kakšno mero vsakomesečni oziroma letni prihodki podjetja pokrijejo plačilo dolga za tisto obdobje.

DSCR je enostavno ugotoviti, če ima podjetnik dostop do računovodskih podatkov podjetja, z uporabo naslednje formule:

---

<sup>14</sup> Tuovila, 2020: Amortization is an accounting technique used to periodically lower the book value of a loan or intangible asset over a set period of time. /.../ amortization is used in the process of paying off debt through regular principal and interest payments over time. An amortization schedule is used to reduce the current balance on a loan...

$$DSCR, \text{ Količnik kritja dolga} = \frac{\text{Čisti poslovni prihodki}}{\text{Celotni dolg}}$$

Čisti poslovni prihodki se nanašajo na prihodke podjetja po odplačanih stroških. Ponavadi je enako kot EBIT, (Hayes 2020) celotni dolg pa se nanaša na vsoto vsega izposojenega denarja.

Če je predlagana DSCR manjša kot 1, pomeni, da prihodki podjetja ne bodo zmožni pokriti plačil glavnice dolga. Če se pojavi taka situacija, je treba za kreditorejmalca pridobiti daljše amortizacijsko obdobje ali pa imeti velike rezerve pripravljene za plačilo dolga, saj ga ne bo mogel odplačati le s prihodki od podjetja.

Optimalno bi bilo, da bi bilo DSCR večje kot 2. To bi pomenilo, da bi podjetje v vsakem plačilnem obdobju zaslužilo dvakrat toliko denarja, kot ga potrebuje za odplačilo dolga. V takem primeru vračanje dolga ne bo poseben problem za podjetnika, razen če se notranje ali zunanje okolje zanj močno spremeni. Banke ponavadi ne bodo želele financirati transakcijo prevzema podjetja, če bo DSCR podjetja manj kot 1,25 oziroma če bodo financirale take transakcije, bo kreditorejmalec lahko pričakoval višje obrestne mere.

Javnost je še vedno navajena na 30-letno hipoteko in šele v zadnjem času, z zgodovinsko nizkimi obrestnimi merami, so segmenti javnosti odšli s 15-letnimi obdobji povračila (15-letna amortizacija), da bi hitreje lahko odplačali svoje kredite. Banke seveda še kar nudijo 30-letna amortizacijska obdobja, če je kredit ustrežno zavarovan, saj pri teh dobijo tudi največje obresti.

Z lastniškim financiranjem se običajno ne dobi 30-letnih amortizacijskih obdobj, ker prodajalci podjetij običajno ne želijo biti plačani prek treh desetletjih. Medtem ko je 30-letni amortizacijski načrt možen, je najbolje pričakovati, da bo posojilo prej z balonom. V nasprotnem primeru bodo verjetno obdobja amortizacije pri pogodbi o financiranju lastnika običajno v razponu od 15 do 20 let.



## 4.6 Pridobivanje kapitala od večih virov

Če kupec podjetja pridobi neko količino denarja s pomočjo posojila, pa to posojilo ne zadošča, da bi kupec lahko le s tem in s svojim lastnim kapitalom kupil podjetje, mu preostane možnost pridobivanja kapitala od še enega ali pa celo od večih dodatnih virov. Ni nemogoče pridobiti posojilo le s strani banke in potem še pri neki drugi formalni ali neformalni instituciji, možno je financirati nakup podjetja s pomočjo posojil z večih institucij, ki so lahko povezane ali ne.

Vendar je pa treba nekaj stvari upoštevati pri financiranju nakupa podjetja s pomočjo večih posojil. Vsako dodatno posojilo, ki ga kupec podjetja vzame, obstaja nekje na prednostni lestvici, ki vključuje tudi vsa ostala posojila, ki si jih vzame. Ta prednostna lestvica nam pove, katero posojilo je podrejeno drugemu, oziroma, v primeru nezmožnosti odplačevanja dolga, katero posojilo bi bilo poplačano prvo s pomočjo zavarovanja, ki ga ima posojilo, ter katero bi bilo poplačano šele nazadnje, če bi sploh kaj ostalo, potem ko so se poplačala prva.

Pri dogovarjanju za kredite se je treba dogovoriti s formalnimi oziroma neformalnimi posojilodajalci o podrejenosti vsakega posojila. Podrejenost posojila namreč predstavlja veliko tveganje za posojilodajalca, zaradi česar bo ta zelo verjetno zahteval višje obresti ali pa se bo preprosto odločil, da ne bo posodil kapitala.

#### 4.6.1 Mezzanin kapital

Mezzanin kapital je orodje, s katerim lahko kupec podjetja financira preostali del nakupne cene podjetja, ko je že dobil posojilo pri banki oziroma se dogovoril s prodajalcem o financiranju. Je dobro poznana in pogosto uporabljena vrsta podrejenega posojila.

Če, po dogovorih kupcu preostane nekolikšen del kupne cene, ki ga ne more plačati s svojimi prihranki, mu preostane možnost mezzanin kapitala oziroma podrejenih posojil.

To so, enostavno povedano, posojila, ki pridejo po prednostni lestvici v primeru zapadlosti dolga za tem posojilom, ki ga je kupec že pridobil od banke oziroma od prodajalca podjetja, (Bean 2008, 33–35) Zato so taka posojila za kreditodajalca veliko bolj tvegana, zaradi tega pa ta zahteva zelo visoke obresti za svoje investicije.

Hayes, 2019 pravi v svojem članku »Understanding Mezzanine Debt«:

Mezzaninski dolg premošča vrzel med dolžniškim in lastniškim financiranjem in je ena izmed najbolj tveganih oblik dolga. Podrejen je čistemu kapitalu, a višji od čistega dolga. To tudi pomeni, da zahteva nekaj najvišjih stroškov kreditorejalcem v primerjavi z drugimi vrstami dolga, saj se pogoste obrestne mere za ta posojila gibljejo med 12 % in 20 % na leto.<sup>15</sup>

Obresti mezzanin kapitala so vedno visoke, veliko višje kot pa obresti, ki jih lahko kreditorejalec ima pri navadnem kreditu ali pri dogovoru z lastnikom podjetja, zato je mezzanin pogosto »zadnja možnost«, če ne ostane nobena druga opcija za prevzem podjetja.

---

<sup>15</sup> Mezzanine debt bridges the gap between debt and equity financing and is one of the highest-risk forms of debt. It is subordinate to pure equity but senior to pure debt. However, this means that it also offers some of the highest returns when compared to other debt types, as it often receives rates between 12% and 20% per year.

## 5 Primerjava metod ocenjevanja vrednosti podjetja in virov kapitala za nakup

V naslednjem poglavju bodo metode financiranja nakupa podjetja med sabo primerjene. Predstavljene bodo prednosti in slabosti vsake metode ter nam bo postalo jasno, kdaj bi bila vsaka metoda bolj primerna za našo uporabo kot druga.

Kljub temu je treba vedeti, da uporaba ene institucije ne izključuje uporabe druge. Možno je in v praksi velikokrat pri financiranju nakupa podjetje poskuša pridobiti kapital od večih virov, bodisi formalnih ali neformalnih. Seveda je pri pridobivanju posojil z večih virov treba te vire obvestiti o uporabi drugih, saj se je treba dogovoriti o prednosti poplačevanja vsakega posojila pred drugimi, v kolikor se investicija podjetniku ne bi povrnila. O tej temi je nekaj nenapisanih pravil, ki bi jih bilo koristno podjetniku vnaprej vedeti, in tudi te bomo omenili v naslednjem poglavju.

### 5.1 Primerjava metod ocenjevanja vrednosti podjetja

Kot smo omenili v preteklem poglavju, obstaja več načinov ocenjevanja vrednosti podjetja. Pri tem se pojavi vprašanje: kateri način je najboljši? Najboljšega načina za vse situacije ni, je pa pri vsakem posameznem primeru eden način lahko bolj primeren kot drugi. Pri ocenjevanju vrednosti storitvenega podjetja, ki ne potrebuje veliko opredmetenih sredstev, ne bi bilo pametno oceniti vrednost podjetja gledajoč samo na majhno število opredmetenih in neopredmetenih sredstev, ki ga to podjetje ima. Na drugi strani, če je prihodnost podjetja zelo negotova, če se dogaja velik preobrat v poslovnem svetu nekega podjetja in se vsesplošno ugotavlja, da se bo podjetje moralo močno spremeniti, da se bo lahko prilagodilo novemu okolju, ne bi bilo povsem logično, da bi ocenili vrednost podjetja glede na svoje prihodke v preteklosti, če bi bili ti do neke velike mere nerelevantni za spreminjajočo se prihodnost. Spet pa ni primerno ocenjevati vrednosti zelo majhnega podjetja gledajoč na celoten trg, v katerem deluje, saj nima

velikega tržnega deleža in bo podjetje zelo verjetno potrebovalo veliko investiranja, da bi doseglo svoj celoten potencial v določeni niši.

Tretja metoda, glede na trg, lahko, če je pravilno izpeljana, zelo dobro in natančno oceni vrednost podjetja, ki ga podjetnik želi kupiti. Problemov s to metodo je pa več. Za razliko od trga z nepremičninami v velikih mestih je transakcij, kjer se kupujejo in prodajajo podjetja, podobna tistim, ki ga podjetnik želi kupiti, malo. Če ni veliko primerljivih podjetij, na katera lahko podjetnik gleda, ali pa če so si podjetja preveč različna, lahko ta metoda služi samo tako, da zavede podjetnika v mišljenje, da je podjetje, ki ga želi kupiti, vredno nekaj več ali manj, kot je v resnici. Primerjanje podjetij v isti oziroma podobni niši, ki so si bolj ali manj podobna, je poleg tega tudi časovno zamudno in zaradi tega razloga je lahko celo drago, kar pa v končni fazi ni zelo dobro za podjetnika, ki si želi z ocenjevanjem vrednosti podjetja pri končni transakciji najti način, da si prihrani denar.

Primerno je, da če je le možno, podjetnik uporablja več metod ocenjevanja vrednosti podjetja, preden podjetje dejansko kupi, saj s tem minimizira svoj rizik in si pridobi dobro predstavo vrednosti podjetja, ki ga namerava prevzeti. Istočasno pa se mora zavedati, da je pri vsaki posamezni situaciji lahko določena metoda veliko bolj primerna za uporabo kot druge.

Vsaka metoda ima svoje prednosti in slabosti; nekatere od slednjih bodo prizorjene v naslednji tabeli:

*Tabela 2: Pregled nekaj prednosti in slabosti vsake metode ocenjevanja vrednosti podjetja*

Pristop na ocenjevanje vrednosti podjetja	Prednosti	Slabosti
Income Approach (glede na prihodek)	Relativno enostavno in lahko izpeljati, zelo primerno za stabilno okolje	Izjemno neprimerno za volatilna podjetja in okolja
Market Approach (glede na trg)	Zelo natančno oceni vrednost podjetja, še posebej nepremičnine	Časovno zamudno, drago, ne vedno lahko ali možno najti kvalitetne podatke
Asset Approach (glede na sredstva)	Izjemno hitra ter enostavna izpeljava	Ne prinese izjemno natančne ocene vrednosti podjetja

## 5.2 Prednosti in slabosti virov kapitala

Za uspešno financiranje nakupa podjetja je izjemno pomembna odločitev ta, od kod si bo kupec podjetja izposodil kapital. Kot smo že omenili, ima vsaka institucija svoje prednosti in slabosti. Do zdaj smo v tem diplomskem delu že nekaj povedali o izposoji kapitala pri neformalnih institucijah, kot so prijatelji, znanci, prodajalec oziroma prodajalci podjetja samega ter poslovni angeli, in o formalnih institucijah, kot so banke, PE firme ter posojevalci mezzanin. V tem podpoglavju bomo podrobneje pojasnili prednosti in slabosti virov kapitala, iz katerih bo lahko kupec podjetja pridobil denar za nakup podjetja.

Pomembno je pri tem spet upoštevati, kot je bilo omenjeno že v prejšnjem poglavju, 6.6, Pridobivanje kapitala od večih virov, da lahko (in ponavadi) kupec podjetja pridobi kapital od večih virov ter s tem zniža svoj osebni vložek v transakcijo nakupa podjetja.

Med formalnimi in neformalnimi institucijami je veliko razlik. Ker se gre pri neformalnih institucijah za izposojevanje denarja pri posameznikih, kot so prijatelji, lahko pričakujemo, da vsak nekateri od teh ne bodo vedeli zelo veliko o pogostih obrestnih merah med časom nakupa podjetja ter bodo zaradi tega morda zahtevali zelo visoke obresti ali pa morda, če so kupcu podjetja blizu, zelo nizke ali pa bodo morda celo ponudili posojilo brez obresti.

Vsekakor pa tudi to ni brez slabosti, saj finančne težave zlahka uničijo prijateljstva, nakar se lahko posojevalec denarja znajde v osebnih ali pa celo pravnih težavah, če mu ne bo uspelo vračati denarja, kot je bilo dogovorjeno.

Prednosti in slabosti poslovnih angelov so bolj jasne kot te od prijateljev ter znancev, delno zaradi tega, ker so profesionalni investitorji, ter delno zato, ker je pri izposoji denarja pri njih treba podpisati pogodbo.

Prednosti izposoje denarja pri poslovnem angelu je veliko. Kot je bilo že omenjeno v prejšnjem poglavju o poslovnih angelih, poleg kapitala, ki ga morda izposodijo, lahko in zelo pogosto ponudijo tudi kapital v zameno za delno lastništvo podjetja, poleg kupca. V

namen pridobivanja zaslužka pri svojih investicijah poslovni angeli ponavadi ne samo posodijo denarja ter nato ignorirajo svojo naložbo, ampak so aktivni pri ustvarjanju uspeha v podjetju, v katero so investirali. Poslovni angeli so ponavadi dobro seznanjeni z vsakim poslovnim sektorjem, v katerega investirajo, ter zaradi izkušenj morda vedo, kako bi pomagali podjetju uspeti. Zato so lahko za majhno podjetje zelo privlačni. Je pa tudi kar nekaj slabosti. Poslovni angeli so zelo zahtevni, ker želijo pridobiti nazaj več kot le posojeni denar pet do sedem let po svoji investiciji.

Poleg tega kupec podjetja s tem, ko ima poslovnega partnerja, lahko izgubi absolutno kontrolo nad podjetjem, ki ga je kupil, če ima tudi poslovni angel velik delež tega podjetja. To je lahko zelo slaba stvar, če imata divergentne načrte za prihodnost podjetja ali pa je lahko tudi dobra stvar, saj ima poslovni angel ponavadi veliko izkušenj v podjetništvu in bo lahko podjetniku dober vir nasvetov.

Kredit pri banki ima zelo jasne prednosti. Možno si je izposoditi veliko denarja, v kolikor banka vidi, da bo res verjetno, da bo dobila povrnjen denar, in v tem primeru je to še dodatno potrdilo, da bo prevzem podjetja verjetno uspešen. Banka je najbolj obiskana institucija za posojila, in kdor prevzame lastništvo podjetja, bo moral vzpostaviti odnos z njo, preden lahko kupi podjetje ali pa po tem, saj skoraj vsa podjetja potrebujejo banke za brežhibno delovanje. Banke tudi nudijo dokaj ugodne obrestne mere za posojilodajalce, ponavadi nižje od tistih, ki jih nudijo poslovni angeli, ter tistih, ki jih podjetnik pridobi pri financiranju prodajalca. So pa odvisne od tega, kako veliko tveganje prevzame banka za svoje posojilo. Če ugotovi, da je tveganje dokaj visoko, bo hotela višje obrestne mere. Če pa vidi le nizko raven tveganja in podjetnik morda kaže znake, da bo odšel k drugi banki, bo morda ponudila zelo nizke obrestne mere.

Ima pa tudi banka svoje slabosti. Pogosto ne financira celotne transakcije za prevzem podjetja, namreč hoče videti, da tudi podjetnik vloži nekaj svojega denarja. Kot obstaja izraz v angleščini, banka hoče videti, da ima tudi podjetnik nekaj kože v igri (skin in the game). Banka tudi ne bo financirala prevzema, če vidi, da bo podjetniku predolgo trajalo, da bo lahko vračal denar brez posebnega rizika. Kot je bilo že omenjeno v podpoglavju 6.5, Amortizacija posojila, so banke posebno pozorne na DSCR posojila, ki bo za posebno pozornost pri bankah moral biti nad 1,25. Če podjetnik želi kupiti podjetje, pa bi bilo DSCR njegovega zelenega posojila pod to številko, bi mu banka močno predlagala daljše amortizacijsko obdobje ali pa mu preprosto ne bi dala posojila, še posebno, če bi bilo

DSCR manj kot 1. Če pride do take situacije, podjetniku ostane le nekaj drugih možnosti, od poslovnih angelov, prijateljev do pogodbe o financiranju prodajalca.

Pogodba o financiranju prodajalca je na razne načine podobna bančnemu kreditu ter posojilu s strani prijatelja. Lastnosti pogodbe so že razložene v prejšnjem poglavju tega diplomskega dela, zato jih tukaj ne bomo ponovili, temveč bodo samo pojasnjene nekatere prednosti in slabosti te opcije financiranja. Pogodbe o financiranju prodajalca so zelo pogoste pri prevzemih manjših podjetij, ponavadi pa ne vključujejo financiranja za celotno nakupno ceno podjetja. Večina prodajalcev podjetij si želi, da vsaj določen odstotek nakupne cene dobijo takoj. Obrestne mere, ki jih lahko pridobi kupec podjetja pri taki pogodbi, so odvisne od dobre volje in pogajalske moči vseh zainteresiranih strani, pogosto so pa višje od tistih, ki jih dobi podjetnik pri banki, delno zaradi tega, ker je to »posojilo« podrejeno tistemu od banke (banka se izjemno redko zadovolji s podrejenim kreditom). Še ena slabost pogodbe o financiranju lastnika je relativna kratkost amortizacijskega obdobja, ki ga lahko pričakuje kupec podjetja. Kot je bilo že omenjeno, so te ponavadi krajše od tistih, ki jih lahko pričakuje kreditojemalec pri banki, kajti prodajalec podjetja želi biti plačan čim več čim prej.

Mezzanin kapital je pogosto zadnja izbira potencialnega kupca podjetja. Ima veliko šibkost, obresti posojila mezzanin so izjemno visoke v primerjavi s tistimi, ki jih dobi pri navadnem posojilu pri banki ali pa drugje. Te obresti so tako visoke in amortizacijska doba takega posojila je ponavadi tako kratka, da ta možnost pridobitve kapitala ni popularna med podjetniki ali podjetji, pa čeprav je lahko izjemno koristna. Njena uporaba je predvsem koristna za pridobivanje zadnjega dela kapitala, ki je potreben za nakup podjetja, potem ko so večja posojila s strani drugih institucij že urejena in je potreben le še majhen delež nakupne cene pridobiti nekje drugje. V takem primeru, če je treba dobiti še eno posojilo, ki bo moralo biti podrejeno prejšnjim, je mezzanin lahko dobra izbira.

*Tabela 3: Pregled prednosti in slabosti posameznih formalnih in neformalnih institucij*

<b>Institucija</b>	<b>Prednosti</b>	<b>Slabosti</b>
Družina in prijatelji	Možna posojila brez obresti, pogosto malo zavarovanja za posojilo	Možne velike obrestne mere, pretrgane prijateljske vezi, fizični konflikti

Poslovni angeli	Pridobitev poslovnega partnerja	Zelo selektivni, izguba deleža lastništva podjetja
Banka	Relativno majhne obrestne mere, relativno lahko dobiti posojilo	Zahtevajo veliko zavarovanja, pogosto ne financirajo celotne transakcije
Prodajalec podjetja	Relativno lahko skleniti pogodbo	Pogosto ne financirajo celotne transakcije, kratko amortizacijsko obdobje
Mezzanin kapital	Redka možnost za financiranje nakupa po večih posojilih	Zelo visoke obrestne mere, relativno kratko amortizacijsko obdobje



## 6 Praktični primeri financiranja nakupa podjetja

V tem poglavju predstavljamo in analiziramo dva primera, v katerih sta se financirala nakupa podjetja na več načinov, opisanih v tem diplomskem delu. Prvi primer je zgodba manjšega prevzema podjetja v ZDA, medtem ko je drugi primer ta o nakupu Hilton Hotels, zelo velike verige hotelov, znane po vsem svetu.

### 6.1 Transportation LLC

Prvi primer, ki ga bomo obravnavali, je LBO (leveraged buyout) manjšega prevoznega podjetja s podeželja jugovzhoda ZDA. (CCLC 2003–2020) Zaradi želje po anonimnosti oseb, omenjenih v tem podpoglavju, so bila njihova ter imena podjetij spremenjena.

Prva lastnika podjetij, ki so bila naprodaj, sta bila John in Jane Sellers, mož in žena, ki sta imela v lasti podjetja “Sellers Transportation LLC” ter “Sellers Realty LLC”.

Prvo podjetje je imelo v lasti nekaj tovornjakov in opremo, ki so se uporabljali za poslovanje, drugo podjetje, “Sellers Realty LLC” je pa bilo le še eno podjetje, ki je lastilo nepremičnino, v katerem je bilo podjetje zastavljeno.

Jane in John sta bila v poslovanju že nekaj desetletij in sta zaradi svoje starosti ter pridobljenega dobička želela prodati svoja podjetja, da bi se lahko upokojila. Želela sta pa prodati podjetja nekemu, bodisi posamezniku ali podjetju, ki bi v prihodnosti ravnal dobro z njunimi strankami, prav tako kot sta onadva. (CCLC 2003–2020)

Imela sta srečo. Poznala sta gospoda Jeff Buyers, podjetnika, ki je imel v lasti podjetje v istem sektorju, kot je bilo njuno, “Buyers Transportation LLC”. Jeff Buyers je ravno takrat tudi želel povečati operacije svojega podjetja in je zato razkril veliko zanimanje za nakup podjetij, ki sta si jih lastila Jane in John Sellers. (CCLC 2003–2020)

Ker so se dobro razumeli, so se dogovorili o nakupni ceni ter strukturi nakupa podjetja. Prišli so do nakupne cene 2.200.000 USD.

Jeff Buyers ni imel veliko lastnega kapitala, ki bi ga lahko vložil v prevzem, je pa imelo njegovo podjetje in podjetja, ki jih je nameraval kupiti, veliko neobremenjenih sredstev. (CCLC 2003–2020)

Pomembno za transakcijo je bilo, da bi Jeff Buyers lahko kupil le sredstva podjetij Jane in John Sellers, ne pa pravne osebe, v kar sta prodajalca podjetja privolila.

Jeff Buyers je ponudil ta sredstva kreditodajalcu kot dodatno zavarovanje za posojilo SBA ter si tako pridobil posojilo velikosti 1.300.000 USD. Za preostali del nakupne cene so se dogovorili o financiranju tako, da so sklenili pogodbo o financiranju prodajalca, v višini 900.000 USD. Tako so prišli do končne cene 2.200.000 USD, pri kateri kupcu podjetja, Jeff Buyers, ni bilo treba dati iz lastnih rok niti odstotek nakupnega kapitala.

Žal nam niso na voljo podatki o uporabljeni metodi ocenjevanja vrednosti podjetij, dogovorjenih obrestnih merah ali amortizacijskih obdobjih SBA posojila ter pogodbi o financiranju prodajalca, ki so jih omenjene osebe sklenili.

## 6.2 Hilton Hotels

Hilton Hotels je velika veriga hotelov, ki se je začela v ZDA leta 1919. Leta 2007, le malo pred veliko finančno krizo, je celotno verigo odkupil »Blackstone Group«, sklad zasebnega kapitala za 26 milijard dolarjev, oziroma 47,5 USD na delnico, v enem največjih takratnih LBO. (Scarantino 2018)

Blackstone Group, čeprav velik sklad, ni imel toliko lastnega kapitala, da bi lahko kupil Hilton Hotels brez posojila. Veliko večino nakupne cene si je sklad izposodil od večih finančnih institucij, med njimi JPMorgan, Bank of America, Lehman Brothers in Goldman Sachs. Finančne institucije so prinesle skladu Blackstone Group 80 % nakupne cene Hilton Hotels v obliki posojil, 20,6 milijarde dolarjev. Ostalo količino nakupne cene je Blackstone Group financirala z lastnim kapitalom, 5,4 milijarde dolarjev. Posojil je

bilo več, z večimi različnimi amortizacijskimi obdobji ter z drugačnimi obrestnimi merami, ki so bili sorazmerni s količino tveganja, ki so jih imeli. Zdaleč največje posojilo, 11,345 milijarde dolarjev, je bilo nadrejeno ostalim, ki so mu bila podrejena. Uporabljena so bila tudi mezzanin posojila, katerih je bil največji kreditodajalec »The Maiden Lane Grantor Trust«. (Scarantino 2018)

Zaradi finančne krize 2007 je bilo približno dve leti po nakupu podjetja treba prestrukturirati kredite in opraviti refinanciranje z nižjimi obrestnimi merami, kar je bilo dokončano leta 2010. Kljub veliki krizi si je veriga hotelov sčasoma opomogla in je Blackstone Group nato prodala verigo z izjemnim profitom, skoraj 10 milijard dolarjev.

### 6.3 Priporočila za metode financiranja nakupa podjetja

Trg podjetij se spreminja. Nanj vpliva velika količina faktorjev, na katere posameznik lahko ali pa ne more vplivati. Na spreminjajoče se razmere v trgu se je pa treba za uspešnost prilagajati, obstajajo pa k sreči določena pravila, ki že dolgo veljajo in bodo tudi za nedoločeno količino časa v prihodnosti zelo verjetno veljala. Glede na ta pravila bo to podpoglavje podalo nekaj priporočil bodočim kupcem podjetij.

Kot primer, poznana je naslednja informacija:

- Najbolje je iskati kredit pri bankah ob koncu leta. V zadnjih 75 dneh leta se napravi 75 odstotkov vseh poslovnih posojil, delno zaradi preprostega razloga, da se bankirjem proti koncu leta mudi kar se da povečati svoje dodatke plačam, ki so odvisne od tega, koliko denarja so izposodili. (Peña 2009)

Seveda pa lahko volatilne razmere močno spremenijo pravila, ki so morda v preteklosti veljala.

Zadnje čase oziroma v času pisanja tega diplomskega dela se svet hitro in močno spreminja. Velik razlog za spremembe predstavlja COVID-19, virus, ki se je proti koncu leta 2019 in v začetku 2020 začel širiti po vsem svetu. Virus bi sam lahko močno

spremenil vsakdanjik ljudi po svetu, ukrepi, ki so jih sprejele vlade po svetu so pa ta vsakdanjik še veliko bolj močno spremenile. V decembru 2019 ni bilo tako enostavno pridobiti posojilo pri banki, pa čeprav se je bližal konec leta.

Trg podjetij, kot tudi skoraj vsi drugi trgi, je naenkrat postal izjemno volatilen. Vrednost izjemne količine podjetij se je po prvih sprejetih ukrepih za ustavljanje širitve virusa močno znižala. Vrednost delnic skoraj vseh velikih mednarodnih podjetij po svetu se je znižala za več kot deset, če že ne dvajset ali trideset odstotkov. Seveda so počasi cene delnic spet začele rasti do tam, kjer so bile pred prisotnostjo virusa, ampak se ne sme pozabiti, da je prihod virusa predstavljal zelo veliko grožnjo delničarjem, mnogi od katerih so zaradi tega prodali svoje deleže v teh podjetjih za razmeroma nizko ceno, ker so hoteli čim prej odprodati svoje delnice.

Mnogi drugi so se pa ravno ob tistih trenutkih odločili kupovati te delnice po nizkih cenah in so v naslednjih nekaj mesecih kar močno povečali vrednost svojega portfelja.

Skratka:

- V časih predvidene krize, ko je prihodnost negotova, se njihova vrednost močno zmanjša.

K sreči COVID-19 ni predstavljal take grožnje podjetjem, da bi jih večina razpadla tako hitro, kot bi spust vrednosti njihovih delnic lahko namignil. Vseeno pa se ne splača pozabiti, da bi se to lahko zgodilo.

Treba je upoštevati še nekaj. Zaradi tega virusa in ukrepov za njegovo zaustavitev se je človekov vsakdanjik močno spremenil. Veliko manj ljudi hodi pogosto v restavracije kot pa prejšnja leta. Zaradi tega je situacija posebno težka za restavracije, ki pa morajo kljub pomanjkanju kupcev vseeno odplačevati svoje dolgove dobaviteljem. Če bi podjetnik v zvezi z krizo videl le spust vrednosti podjetja in bi se odločil zaradi tega s svojimi prihranki kupiti restavracijo, bi lahko zlahka izgubil vse, če mu ne bi ostalo dovolj kapitalskih rezerv, da bi lahko podjetje ohranjal pri življenju do konca krize.

Enostavno povedano,

- Kljub temu, da se vrednost podjetja lahko znatno zmanjša v krizi, ne bi bila dobra ideja, da se to podjetje kupi, če ni kar se da velike verjetnosti možnega refinanciranja podjetja. Če bi podjetnik porabil ves kapital, ki bi ga imel na voljo

le za kritje nakupne cene, in mu ne bi ostalo dovolj za kritje kratkoročne izgube ob krizi (ki pa morda ne bi bila zelo kratka), bi bilo možno, da bi šlo na novo njegovo podjetje kar hitro v stečaj.

## 7 Sklep

V diplomski nalogi smo se osredotočili na nekaj bolj ali manj pogosto uporabljenih načinov pridobivanja kapitala za nakup podjetja. To bi storili, ker velika večina novoustanovljenih podjetij ne uspe in je zato lahko veliko boljše možnost nakup že obstoječega.

Ugotovili smo, da obstaja veliko načinov financiranja nakupa podjetja, s katerimi si lahko pomaga podjetnik ali podjetje, da si kupi podjetje manjše ali srednje velikosti, in da med njih spadajo poleg kapitala, ki ga ima v lasti podjetnik sam, formalne in neformalne institucije.

Vsaka institucija, formalna ali neformalna, ima svoje prednosti in slabosti, ki so bolj ali manj relevantne glede na posamezno situacijo podjetnika. Pred nakupom podjetja je treba ugotoviti, ali se bo investicija za podjetnika splačala in v kolikšnem času se mu bo denar povrnil. Glede na tveganja se lahko podjetnik odloči, ali je nakup posameznega podjetja zanj dobra investicija časa in denarja ali ne.

Nato se lahko podjetnik posveti pridobivanju relevantnih stvari, ki mu lahko pomagajo dobiti posojilo, bodisi od banke, poslovnega angela, ali drugje, ali pa se dogovori s trenutnim lastnikom podjetja, da bo plačal ceno po obrokih, uporabljajoč dobiček, ki ga bo podjetje imelo v prihodnosti, po njegovem prevzemu.

Diplomska naloga ne prikaže vsakega načina financiranja nakupa podjetja, ker je število teh izjemno veliko, poda pa prikaz največkrat uporabljenih in enostavnih.

## 8 Povzetek

Pridobitev kapitala za nakup podjetja ni najlažja stvar. Uspešno podjetje je visoko cenjeno (Bunn 1969) in se zato pogosto ne proda za nizko ceno, temveč za visoko, ki pa jo povprečni posameznik v veliki večini primerov ne bo zmožen plačati, vsaj ne z enkratnim plačilom.

Zato, da bi lahko navadni podjetnik kupil podjetje kljub pomanjkanju financ, mu je praktično ključno pridobiti posojila, bodisi od banke ali pa drugje.

To diplomsko delo se osredotoči na načine, kako in kje jih lahko podjetnik pridobi, ter povzame prednosti in slabosti vsake metode. Omeni tudi nekatere dejavnike, ki se jih mora bodoči kupec podjetja zavedati, če želi narediti primerno investicijo v podjetje, kot so nekateri faktorji, ki vplivajo na ceno podjetja, pa niso zlahka izračunani, ter seveda stopnjo tveganja, ki ga vsebuje posamezen nakup podjetja zaradi morebitne nepoštenosti ali pa preprostih računovodskih napak prodajalca, ter nam razloži, kako se lahko bodoči investitor – kupec podjetja teh rizikov izogne s pomočjo skrbnega pregleda podjetja, ki ga namerava kupiti.

V diplomski nalogi smo si dokaj podrobno ogledali načine, na katere lahko posameznik, skupina ljudi ali pravna oseba financira nakup podjetja.

Ugotovili smo, da se lahko za nakup podjetja uporabi lastni denar, ki je drugače poimenovan lastniški kapital. (Bunn 1969) ki se ga lahko dobi več s prodajo raznih objektov, in da obstaja tudi metoda dolžniškega kapitala, da se kot nadomestek lastnega kapitala za nakup podjetja lahko izposodi denar drugje, in sicer bodisi od neformalnih ali formalnih institucij, kot so prijatelji, znanci, poslovni angeli, bank, firme PE, ter mnoge druge opcije, ki v tem diplomskem delu zaradi redkosti svoje uporabe morda niso omenjene.

Osredotočili smo se tudi na nekatere možnosti, kakšna posojila si lahko podjetnik pridobi za nakup podjetja, ter pojasnili prednosti in slabosti vsake od teh. Omenili smo načine, s katerimi lahko podjetnik pridobi bolj ugoden kredit pri banki ali drugje, in sicer z dodatno

ponudbo zavarovanja kredita, s pomočjo osebne garancije s svoje strani, strani investitorja ali drugega podjetj, ali pa javnega zavoda.

Postalo nam je jasno, da lahko podjetnik za nakup podjetja naredi z njenim lastnikom pogodbo o financiranju lastnika, orodjem, s katerim določen delež nakupne cene kupec podjetja plačuje prodajalcu po obrokih več let, brez posredništva banke.

Ugotovili smo, da bo lahko podjetnik kapital, ki mu manjka pri nakupni ceni, potem ko ima že kredit pri banki ter pogodbo o financiranju lastnika, pridobil s posojilom mezzanin, kjer bo pa sicer, zaradi visokega nivoja tveganja, ki ga ima posojilodajalec, moral plačevati visoke obresti za posojilo.

V diplomsko delo smo tudi vključili nekaj nasvetov s strani strokovnjakov na temo pridobitve kredita ali posojila.

Ključne besede:

Bančni kredit

Zavarovanje kredita

Osebna garancija

Financiranje lastnika

Skrbni pregled poslovanja

Mezzanin kapital

Podrejena posojila



## 9 Summary

Obtaining capital to buy a business is not the easiest thing. A successful company is highly valued, (Bunn 1969) and therefore is often not sold for a low price, but for a high one, which the average individual in the vast majority of cases will not be able to pay, at least not with a one-time payment.

Therefore, in order for an ordinary entrepreneur to be able to buy a company despite his personal lack of finances, it may be practically essential for him to obtain loans, either from a bank or elsewhere.

This thesis focuses on the ways in which and where an entrepreneur can obtain them, and summarizes the advantages and disadvantages of each method of doing so. It also mentions some external factors that the prospective buyer of a company should be aware of if he would want to make a suitable investment, such as a few factors that could affect the agreed upon price of the company, but are not easily calculated, as well as the level of risk of dishonesty or simple accounting errors that could be made by the seller, and explains to the reader how an investor - the buyer of a company, can avoid these risks by carefully inspecting the company he may intend to buy.

In this thesis, we looked in some detail at the ways in which an individual, a group of people or a legal entity can finance the acquisition of a company.

We found that equity, as defined by Bunn in 1969, can be used to buy businesses, and that more of it can be obtained by selling various facilities, as well as that there is also another method, debt capital, which can replace equity and assist in the buying of a company. Money can be borrowed, either from informal or formal institutions such as friends, acquaintances, angel investors, banks, private equity firms, and many other places that may not have been mentioned in this thesis due to the relative rarity of their use.

We also focused on some of the options of the kind of loans an entrepreneur may obtain in order to buy a company, and we explained the advantages and disadvantages of each of these. We mentioned the ways in which an entrepreneur can obtain a more favorable loan from a bank or elsewhere, namely by offering additional credit insurance, with the

help of a personal guarantee, given either by him, another investor, another company, or from a public institution.

It has become clear to us that an entrepreneur can make a contract with the current business owner in order to finance the transaction, a tool known as owner financing, with the help of which a certain portion of the purchase price will be paid by the buyer to the seller in installments over several years, without the mediation of a bank.

We found, all in all, that an entrepreneur may be able to obtain the capital that he lacks to pay a purchase price, after he already has a bank loan and a contract on financing from the owner, by obtaining a mezzanine loan, where however, due to the high level of risk borne by the lender, he will have to pay high interest rates on the loan.

We also included in the thesis some expert advice on obtaining a loan.

Keywords:

Bank loan

Credit insurance

Personal guarantee

Owner financing

Due diligence

Mezzanine capital

Subordinated debt

## 10 Reference

- Akers, Stephen R.; Sildon, Myron E. 2002. A Practical Guide to Buy-Sell Agreements. ALI-ABA.
- Allen, Franklin; Jackowicz, Krzysztof; Kowalewski, Oskar; Kozłowski, Łukasz. 2017. Bank lending, crises, and changing ownership structure in Central and Eastern European countries. *Journal of Corporate Finance* 17, št. 42: 494–515.
- Balaban, Mladenka; Župljanin, Slobodan; Ivanović, Periša. 2016. Sources of Finance for Entrepreneurship Development. *Economic Analysis* 16, št. 49: 48–58.
- Bathala, Chenchuramaiah T.; Bowlin, Oswald D.; Dukes, William P. 2004. Sources of capital and debt structure in small firms. *Journal of Entrepreneurial Finance* 04, št. 9: 29–52.
- Bean, Luann. 2008. Mezzanine Financing: Is It for You?. *Journal of Corporate Accounting & Finance* 08, št. 19: 33–35.
- Beltratti, Andrea; Paladino, Giovanna. 2013. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance* 13, št. 37: 5394–5405.
- Berger, Allen N.; Udell, Gregory F. 2002. Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *The economic journal* 02, št. 112: F32–F53.
- Bernstrom, Seth. 2014. Valuation: the market approach. John Wiley & Sons.
- Borbás, László. 2013. Access to Finance as Main Challenge for European SMEs. Can COSME Help between 2014-2020?. Óbuda University, Keleti Faculty of Business and Management.
- Brei, Michael; Schclarek, Alfredo. 2013. Public bank lending in times of crisis. *Journal of Financial Stability* 13, št. 9: 820–830.
- Bunn, Verne A. 1979. Buying and selling a small business. *Small Business Administration*.

- CCLLC. 2003–2020. LBO Case Study – Small Transportation Company (Business Acquisition). Comercial Capital LLC <https://www.comcapfactoring.com/blog/lbo-case-study-small-business/> (pridobljeno 25. 6. 2020).
- Chen, James. 2020. Due Diligence. Investopedia, 14. Marec <https://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp> (pridobljeno 12. 6. 2020).
- DeGennaro, Ramon P. 2012. Angel investors and their investments. *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, 392–423.
- Faccio, Mara; Masulis, Ronald W. 2005. The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance* 05, št. 60: 1345–1388.
- Fajardo, Genevieve H. 2012. Owner Finance: No Banks Needed: Consumer Protection Analysis of Seller-Financed Home Sales: A Texas Case Study. *Georgetown Journal on Poverty Law & Policy* 12, št. 20: 429.
- Fisher, Sarah. 2019. What is a subordinated loan? Smartasset, 9. Julij <https://smartasset.com/mortgage/subordinated-loan> (pridobljeno 21. 6. 2020).
- Hargrave, Marshal. 2020. Goodwill. Investopedia, 30. April <https://www.investopedia.com/terms/g/goodwill.asp> (pridobljeno 11. 6. 2020).
- Haswell, Stephen; Holmes, Scott. 1989. Estimating the small business failure rate: A reappraisal. *Journal of Small Business Management* 89, št. 27: 68.
- Hayes, Adam. 2019. Mezzanine Debt. Investopedia, 28. Marec <https://www.investopedia.com/terms/m/mezzaninedebt.asp> (pridobljeno 11. 6. 2020).
- Hayes, Adam. 2020. Debt-service coverage ratio - DSCR. Investopedia, 28. April <https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp> (pridobljeno 10. 6. 2020).
- Hayes, Adam. 2020. What Is a Business Valuation?. Investopedia, 14. Maj <https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp> (pridobljeno 9. 6. 2020).
- Kagan, Julia. 2018. Personal Guarantee. Investopedia, 7. Marec <https://www.investopedia.com/terms/p/personal-guarantee.asp> (pridobljeno 9. 6. 2020).
- Kagan, Julia. 2019. Guaranteed Loan. Investopedia, 25. Junij <https://www.investopedia.com/terms/g/guaranteed-loan.asp> (pridobljeno 11. 6. 2020).

- Kagan, Julia. 2020. Balloon Loan Definition. Investopedia, 29. Januar <https://www.investopedia.com/terms/b/balloonloan.asp> (pridobljeno 9. 6. 2020).
- Kagan, Julia. 2020. What Is Collateral?. Investopedia, 9. Marec <https://www.investopedia.com/terms/c/collateral.asp> (pridobljeno 9. 6. 2020).
- Kenton, Will. 2018. Badwill. Investopedia, 4. April <https://www.investopedia.com/terms/b/badwill.asp> (pridobljeno 11. 6. 2020).
- Kislat, Carmen; Menkhoff, Lukas; Neuberger, Doris. 2013. The use of collateral in formal and informal lending. Kiel Working Paper 13, št. 1879
- MacDonald, Gregor D.; Holloway, Thomas M. 1996. Early evidence on balloon performance. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 96, št. 12: 279–293.
- McCarthy, Mark G.; Schneider, Douglas K. 1995. Market perception of goodwill: Some empirical evidence. *Accounting and Business Research* 95, št. 26: 69–81.
- Männistö, Johanna. 2019. Buying assets or shares of an acquisition target-An examination of tax planning behavior of Finnish listed companies.
- Nothaft, Frank E. 1985. Survey of Home-Seller Finance. *Federal Reserve Bulletin* 83, št. 71: 767.
- Nyikos, Gyorgyi. 2016. Financial instruments in the 2014–20 programming period: First experiences of member states. European Parliament.
- Osborne, Sarah; Katselas, Dean; Chapple, Larelle. 2012. The preferences of private equity investors in selecting target acquisitions: An international investigation. *Australian journal of management* 12, št. 37: 361–389.
- Peltoniemi, Janne; Vieru, Markku. 2013. Personal guarantees, loan pricing, and lending structure in Finnish small business loans. *Journal of Small Business Management* 13, št. 51: 235–255.
- Perry, Jeffrey S.; Herd, Thomas J. 2004. Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership* 04, št. 32: 12–19
- Peña, Dan. 2009. Your First 100 Million. Guthrie Castle Ltd..
- Pratt, Shannon P.; Niculita, Alina V. 2000. Valuing a business. McGraw-Hill Companies.

Scarantino, Francesco. 2018. Leveraged buyout in the hotel sector: the analysis of the Hilton Hotels acquisition made by the Blackstone group.

Schargrotsky, Ernesto. 2003. Do publicly traded firms price differently from private firms?. American Law and Economics Review 03, št. 5.1: 32–60.

Shieldsmith, John. 2019. The Pros And Cons Of Using Angel Investors. Quickbooks. <https://quickbooks.intuit.com/r/investors/pros-cons-using-angel-investors-fund-startup/> (pridobljeno 20.6.2020)

Tebay, Garth; Abraham, Mel; Bello, Marc; Brown, Shelley; Degnan, Steve; Gray, Rick; Hamilton, Chris; Kucik, Mark; Lyons, Derald; Perzel, Pat; Pierce, Jason. 2008. Business Valuations: Fundamentals, Techniques And Theory. Salt Lake City: National Association of Certified Valuation Analysts.

Tuovila, Alicia. 2020. Amortization. Investopedia, 31. Januar <https://www.investopedia.com/terms/a/amortization.asp> (pridobljeno 10. 6. 2020).

## 11 Seznam prilog

V seznamu prilog se nahajajo nekateri izvorni članki ter besedila s spletnih strani in knjig, ki smo jih uporabljali kot vire informacij za diplomsko delo. Za boljšo preglednost smo format besedil uskladili tako, da smo poenotili format naslovov, podnaslovov in preostalega besedila tako, kot je formatirana celotna ostala diplomska naloga. Izvirni format člankov ter besedil je mogoče najti na spletnih straneh, na katerih so bili članki objavljeni.

## 12 Izjava o avtorstvu

Spodaj podpisani Justin Luka Poličar, rojen 18. 9. 1998 v Ljubljani, izjavljam, da je diplomsko delo *Metode financiranja nakupa podjetja* v celoti moje avtorsko delo.

– Justin Luka Poličar, Ljubljana, september 2020

V ..... (kraj)

..... (datum)

..... (lastnoročni podpis)