CAPITAL GENETICS

Inštitut za ekonomsko demokracijo

OCENA TRŽNE VRZELI NA PODROČJU ODKUPOV S STRANI ZAPOSLENIH IN PREDLOG OBLIKOVANJA FINANČNIH INSTRUMENTOV

Končno poročilo

Pripravljeno za:

REPUBLIKA SLOVENIJA
MINISTRSTVO ZA KOHEZIJO IN REGIONALNI RAZVOJ

Ljubljana, 20.11.2025

Naročnik: Ministrstvo za kohezijo in regionalni razvoj, Kotnikova 5, 1000 Ljubljana

Izvajalci študije: Kapitalska Genetika, d.o.o., Slovenska cesta 54, 1000 Ljubljana (vodilni ponudnik) in Inštitut za Ekonomsko Demokracijo, Prvomajska ulica 15, 1000 Ljubljana (soponudnik)

Naslov projekta: Izdelava študije, ki bo naslovila tržno vrzel na področju odkupov s strani zaposlenih ter predlagala ustrezne finančne instrumente

Številka pogodbe: 4302-276/2025-1630-16

Člani raziskovalne ekipe:

***Kapitalska Genetika**:*

Katja Šteblaj (vodja študije), Andraž Grahek (strokovnjak 2), Tine Mlakar, Benjamin Nahtigal

Inštitut za Ekonomsko Demokracijo:

Dr. Tej Gonza (strokovnjak 1), Tilen Božič (strokovnjak 3), Kosta Marco Juri

Kazalo vsebine

1 Povzetek študije 7
1.1 Ocena tržne vrzeli 7
1.2 Ključne ovire pri razvoju trga 7
1.3 Predlagana zasnova finančnega instrumenta 8
1.4 Pomen nepovratnih sredstev v obliki tehnične pomoči 8
1.5 Pričakovani učinki 9
2 Uvod 10
3 Cilji študije in opredelitev ključnih deležnikov 12
3.1 Cilji študije 12
3.2 Opredelitev ključnih deležnikov 12
4 Metodološki pristop 14
4.1 Splošen pristop k analizi 14
4.2 Pristop k analizi vidika zaposlenih, članov Esop zadruge 15
4.3 Pristop k analizi vidika izstopajočih lastnikov 16
4.4 Pristop k analizi pripravljenosti finančnih institucij 17
4.5 Pristop k analizi pripravljenosti administratorja sredstev 19
5 Podporni mehanizmi za razvoj trga financiranja odkupov s strani zaposlenih 20
5.1 Vrste finančnih instrumentov v okviru ESS+ 21
5.2 Finančni instrumenti v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+ 27
5.3 Ključne operativne zahteve za uporabo ESS+ sredstev 32
5.4 Ključne ugotovitve 35
6 Predhodna ocena razvoja trga 36
6.1 Primer razvitih trgov na področju odkupov s strani zaposlenih 36
6.2 Pregled trenutnih razmer na slovenskem trgu 40
6.3 Ključne ugotovitve 44
7 Predhodna ocena tržne vrzeli 45
7.1 Opredelitev tržne vrzeli 45
7.2 Vir podatkov 45

7.3 Ključni podatki, predpostavke in metodologija izračuna 45
7.4 Izračun ocene tržne vrzeli 48
7.5 Ključne ugotovitve 57
8 Vidik zaposlenih kot članov Esop zadruge 58
8.1 Zaposleni kot končni prejemniki koristi intervencije 58
8.2 Pregled empiričnih podatkov na podlagi tujih študij 58
8.3 Premostitev tržne vrzeli za ohranjanje delovnih mest 60
9 Vidik in pripravljenost lastnikov 64
9.1 Pregled podjetij, vključenih v študijo 64
9.2 Analiza stanja na podlagi poglobljenih intervjujev 64
9.3 Ključne ugotovitve 72
10 Vidik in pripravljenost finančnih institucij 73
10.1 Pregled institucij, vključenih v študijo 73
10.2 Ugotovitve na podlagi intervjujev 77
10.3 Ključne ugotovitve 92
11 Vidik in pripravljenost administratorja sredstev 93
11.1 Pripravljenost procesov za pilotni projekt 93
11.2 Oblika finančnega instrumenta za pilotni projekt 94
11.3 Oblika nepovratnih sredstev za pilotni projekt 97
11.4 Ključne ugotovitve 98
12 Ključne ugotovitve in priporočila 99
12.1 Ključni akterji in njihova vloga pri premostitvi zaznane tržne vrzeli 99
12.2 Oblika finančnega instrumenta 104
12.3 Oblika nepovratnih sredstev 108
12.4 Zahteve glede strukture transakcije 112
13 Zaključek 115
14 Viri 117
15 Priloge 121
15.1 Vprašalniki za intervjuje s finančnimi institucijami 121
15.2 Vprašalnik namenjen intervjujem z lastniki 144

Kazalo slik in tabel

Slika 1: Ključni deležniki procesa vzpostavitve solastništva zaposlenih 13
Slika 2: Časovnica razvoja slovenskega trga 43
Slika 3: Izbrane finančne institucije in umestitev na krivuljo apetita za tveganje 75
Slika 4: Struktura financiranja preko operativnega podjetja 84
Slika 5: Struktura pilotnega programa 95
Slika 6: Obrestna mera v pilotnem programu 96

Tabela 1: Pregled glavnih finančnih instrumentov v okviru ESS+ 26
Tabela 2: Pregled finančnih instrumentov v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+ 31
Tabela 3: Pripravljenost lastnikov, k se v naslednjih 10 letih umikajo iz lastništva, na prodajo podjetja zaposlenim (ožji in širši interes) za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah 50
Tabela 4: Skupna ocenjena vrednost podjetij, v katerih se v naslednjih 10 letih lastniki umikajo iz lastništva in so naklonjeni prodaji podjetja zaposlenim (ožji in širši interes) za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah 52
Tabela 5: Skupna ocenjena vrednost povpraševanja po zunanjem financiranju za namen financiranja odkupa s strani zaposlenih v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah. Scenarij ožjega interesa. 54
Tabela 6: Skupna ocenjena vrednost povpraševanja po zunanjem financiranju za namen financiranja odkupa s strani zaposlenih v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah. Scenarij širšega interesa. 55
Tabela 7: Ogrožena delovna mesta po ožjem scenariju v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah. 62
Tabela 8: Ogrožena delovna mesta po širšem scenariju v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah. 63
Tabela 9: Pregled vključenih podjetij glede na regijo, velikost in dejavnost 64

Seznam kratic

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
BDP	Bruto domači proizvod
CRP	Ciljni raziskovalni projekt
EBITDA	Dobiček pred obrestmi, davki, amortizacijo in odpisi (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
ESSN	Evropski sklad za strateške naložbe (European Fund for Strategic Investments)
EOT	Sklad za lastništvo zaposlenih (Employee Ownership Trust, UK model)
Esop	V tej študiji pa z izrazom Esop poimenujemo vse modele široko zastavljenih odkupov s strani zaposlenih prek namenske pravne osebe, ki se financirajo s prostim denarnim tokom podjetja (ameriški ESOP, britanski EOT in slovenski Esop).
ESOP	Program lastništva zaposlenih, ko se govori o Esop modelih v ZDA (kratica stoji za besedno zvezo Employee Stock Ownership Plan)
ESS+	Evropski socialni sklad plus
EU	Evropska unija
EUR	Evro
FI	Finančni instrument
FURS	Finančna uprava Republike Slovenije
GBER	Splošna uredba o skupinskih izjemah (General Block Exemption Regulation)
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co., globalni investicijski sklad
LZD	Lastniška zadruga delavcev
MDDSZ	Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti
MKRR	Ministrstvo za kohezijo in regionalni razvoj
MSP	Mala in srednja podjetja
RS	Republika Slovenija
SBA	Small Business Administration (ameriška zvezna agencija za MSP)
SID	SID banka – Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d.
SPIRIT	Javna agencija SPIRIT Slovenija
SPS	Slovenski podjetniški sklad
UL	Univerza v Ljubljani
ZDA	Združene države Amerike
ZLZD	Zakon o lastniški zadrugi delavcev

1 Povzetek študije

Študija podaja celovito oceno obsega in značilnosti tržne vrzeli na področju financiranja odkupov podjetij s strani zaposlenih ter oblikuje strokovne podlage in priporočila za vzpostavitev namenskega finančnega instrumenta v okviru Evropskega socialnega sklada plus (ESS+) za programsko obdobje 2021–2027.

1.1 Ocena tržne vrzeli

Na podlagi analiz o nasledstvu lastništva in finančnih zmogljivostih slovenskih podjetij se ocenjuje, da se bo v naslednjem desetletju prenos lastništva izvedel v približno 4.000 podjetjih v segmentih mikro (z več kot 5 zaposlenimi), malih in srednjih podjetij. Med njimi približno 11 % lastnikov izraža visoko, dodatnih 21 % pa zmerno pripravljenost za prodajo podjetja zaposlenim, kar skupaj predstavlja okoli 400 (scenarij ožjega interesa) oziroma 1.200 podjetij (scenarij širšega interesa) in v primeru širšega interesa, 20.000 delovnih mest.

Skupna ocenjena vrednost podjetij z izraženim interesom za takšen prenos znaša med 1,2 in skoraj 4 milijardami EUR, kar pomeni potencialno povpraševanje po zunanjem financiranju v višini med 300 milijoni in 1 milijardo EUR. Ker se v Sloveniji v zadnjih desetletjih odkupi podjetij s strani zaposlenih niso izvajali oziroma financirali, je ocenjena tržna vrzel v celoti enaka ocenjenemu povpraševanju po zunanjem financiranju.

Večina teh podjetij se nahaja v zahodni kohezijski regiji, kjer je v scenariju ožjega interesa ocenjen delež okoli dveh tretjin celotnega povpraševanja, medtem ko je v scenariju širšega interesa razmerje bolj uravnoteženo.

1.2 Ključne ovire pri razvoju trga

Analiza poglobljenih intervjujev z lastniki in finančnimi institucijami potrjuje, da trg za financiranje odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji še ni razvit. Ključne ovire vključujejo pomanjkanje ustreznih zavarovanj, zadržanost institucij zaradi nepoznavanja modela Esop, odsotnost mehanizmov delitve tveganj ter nizko informiranost deležnikov o možnostih prenosa lastništva na zaposlene.

Izkušnje razvitih trgov (ZDA, Združeno kraljestvo) kažejo, da se takšni trgi oblikujejo le ob aktivni vlogi države – zlasti prek jamstvenih shem, davčnih spodbud in razvojnih skladov. Ta intervencija je v slovenskem kontekstu še pomembnejša zaradi relativne nerazvitosti domačega kapitalskega trga, omejenih institucionalnih vlagateljev in nizke ponudbe dolgoročnih virov kapitala. Brez usmerjene javne podpore bi se razvoj trga za financiranje Esop transakcij oblikoval le počasi in z omejenim učinkom.

Sprejetje Zakona o lastniški zadrugi delavcev (ZLZD) dne 23. oktobra 2025 pa po drugi strani predstavlja prvi ključni sistemski mejnik razvoja tega trga, saj vzpostavlja pravno in

davčno podlago za model Esop in omogoča uporabo javnih ter kohezijskih sredstev za financiranje tovrstnih prenosov.

1.3 Predlagana zasnova finančnega instrumenta

Intervjuvane finančne institucije ter SID banka kot potencialni upravljavec finančnih instrumentov so izrazile interes za sodelovanje pri financiranju odkupov s strani zaposlenih, pod pogojem, da je zagotovljena ustrezna kombinacija instrumentov delitve tveganj in tehnične podpore, ob zmernih administrativnih zahtevah glede poročanja porabe.

Na podlagi analize potreb trga, primerjalne prakse iz tujine in institucionalnih zmožnosti se predlaga vzpostavitev kombinirane sheme finančnih instrumentov in nepovratnih ukrepov v okviru programa ESS+.

Osrednji del sheme bi predstavljala jamstvena shema za prvo izgubo, zasnovana kot portfeljsko jamstvo z javnim kritjem prvih izgub. Takšna struktura bi omogočila znižanje zaznanih tveganj bank, povečala dostopnost financiranja in znižala obrestne mere za končne upravičence. Banke so v intervjujih navedle, da bi tak model med ponujenimi možnostmi daleč najbolj podpirale.

Jamstvena shema se lahko po potrebi dopolni s subvencijo obrestne mere, ki bi v začetnem obdobju odplačevanja še dodatno znižala efektivno obrestno mero. To bi povečalo finančno vzdržnost projektov in izboljšalo denarni tok podjetij po odkupu. Intervjuji z lastniki podjetij so pokazali, da so stroški financiranja eden glavnih razlogov, zaradi katerih so tovrstni odkupi trenutno finančno nevzdržni.

Za zagotovitev čimprejšnje izvedbe pilotnega programa se priporoča uporaba že obstoječega instrumenta SID banke – posojilom z vgrajenim jamstvom za prvo izgubo[1] - ki je bankam poznan in upravno preverjen. Tak pristop bi omogočil hitrejši zagon, saj bi temeljil na preverjeni strukturi, hkrati pa vsebuje ključne elemente predlaganega instrumenta (delitev tveganj in posredna subvencija obrestne mere).

1.4 Pomen nepovratnih sredstev v obliki tehnične pomoči

Poseben pomen ima tudi nepovratna podpora v obliki tehnične pomoči, namenjena lastnikom, zaposlenim in finančnim posrednikom pri pripravi in izvedbi Esop transakcij (vrednotenje, strukturiranje, pravno in finančno svetovanje), ter standardizaciji pravne in druge dokumentacije pri Esop odkupih - slednje lahko pomembno znižalo transakcijske stroške bank.

[1] V študiji uporabljamo termin “jamstvo za prvo izgubo” (angl. “first loss guarantee”), ki je usklajen z uporabo v uredbah EU. Tu gre sicer za jamstvo s kritjem prve izgube, pri čimer kritje izgub prevzame javna agencija.

Priporočeno je, da se tehnična pomoč izvaja ločeno od finančnega instrumenta, kar bi omogočilo dostop tudi podjetjem, ki ne potrebujejo zunanjega financiranja, vendar želijo profesionalizirati svoje Esop strukture.

Ker SID banka nima izkušenj na področju izvajanja tehnične pomoči, se predlaga, da se upravljanje tega dela programa dodeli drugemu usposobljenemu izvajalcu.

1.5 Pričakovani učinki

Predlagani instrument lahko bistveno prispeva k premostitvi prepoznane tržne vrzeli ter k ohranitvi do 20.000 delovnih mest v podjetjih, kjer bi brez ustreznih mehanizmov nasledstva obstajalo tveganje prenehanja dejavnosti. Vzpostavitev tržnega mehanizma za financiranje Esop odkupov bi spodbudila razvoj novega ekosistema deležnikov in omogočila mobilizacijo znatnih zneskov zasebnega kapitala, ocenjenih do 1 milijarde EUR v daljšem obdobju. S tem bi Slovenija okrepila socialno odgovorno lastništvo in dosegla pomemben prispevek k ciljem programa ESS+ ter Strategije za MSP 2021–2027, z dolgoročnim učinkom na odpornost, konkurenčnost in trajnost podjetniškega sektorja.

2 Uvod

Pričujoča študija ponuja vpogled v obseg in značilnosti tržne vrzeli pri financiranju odkupov s strani zaposlenih v slovenskem gospodarstvu ter podaja smernice za oblikovanje namenskega finančnega instrumenta in vzpostavitev drugih podpornih mehanizmov v okviru evropskih kohezijskih in strukturnih skladov.

Študija je bila pripravljena v luči prizadevanj Vlade Republike Slovenije (»RS«) za spodbujanje (so)lastništva zaposlenih prek t. i. modela Esop, ki je od letošnjega leta v Sloveniji zakonsko podprt. Novi Zakon o lastniški zadrugi delavcev (»ZLZD«), sprejet 23.10.2025, namreč zagotavlja pravno podlago in davčno spodbuja široko zastavljene odkupe s strani zaposlenih po zgledu uspešnih mednarodnih praks, hkrati pa ustvarja pogoje za vzdrževanje notranjega lastništva. Model Esop vzpostavlja mehanizem za odkup deleža ali delnic podjetja prek namenske pravne osebe – po ZLZD je to lastniška zadruga delavcev (»LZD«). Pridobitev kapitalske naložbe v imenu zaposlenih LZD financira s posojilom, ki ga odplačuje iz prostih denarnih tokov matičnega podjetja (t. i. odkup prek vzvoda). Primarni namen zakona je razširiti nabor orodij za nasledstvo, ki so na voljo slovenskim podjetjem, ter z odpravo finančnih ovir in težav pri usklajevanju zaposlenim omogočiti, da izziv nasledstva pretvorijo v priložnost za vstop v lastništvo podjetja, v katerem delajo. Podobne zakone že desetletja poznajo v Združenih državah Amerike (»ZDA«) in v Združenem Kraljestvu, od leta 2024 pa tudi v Kanadi. Slovenija sistemsko podporo modelu Esop kot prva uvaja v območju Evropske unije (»EU«). Ukrep se umešča v širša prizadevanja Vlade RS in institucij EU za spodbujanje enakomernega in trajnostnega gospodarskega razvoja ter ustvarjanje kakovostnih delovnih mest v kontekstu staranja prebivalstva, naraščajočega demografskega neravnovesja, gospodarske negotovosti in prelomnih tehnoloških sprememb.

Študija je razdeljena na enajst vsebinskih poglavij, ki sistematično vodijo od postavitve ciljev (drugo poglavje) in opredelitve metodološkega pristopa do konkretnih priporočil za oblikovanje finančnega instrumenta; tretje poglavje opisuje metodološki okvir in uporabljene raziskovalne pristope. Ti vključujejo kombinacijo kvalitativnih in kvantitativnih analiz, pregled relevantne literature ter poglobljene intervjuje s ključnimi deležniki – lastniki podjetij, finančnimi institucijami in SID Banko kot predvidenim administratorjem instrumenta.

Četrto poglavje prinaša pregled potencialno primernih finančnih instrumentov znotraj programskega obdobja ESS+ 2021–2027, vključno z oceno njihovega učinka in ustreznosti za slovenski trg ter analizo operativnih zahtev za njihovo izvedbo v okviru kohezijskih sredstev. Peto poglavje nadaljuje s predhodno oceno razvoja trga, z analizo praks iz tujine (ZDA, Združeno Kraljestvo) ter primerjavo s slovenskim kontekstom, pri čemer se osredotoča na institucionalne in finančne pogoje za razvoj trga odkupov s strani

zaposlenih. Šesto poglavje gradi na ugotovitvah prejšnjih dveh in vsebuje kvantitativno oceno tržne vrzeli na področju financiranja odkupov s strani zaposlenih, ki temelji na podatkih o nasledstvu lastništva in finančnih zmogljivostih slovenskih podjetij.

S sedmim poglavjem, ki naslavlja vidik zaposlenih kot končnih prejemnikov koristi Esop sheme, začnemo s pregledom ključnih deležnikov in njihovih pogledov ter poudarkov. Ker Esop shema v slovenski praksi še ni zaživela, poglobljeni intervjuji z zaposlenimi niso bili možni in bi bili tudi metodološko neustrezni. Poudarek je zato dan ocenjenim koristim glede na študije iz tujine in kvantitativni oceni ogroženosti delovnih mest v primeru, da se ugotovljena vrzel iz šestega poglavja ne bi premostila. Osmo poglavje obravnava vidik lastnikov podjetij, poudarek pa je dan njihovim motivacijam, pričakovanjem in zaznanim oviram pri prenosu lastništva na zaposlene. Deveto poglavje se posveča vidiku finančnih institucij in povzema ugotovitve poglobljenih intervjujev o pripravljenosti bank in drugih financerjev za vključitev v financiranje tovrstnih transakcij. Deseto poglavje zaokrožuje sklop deležnikov, saj obravnava ključno vlogo administratorja sredstev, SID banke. Glavni vsebinski sklopi desetega poglavja so vidik izvedljivosti instrumenta, institucionalna vloga in administrativne zahteve.

Enajsto poglavje povzema ključne ugotovitve študije ter oblikuje končna priporočila za zasnovo finančnega instrumenta, namenjenega premostitvi ugotovljene tržne vrzeli. Dvanajsto poglavje zaključuje študijo s povzetkom temeljnih spoznanj in predlogom nadaljnjih korakov za vzpostavitev tržnega mehanizma financiranja odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji.

3 Cilji študije in opredelitev ključnih deležnikov

3.1 Cilji študije

Namen te študije je pripraviti strokovno in izvedbeno podlage za oblikovanje finančnega instrumenta, ki bo omogočal učinkovito financiranje odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji ter s tem premostil obstoječo tržno vrzel na tem področju.

Študija ima dva osrednja cilja:

1. Oceniti obseg in značilnosti tržne vrzeli pri financiranju odkupov s strani zaposlenih, ter prepoznati ključne dejavnike, ki omejujejo dostop do finančnih virov na podlagi poglobljenih intervjujev z lastniki podjetij, finančnimi institucijami in administratorjem sredstev ter predhodnih študij.
2. Na podlagi analize pripravljenosti trga in dobrih praks iz tujine zasnovati finančni instrument, ki bo:
    - izvedljiv znotraj institucionalnega okvira finančnih instrumentov Evropskega Socialnega Sklada Plus (»ESS+«), vključujoč z zahtevami za črpanje kohezijskih sredstev, in SID banke kot administratorja,
    - skladen s potrebami trga in zmožnostmi komercialnih bank,
    - uravnotežen z vidika tveganja, donosnosti in družbenega učinka.

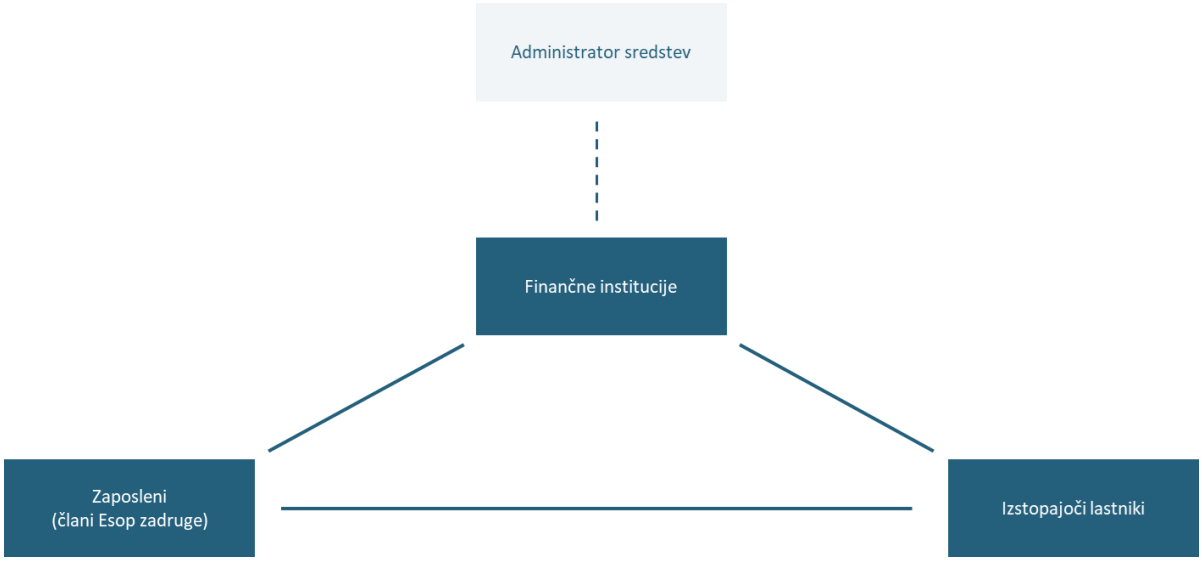
3.2 Opredelitev ključnih deležnikov

Študija celovito analizira vidike vseh ključnih deležnikov, vključno s financerji (finančnimi institucijami in administratorjem finančnih instrumentov ESS+), izstopajočimi lastniki ter zaposlenimi, ki prek modela Esop postanejo (so)lastniki podjetja. Posebna pozornost je namenjena prvim trem skupinam – lastnikom, finančnim institucijam in upravljavcu sredstev –, saj so bile z vsemi izvedene poglobljene intervjuji v okviru te študije.

Vidik zaposlenih je obravnavan z analitično in teoretično perspektive zaradi metodoloških omejitev, predstavljenih v poglavju 3. Kljub temu je vključitev njihovega vidika ključnega pomena, saj so zaposleni v modelu Esop končni upravičenci koristi, ki jih omogočajo finančni instrumenti in politika spodbujanja delavskega lastništva.

Slika 1 prikazuje ključne deležnike, vključene v proces vzpostavitve (so)lastništva zaposlenih.

Slika 1: Ključni deležniki procesa vzpostavitve solastništva zaposlenih



Študija prispeva k pripravi predhodne (»ex-ante«) ocene za uvedbo finančnih instrumentov ESS+ v okviru programskega obdobja 2021–2027 ter služi kot strokovna podlaga za odločitev Ministrstva za kohezijo in regionalni razvoj (»MKRR«) o morebitni uvedbi namenskega instrumenta za odkupe podjetij s strani zaposlenih.

4 Metodološki pristop

Pri pripravi te študije je bila uporabljena kombinacija kvalitativnih in kvantitativnih metod, s katerimi smo želeli oblikovati strokovne in izvedbene smernice za vzpostavitev finančnega instrumenta, namenjenega premostitvi tržne vrzeli na področju financiranja odkupov s strani zaposlenih. Namen metodološkega pristopa je bil zagotoviti celovit vpogled v stanje trga, pripravljenost ključnih deležnikov ter identificirati učinkovite rešitve, skladne z dobrimi praksami v Evropski uniji.

4.1 Splošen pristop k analizi

V študiji smo uporabili naslednje raziskovalne pristope:

- **Kvalitativni pregled in sinteza literature o dobrih praksah**: izveden je bil sistematičen pregled akademskih, strokovnih in programskih virov, ki obravnavajo primere uspešnih modelov financiranja odkupov s strani zaposlenih v EU, Združenem kraljestvu in ZDA. Analiza je bila usmerjena v razumevanje institucionalnih mehanizmov, davčnih spodbud ter javnih finančnih instrumentov, ki so spodbudili razvoj trga.
- **Kvalitativni pregled in analiza instrumentov v uporabi v državah članicah EU**: pregledali smo obstoječe sheme in instrumente, ki jih uporabljajo države članice za premostitev tržnih vrzeli pri nasledstvu podjetij (npr. garancijske sheme, podrejena posojila, skladi tehnične pomoči). Poseben poudarek je bil na prenosljivosti teh modelov v slovenski kontekst.
- **Kvantitativna analiza tržne vrzeli**: na podlagi podatkov iz nacionalnih raziskav o nasledstvu lastništva smo ocenili potencialni obseg odkupov s strani zaposlenih v naslednjem desetletju. Študija je podrobneje predstavljena v poglavju 5.
- **Kvalitativni pregled mednarodne literature o učinkih Esop modelov ter kvantitativna ocena potencialno izgubljenih delovnih mest** ob neobstoju trga za lastniške prenose – z namenom ocene koristi za končne prejemnike, tj. zaposlene člane zadrug.
- **Kvalitativna analiza preko poglobljenih intervjujev**: izvedli smo serijo strukturiranih poglobljenih intervjujev z izstopajočimi lastniki podjetij v Sloveniji, predstavniki finančnih institucij ter SID banke kot upravljavcem holdinškega sklada in predvidenim administratorjem projekta, z namenom pridobiti neposredne vpoglede v zaznane ovire, apetit po tveganju in možne modele sodelovanja pri financiranju Esop transakcij.

- **Sinteza ugotovitev in oblikovanje priporočil**: vse zbrane podatke smo povezali v integriran analitični okvir, ki omogoča primerjavo med stanjem na slovenskem trgu in izbranimi primeri dobrih praks iz tujine. Rezultat je nabor priporočil za oblikovanje finančnega instrumenta, ki naj bi učinkovito naslovil ugotovljeno tržno vrzel ter omogočil postopno aktivacijo finančnih institucij pri podpori Esop modela.

Tak pristop omogoča, da so priporočila zasnovana na trdnih empiričnih temeljih, hkrati pa ostajajo prilagodljiva glede na institucionalne posebnosti slovenskega finančnega sistema.

V naslednjih podpoglavjih natančneje opredeljujemo pristop k izvedbi intervjujev.

4.2 Pristop k analizi vidika zaposlenih, članov Esop zadruge

4.2.1 Metoda zbiranja podatkov

V tej fazi analize nismo izvedli intervjujev z zaposlenimi, kot v drugih delih raziskave. Razlog za to je, da v času priprave poročila še ni bilo vzpostavljenih zadrug zaposlenih, ki bi delovale po novem zakonu o udeležbi delavcev pri lastništvu, sprejetem 23. oktobra 2025.

Ker torej še ni praktičnih primerov delovanja Esop zadrug po ZLZD, bi bilo izvajanje intervjujev ali anket z zaposlenimi, ki koncepta še ne poznajo, metodološko manj ustrezno. Preden se zaposleni lahko opredelijo do potencialnih koristi ali izzivov članstva v Esop, bi bilo potrebno obsežno informiranje in usposabljanje z razlago koncepta, njegovih finančnih in upravljavskih učinkov ter možnih osebnih koristi. V odsotnosti teh osnovnih pogojev se pričakuje, da ankete ne bi pokazale relevantnih rezultatov.

Zato smo se vprašanja vpliva Esop na zaposlene lotili posredno, z dvema komplementarnima pristopoma:

1. Empirični povzetek ugotovitev iz tujih trgov, predvsem ZDA, kjer ima model solastništva (ESOP) dolgo tradicijo in je bilo tako opravljeno že večje število študij o učinkih tovrstnih modelov na produktivnost, stabilnost podjetij in premoženje zaposlenih (poglavje 8.2).
2. Kvantifikacija učinka ohranjanja delovnih mest, ki bi se lahko izgubila v primerih, kjer prodaja podjetja zaposlenim ne bi bila izvedljiva. Ta vidik je podrobneje obravnavan v okviru vidika zaposlenih, kjer ocenjujemo potencial Esop struktur za preprečevanje izgube delovnih mest ob lastniških prehodih (poglavje 8.3).

4.3 Pristop k analizi vidika izstopajočih lastnikov

4.3.1 Metoda zbiranja podatkov

V raziskavi je bila uporabljena metoda poglobljenega intervjuja, strukturiranega v štiri vsebinske sklope. Vsak sklop je imel vnaprej pripravljen nabor raziskovalnih vprašanj, ki so služila kot izhodišče in okvir za izvedbo intervjuja. Med potekom intervjuja je bil pristop raziskovalca prilagodljiv – globina obravnave posameznih tem se je sproti prilagajala odgovorom intervjuvanca ter njegovemu boljšemu ali slabšemu poznavanju tematike. S tem je bilo zagotovljeno, da je intervjuvanec podajal odgovore v okviru lastnih kompetenc. Takšen pristop je omogočil pridobitev relevantnih in informiranih odgovorov na področjih, ki so intervjuvancem dobro poznana.

4.3.2 Izbor intervjuvancev

V študiji je bilo izvedenih deset poglobljenih intervjujev z lastniki podjetij, pri čemer je bila izbrana metoda utemeljena z namenom razumevanja njihovih specifičnih izkušenj, percepcij in pristopov, ki jih kvantitativni pristopi ne morejo primerno nasloviti. Izbrani vzorec podjetij je obsegal šest podjetij iz vzhodne kohezijske regije in štiri podjetja iz zahodne kohezijske regije. Med temi je bilo po eno veliko in eno malo podjetje, pet srednje velikih podjetij in tri mikro podjetja (op. klasifikacija povzeta po spletnem portalu AJPES v septembru 2025).

Vzorec smo opredelili na podlagi predhodnega preverjanja zanimanja za prehod v solastništvo zaposlenih (t.j. pozitiven odnos do solastništva zaposlenih, pri čemer naklonjenost ni bila pogojena z določenim modelom ali deležem solastništva). Prav tako smo kot pogoj za vključitev v vzorec predvideli v preteklosti izkazano zanimanje za solastništvo zaposlenih, morebitne poizkuse ali implementacijo solastništva. Navedeni nabor pogojev nam je omogočal, da smo intervjuje opravili z lastniki, ki so v preteklosti že razmišljali o procesu prehoda v solastništvo zaposlenih in s tem povezanih ovirah oz. izzivih ter rešitvah. Izbrani intervjuvanci so tako že izkazovali določeno stopnjo poznavanja materije in si izoblikovali lastne poglede na raziskovano področje.

Iz relevantne literature in prakse ne izhaja, da bi bil k solastništvu zaposlenih z uporabo modela Esop naklonjen določen tip podjetja, bodisi po velikosti, bodisi po panogi. Ne glede na to pa smo pri izboru intervjuvancev kljub majhnemu vzorcu skušali zagotoviti zastopanost relativno širokega razpona tako po dejavnosti kot velikosti podjetij.

S ciljem pridobivanja iskrenih odgovorov na zastavljena vprašanja smo vzeli v obzir njihove zadržke glede javnega izpostavljanja in zagotovili anonimnost njihovih odgovorov tako v smislu prikritja imena intervjuvanca kot tudi podjetja. Za primere naknadnega preverjanja podrobne podatke hranimo v našem arhivu. V nadaljevanju podajamo preglednico z osnovnimi podatki o podjetju oz. vlogi intervjuvanca v okviru podjetja.

4.3.3 Vsebina intervjujev

Izhodiščna vprašanja so bila oblikovana v okviru štirih sklopov, ki so bili predhodno usklajeni z naročnikom študije in sicer:

1. Interes za prehod v lastništvo zaposlenih in vloga tega pri ohranjanju delovnih mest
2. Ovire za prehod v solastništvo zaposlenih
3. Vrsta sredstev in finančnih inštrumentov za prehod
4. Obstoječe izkušnje z dostopanjem do finančnih sredstev

4.3.4 Potek intervjujev in analiza

Intervjuji so v povprečju trajali 90 minut, pri čemer je bilo v povprečju prvih dvajset minut namenjenih seznanitvi z raziskavo oz. njenimi cilji in trenutnim stanjem oz. zadnjimi javno razpoložljivimi podatki pobude Esop (op. tekom intervjujev je bil ZLZD, ki uvaja ugodnosti in obveze v povezavi s shemo Esop, v parlamentarnem postopku). Sledil je intervju strukturiran v štiri sklope (op. vprašanja, na podlagi katerih je bila usmerjana razprava tekom intervjuja, predstavljamo v nadaljevanju). Glede na zahtevnost časa, v katerem živimo, so intervjuvancem pogosto bežale misli v trenutne varnostne, gospodarske oz. poslovne razmere ter izjemno nepredvidljivost, ki jo dodatno prinašajo skorajšnje parlamentarne volitve v RS. Izkazalo se je, da je zlasti slednje predstavljalo poseben izziv, saj je bil naš cilj pridobiti verodostojne poglede brez pretiranega (čustvenega) naboja. Tovrstnih opažanj oz. odgovorov intervjuvancev v analizo nismo vključevali in jih zaradi nepovezanosti s ciljem raziskave nismo dokumentirali.

Analiza podatkov zbranih tekom intervjujev smo opravili na podlagi transkripcij, pri čemer smo se osredotočali na prepoznavanje vzorcev in skupnih točk. Prav tako smo bili pozorni na kontekst in kakovost argumentacije določenih pogledov, saj ta nakazuje na poglobljeno poznavanje in razumevanje raziskovanega področja ter s tem povečuje relevantnost podanih odgovorov. Poročilo smo zastavili kot sintezo izraženih stališč umeščenih v smiselno sosledje štirih sklopov vprašanj in njihovega sosledja, kot izhaja iz priloženega nabora okvirnih vprašanj.

Zvočni posnetki bodo hranjeni za obdobje 5 let.

4.4 Pristop k analizi pripravljenosti finančnih institucij

4.4.1 Izbor finančnih institucij

Analiza stališč finančnih institucij je temeljila predvsem na kvalitativnem pristopu. Namen raziskave je bil zajeti ključne udeležence iz vseh segmentov finančnega trga v Sloveniji, ki bi lahko imeli vlogo pri financiranju odkupov s strani zaposlenih. Vzorec je zato vključeval tri komercialne banke – eno večjo regionalno banko z izrazitim tržnim

deležem na slovenskem trgu, eno veliko regionalno banko z manjšim deležem na slovenskem trgu, ter manjšo lokalno banko, prisotno izključno na slovenskem trgu. Poleg tega sta bila vključena še manjši pokojninski sklad in sklad zasebnega dolga. Izbrane institucije se med seboj razlikujejo po apetitu do tveganja, internih pogojih financiranja ter stroških posojenega kapitala, kar omogoča celovit vpogled v raznolikost pristopov in omejitev pri financiranju tovrstnih transakcij.

Ker je bila raziskava osredotočena predvsem na dolžniške oblike financiranja, skladi zasebnega kapitala niso bili vključeni v vzorec.

Cilj je bil tako pokriti celoten spekter relevantnih virov financiranja v Sloveniji in ugotoviti, kje bi bilo najprimerneje umestiti javno podporo oziroma razvoj namenskih finančnih instrumentov za Esop.

4.4.2 Vsebina intervjujev

Intervjuji so bili izvedeni v septembru in oktobru 2025, torej v obdobju tik pred sprejemom ZLZD. Čeprav v času intervjujev zakon še ni bil formalno sprejet, so bila njegova ključna določila že javno dostopna, zato so bili vsi intervjuvanci predhodno seznanjeni s povzetkom zakonskega predloga in razlago, kaj prinaša za področje odkupov s strani zaposlenih.

Vsaka institucija je prejela strukturiran vprašalnik, ki je vključeval pet vsebinskih sklopov:

1. Obstoječe kreditne aktivnosti – pregled trenutne ponudbe, obsega posojanja malim in srednjim podjetjem (»MSP«) in izkušenj s prenosom lastništva.
2. Zaznana tveganja – ključne ovire in percepcije tveganj pri financiranju (delnih) odkupov zaposlenih.
3. Pripravljenost za razvoj produkta – ocena interesa in zmogljivosti za razvoj namenskih finančnih produktov.
4. Struktura finančnih instrumentov – pričakovanja glede primernih mehanizmov delitve tveganj (garancije, podrejeni dolg, subvencije).
5. Analiza študije primera Esop odkupa – razprava o konkretni finančni strukturi in njeni izvedljivosti v slovenskem kontekstu za lažje razumevanje in konkretnejšo razpravo.

Zaradi razlik v poslovnih modelih so bila nekatera vprašanja za banke zastavljena bolj podrobno, medtem ko je bil vprašalnik za sklade ustrezno poenostavljen. Oba vprašalnika sta priložena v prilogah.

4.4.3 Potek intervjuja, analiza in hranitev zapiskov oziroma posnetkov

Intervjuji so potekali v prostorih institucij v povprečnem trajanju 90 minut. Vsi pogovori, z izjemo enega, so bili zvočno posneti in kasneje pisno povzeti. Pri intervjuju, ki ni bil zvočno posnet, so bili vodeni podrobni zapiski. Zbrano gradivo je bilo analizirano po posameznih

tematskih sklopih in primerjalno obravnavano med institucijami. Na podlagi analize so bili identificirani skupni vzorci, razlike v stališčih ter ključni pogoji za večjo aktivacijo finančnih institucij pri podpori Esop projektom v prihodnje.

4.5 Pristop k analizi pripravljenosti administratorja sredstev

4.5.1 Izbira administratorja

V pogovorih z MKRR je bilo predlagano, da se pri pripravi novega finančnega instrumenta za odkupe s strani zaposlenih sodeluje z obstoječim upravljavcem – SID banko. Raziskovalna ekipa je tu zato preverila njeno pripravljenost in vlogo pri oblikovanju instrumenta.

4.5.2 Vsebina in namen intervjuja

V okviru študije smo s SID banko opravili več delovnih srečanj z namenom razumevanja vsebinskih preferenc in morebitnih administrativnih ovir pri oblikovanju ustreznega finančnega instrumenta.

Prvo srečanje je predstavljal poglobljeni intervju, ki je pokril naslednje vsebinske sklope:

1. Pripravljenost na vlogo administratorja
2. Izvedbeni model
3. Vsebinski pogled na možne instrumente
4. Tehnična pomoč
5. Multiplikator instrumentov in učinkovitost
6. Časovnica

Vprašalnik za administratorja je priložen na koncu študije.

Sledili sta dve dodatni srečanju katerih cilj je bil razjasniti določene usmeritve podane z intervjujem in pridobiti dodatne usmeritve za oblikovanje finančnega instrumenta.

4.5.3 Potek intervjuja, analiza in hranitev zapiskov oziroma posnetkov

Poglobljeni intervju je septembra 2025 potekal v prostorih SID banke in trajal 120 min. Vprašanja so služila kot opora. Pogovor je bil zvočno posnet in kasneje zapisan. Zvočni posnetek in zapis intervjuja bosta hranjena za obdobje 5 let.

Nadaljnji srečanji sta potekali oktobra 2025 prek spleta in trajali približno 60 minut. Ker sta bili namenjeni predvsem razjasnitvi izbranih vsebinskih vprašanj in potrditvi posameznih izhodišč, ni bilo obravnavano kot samostojen intervju, temveč kot dopolnilni strokovni posvet.

5 Podporni mehanizmi za razvoj trga financiranja odkupov s strani zaposlenih

Evropski kohezijski in strukturni skladi ponujajo širok nabor instrumentov, s katerimi je mogoče podpreti razvoj trga financiranja lastniških odkupov zaposlenih. Ključni med njimi je ESS+, ki s svojim mandatom lahko podpre področje odkupov s strani zaposlenih, in hkrati omogoča različne oblike kombiniranega financiranja, finančnih instrumentov in tehnične pomoči.

V okviru programa je mogoče vzpostaviti:

- finančne instrumente, kot so posojila, garancije in kvazi-lastniški ter lastniški instrumenti, in
- nepovratne instrumente kot so subvencije obrestnih mer, investicijska nepovratna sredstva in tehnična pomoč, namenjena pripravi, strukturiranju in izvajanju transakcij odkupov s strani zaposlenih, skupaj s sistemskimi ukrepi za krepitev institucionalnih zmogljivosti, standardizacijo postopkov in usposabljanje ključnih deležnikov.

Pomemben del tega okvirja predstavlja uporaba kohezijskih sredstev, ki zagotavljajo glavni finančni vir za izvedbo navedenih ukrepov. Ustrezno načrtovana uporaba kohezijskih mehanizmov omogoča vzpostavitev trajnostnega in dostopnega sistema financiranja transakcij odkupov ter učinkovito izvajanje spremljevalnih podpornih dejavnosti.

Vprašanje uporabe finančnih instrumentov je bilo naslovljeno tako v okviru intervjujev z lastniki podjetij kot v pogovorih z bankami in upravljavcem Holdinškega sklada.

V razpravah z lastniki je bil poudarek predvsem na praktičnih vidikih instrumentov, zlasti glede administrativnih postopkov, ročnosti financiranja in višine obrestne mere. Vsebinski vidiki posameznih instrumentov so bili redkeje naslovljeni, kar kaže na to, saj je za lastnike najpomembnejši dostop do financiranja pod ustreznimi pogoji, ne pa nujno sami strukturi instrumenta.

Po drugi strani so bili v pogovorih z bančnimi deležniki in SID banko bolj poglobljeno obravnavani tehnični elementi zasnove finančnega instrumenta. Razprava je vključevala presojo primernosti različnih oblik podpore (npr. garancij, subvencij obrestne mere, junior tranš) z vidika zaznanih tveganj in njihove možne mitigacije. S SID banko so bili posebej obravnavani tudi finančni učinki posameznih zasnov na multiplikator javnih sredstev in kapitalske učinke za sodelujoče banke.

V nadaljevanju poglavja so podrobneje predstavljene posamezni finančni instrumenti, oblike nepovratnih sredstev ter možnosti uporabe kohezijskih sredstev pri njihovi izvedbi.

Lastniških in navideznih lastniških instrumentov v spodnjih poglavjih ne obravnavamo zaradi njihove neustreznosti za financiranje ESOP struktur. Slednje namreč temeljijo na notranjem odkupu prek dolžniškega financiranja, ne pa na zunanjem kapitalskem vložku. Vstop zunanjega investitorja ni skladen s ciljem modela – prenosom lastništva na zaposlene in dolgoročno ohranitvijo podjetja v notranji lasti – saj lahko vzpostavi neustrezno lastniško in donosno dinamiko.

5.1 Vrste finančnih instrumentov v okviru ESS+

Za vsak instrument opišemo delovanje, vpliv na izvedljivost odkupa s strani zaposlenih, primer uporabe v EU ter finančni multiplikator – razmerje med sproženim financiranjem in vloženimi javnimi sredstvi. Pri tem se naslanjamo na relevantno literaturo in študije primerov uporabe tovrstnih finančnih instrumentov v EU programih.

5.1.1 Dolžniški instrumenti s sorazmerno delitvijo tveganj

5.1.1.1 Opis instrumenta

Dolžniški instrumenti oziroma posojila so najpreprostejši finančni instrument: programi ESS+ lahko financirajo posojilne sklade ali zagotovijo sofinanciranje bankam, ki nato posojajo ciljnim skupinam.

V posojilnih shemah javni sklad nameni del sredstev posrednim finančnim posrednikom (komercialnim bankam ali skladom zasebnega dolga) v obliki namenskega posojilnega sklada. Ti nato, v okviru dogovorjenih pogojev, odobravajo posojila končnim upravičencem – v tem primeru podjetjem v postopku odkupa s strani zaposlenih oziroma del.

Posojilo je običajno kombinirano s sredstvi komercialnih bank, da se doseže multiplikativni učinek, pri čimer se tveganja delijo sorazmerno glede na delež. Uporablja se, kadar so finančni posredniki zadržani pri neposrednem kreditiranju na novo ustanovljene delavske zadruge (ali operativna podjetja, ki bi sredstva posodila zadrugi za namen odkupa deleža).

Instrument pogosto temelji na principu kombiniranega financiranja: javni vir zagotovi ugodnejši del posojila (npr. 0 % obrestno mero), komercialni partner pa doda svoj del po tržnih pogojih. Povprečna obrestna mera za končnega upravičenca je zato bistveno nižja, kot bi bila pri samostojnem tržnem financiranju. S tem se doseže učinek, podoben subvenciji obrestne mere, hkrati pa se javna sredstva vračajo v sklad in se lahko ponovno uporabijo v naslednjih ciklih financiranja.

V okoliščinah presežne likvidnosti bančnega sistema, posojilni instrument ni optimalna oblika javne intervencije, saj banke že razpolagajo z zadostnimi viri za kreditiranje. Ključna

omejitev trga ni pomanjkanje likvidnosti, temveč zaznano tveganje pri financiranju odkupov s strani zaposlenih. V takem okolju se zato kot učinkovitejši instrumenti izkažejo jamstvene sheme, ki neposredno zmanjšujejo tveganje in hkrati ohranjajo tržni mehanizem odločanja bank o financiranju.

5.1.1.2 Primernost instrumenta za podporo odkupom s strani zaposlenih

Posojila kot finančni instrument so primerna predvsem v primerih, ko trg izkazuje omejeno pripravljenost bank za samostojno kreditiranje ciljnih skupin, vendar obstaja osnovna institucionalna infrastruktura in kapaciteta za izvajanje posojilnih operacij.

Posojilna shema pa lahko kljub temu odigra pomembno vlogo v začetni fazi razvoja trga, kjer je potrebno vzpostaviti referenčne primere in spodbuditi prvo generacijo tovrstnih transakcij.

5.1.1.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Pri oceni finančnega multiplikatorja posojil upoštevamo podatke iz obstoječih evropskih programov in poročil FI-Compass. V obdobju 2014–2020 je bila mediana razmerja (multiplikatorja) za posojilne instrumente v EU finančnih mehanizmih približno 1,3×. To pomeni, da je za vsak evro javnih sredstev, vloženih v posojilni instrument, nastalo okoli 1,3 evra novih posojil podjetjem.[2]

V prakso slovenske Esop sheme bi to po pričakovanjih prineslo razmeroma nizek vzvodni učinek – ker se vloženi evro posojila neposredno vrne samo enkrat prek poplačila dolga, je efekt sproščenega financiranja omejen.

5.1.2 Jamstvene sheme s sorazmerno delitvijo tveganj

V skladu s pravili ESS+ lahko upravljavski organi ustanovijo garancijske sklade za podporo posojilom, ki prispevajo k doseganju ciljev programa (na primer odkupi podjetij s strani zaposlenih). Jamstvene sheme so lahko strukturirane kot pari passu ali jamstvo za prvo izgubo (obravnavan v naslednji sekciji).

5.1.2.1 Opis instrumenta

Pri pari passu jamstveni shemi javni sklad ali javna agencija in posojilodajalec sorazmerno delita tveganje in izplačila po vsakem posojilu v portfelju: jamstvo pokriva vnaprej dogovorjeni delež glavnice, preostanek tveganja pa nosi banka. Višina jamstva se praviloma giblje med približno 30 in 80%,[3], pri čimer je 50% pogosta višina kritja pri EU finančnih instrumentih. Obenem je določena tudi kapica portfelja (npr. skupna izplačila

[2] (fi-compass & European Investment Bank/European Commission, 2024)
[3] (Chatzouz, Gereben, Lang, & Torfs, 2017)

do ~20 % portfelja), kar zagotavlja usklajenost interesov, kreditno disciplino bank in skladnost s pravili o državnih pomočeh (banka praviloma zadrži ≥ 20 % tveganja).

Običajno gre za nefinancirano obveznost: javna sredstva se porabijo le, če nastanejo izgube. V nasprotnem primeru se sredstva iz oblikovanih rezervacij (jamstvena zmožnost) lahko znova uporabijo.

5.1.2.2 Primernost instrumenta za podporo odkupom s strani zaposlenih

Pari passu struktura znižuje vnaprej ocenjeno tveganje bank in odpravlja problem pomanjkanja zavarovanj pri odkupih s strani zaposlenih, kjer Esop zadruge običajno nimajo sredstev za zastavo. Posledično banke lažje in raje odobrijo posojila, pogosto z ugodnejšimi pogoji financiranja (nižja obrestna mera, daljša ročnost), kar poveča verjetnost izvedljivosti odkupa.

Ker je tveganje deljeno na nivoju posameznega posojila, hkrati pa je delitev tveganj na nivoju portfelja pogosto omejena tudi s kapico, instrument ohranja kreditno disciplino bank in ima praviloma visok finančni multiplikator.

Nižji odstotek jamstva je primernejši za razvitejše trge, medtem ko nerazviti trgi načeloma potrebujejo višji odstotek jamstva.

5.1.2.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Zaradi pogojne narave obveznosti pari passu sheme dosegajo tovrstni instrumenti v EU programih visok multiplikator. V nekaterih Evropskih programih je bila mediana doseženega vzvoda ~7,8× (finančni instrumenti, podprti s strani Evropskega strukturnega in investicijskega sklada v obdobju 2014-2020)[4], v optimalnih primerih pa tudi višja. Višina vzvoda je pri tem odvisna od deleža kritja in od kapice skupnega jamstva na nivoju portfelja: višji delež javnega kritja pomeni nižji multiplikator (in obratno).

5.1.3 Jamstvene sheme za prve izgube

5.1.3.1 Opis instrumenta

Jamstva za prvo izgubo so pogoste oblike finančnih instrumentov v programih ESS+; gre za portfelijsko jamstvo, pri katerem javni sklad prevzame začetne (prve) izgube v portfelju posojil do dogovorjene skupne kapice prve izgube na nivoju portfelja (npr. 10–30 % portfelja) in do 80% posamezne transakcije[5]. Šele po izčrpanju tega sloja izgub izgube bremenijo finančne posrednike, ki ima s tem zagotovljen nadrejeni položaj. Mehanizem deluje kot nefinancirana oblika podrejene tranše v strukturah delitve tveganj. V primerjavi s pari passu je to intenzivnejša oblika zaščite za posojilodajalce, namenjena pospešitvi kreditiranja novih ali zaznano bolj tveganih tržnih segmentov.

[4] (European Commission, 2023)
[5] (European Investment Bank & European Commission, 2024)

5.1.3.2 Primernost instrumenta za podporo odkupom s strani zaposlenih

Mehanizem prve izgube dramatično izboljša razmerje med tveganjem in donosom za banke in druge senior financerje. Ker podrejeni sloj absorbira začetne izgube, so zasebni posojilodajalci pripravljeni na kreditiranje v večjem obsegu in po nižjih obrestnih merah. To je posebej pomembno pri oblikovanju finančnega trga v novih segmentih, kot so odkupi s strani zaposlenih, katerega banke zaradi pomanjkanja obstoječih primerov obravnavajo kot visoko tveganega. Instrument hkrati na strani bank deluje kvazi-kapitalsko, saj krepi absorpcijsko sposobnost portfelja in posredno poveča dolgoročno sposobnost banke za kreditiranje projektov.

5.1.3.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Tipični multiplikator shem jamstev za prvo izgubo je navadno nižji od jamstev pari passu, in se navadno giblje med 4x[6] in 6x[7], odvisno od deleža prve izgube in pričakovanih izgub. V okviru Junckerjevega načrta (2014–2020) je Evropski sklad za strateške naložbe (»ESSN«) za dolžniške operacije uporabljal 25 % kritje prve izgube portfelja; s tem je bil notranji multiplikator (razmerje med jamstvom in financiranjem) ocenjen približno na 4×[8].

5.1.4 Podrejeni dolžniški instrumenti

5.1.4.1 Opis instrumenta

Podrejeni dolžniški instrument oziroma instrument podrejenega dolga je strukturiran instrument, pri katerem javni akter prevzame najbolj tvegani del posamezne naložbe ali posojilnega portfelja (t.i. podrejeno tranšo), zasebni financerji pa zagotovijo preostala sredstva v manj tveganih, nadrejenih slojih. Pri tem nadrejeni sloj banke in drugi zasebni investitorji izgube utrpijo le v primeru, ko podrejeni sloj ne zadošča za pokritje celotnih izgub. Takšna ureditev izboljša razmerje med tveganjem in donosom za zasebne financerje, podobno kot jamstvo za prvo izgubo.

Glavna razlika v primerjavi z jamstvom prve izgube je v tem, da je podrejeni dolg dejanski finančni instrument, ne pa pogojna obveznost kot pri jamstvu. Pri jamstvu prve izgube javni sklad krije začetni del izgub, ki jih utrpi posojilodajalec po nastanku izgube, medtem ko se pri podrejenem dolgu javna sredstva neposredno vključijo v financiranje.

5.1.4.2 Primernost instrumenta za podporo odkupom s strani zaposlenih

Podrejeni instrument je primeren za financiranje odkupov, saj neposredno naslavlja ključne ovire razvoja trga tako, da zmanjšuje zaznano tveganje: ker so odkupi s strani zaposlenih nov pojav, jih banke ocenjujejo kot visoko tvegane in zato pogosto ne ponujajo financiranja ali ga pogojujejo s strožjimi zahtevami. Če javni sklad prevzame podrejeno

[6] (World Bank, 2016)
[7] (European Investment Bank, 2015)
[8] (World Bank, 2016)

tranšo – najbolj tvegani del posojila – s tem omeji tveganje drugih financerjev in omogoči vstop zasebnega kapitala pod ugodnejšimi pogoji (podobno kot pri jamstvih za prvo izgubo) – kot kvazi-kapitalski element, ki okrepi bilanco podjetja in omogoča lažje zadolževanje za preostali del transakcije (v nasprotju z jamstvom za prvo izgubo).

Uvedba podrejenega instrumenta lahko precej enostavna za implementacijo, tveganje pa bi bilo primerljivo z jamstvom za prvo izgubo.

5.1.4.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Učinek multiplikatorja so navadno primerljive z multiplikatorjem doseženim pri jamstvih za prvo izgubo. V tipičnih primerih javni sklad v podrejeni sloj vloži 25% celotnega zneska, banke in drugi finančni akterji pa zagotovijo preostalih 75 % financiranja v nadrejenem sloju – skupaj to pomeni 4× multiplikator javnih sredstev.

Pomembno je skrbno določiti vrednost podrejene tranše (na podlagi pričakovanih izgub), da se doseže ravnotežje med ciljnim visokim multiplikatorjem in hkrati obvladljivim tveganjem za javnega financerja.

5.1.5 Pregled finančnih instrumentov v okviru ESS+

Tabela 1 prikazuje pregled glavnih oziroma najpogostejših finančnih instrumentov, katere predvideva ESS+. Kot omenjeno, lastniški in kvazi-lastniški instrumenti zaradi neskladnosti z Esop modelom lastništva niso predstavljeni v tabeli.

Tabela 1: Pregled glavnih finančnih instrumentov v okviru ESS+

Finančni instrument	Opis	Primernost	Multiplikator
Dolžinški instrument s sorazmerno delitvijo tveganj	Upravljavec javnih sredstev zagotovi posojilo finančnim posrednikom, ki ga skupaj z lastnim vložkom uporabijo za kreditiranje končnih upravičencev; javni del ima praviloma nižjo ali 0 % obrestno mero, kar zniža strošek financiranja.	Enostaven instrument in primeren v zgodnji fazi razvoja trga, nižja učinkovitost v obdobjih presežne likvidnosti, ko je bolj smiselna uporaba jamstvenih shem.	Približno 1,3×. Učinek je omejen.
Jamstvena shema s sorazmerno delitvijo tveganj	Sorazmerna delitev tveganj po posameznem posojilu (npr. 50%), ki predstavlja nefinancirano obveznost javnega sklada.	Višja verjetnost odobritve posojila zaradi znižanja zaznanega tveganja, odpravi problem pomanjkanja zavarovanj; ugodnejši pogoji financiranja.	Odvisen od višine kritja, mediana v EU instrumentih 7,8x (2022).
Jamstvena shema za prve izgube	Podrejeni sloj pokrije prve izgube v portfelju (do 80% transakcije) in do kapice (npr. 10–30 %); tveganje po preseženi kapici nosijo banke. Primerno za nove ali tvegane segmente.	Močno izboljša razmerje med tveganjem in donosom za banke; pospeši razvoj trga financiranja; za banke deluje kvazi-kapitalsko (večja absorpcija izgub in večja kreditna kapaciteta).	Tipično 4–6×; npr. ob 25 % jamstvu za prvo izgubo ~4×.
Podrejeni dolžniški instrumenti	Podrejeni sloj (javni vložek za kritje prvih izgub v portfelju). V veliki meri je podoben jamstvu za prvo izgubo.	Zmanjša tveganje za banke s prevzemom prvih izgub in tako poveča možnost in obseg financiranja. Hkrati tudi krepi kvazi-kapital podjetja, kar poveča kapaciteto za nadaljnje zadolževanje podjetja po odkupu.	Visok, običajno 3–5× (podobno kot pri jamstvih za prvo izgubo).

5.2 Finančni instrumenti v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+

5.2.1 Subvencija obrestnih mer

5.2.1.1 Opis instrumenta

ESS+ opredeli subvencije obrestnih mer kot pomembno orodje, ki se uporablja skupaj z finančnimi instrumenti omenjenimi v prejšnji sekciji. Subvencioniranje obrestne mere pomeni, da javni akter krije del obresti na posojilo, podjetje pa ima s tem nižjo dejansko obrestno mero. Običajno se ta instrument izvaja v kombinaciji z osnovnim kreditnim instrumentom (komercialnim posojilom, pogosto tudi v povezavi z jamstvom) – s subvencijo se finančno mejno izvedljiv projekt naredi vzdržnejši za kreditojemalca. Klasična uporaba je v projektih z visoko družbeno koristjo in hkrati nizko finančno donosnostjo ali pri izboljšanju denarnega toka v prvih letih odplačevanja. V takih okoliščinah lahko subvencija obresti bistveno olajša servisiranje dolga in s tem poveča izvedljivost transakcije.[9]

Subvencija obrestne mere se lahko poda za celotno ročnost finančnega instrumenta ali le del; ob linearni amortizaciji posojila je pogosto uporabljena ob začetnem obdobju financiranja, ko je višina odplačil z naslova obresti višja.

5.2.1.2 Primernost intervencije za podporo odkupom s strani zaposlenih

Subvencije obrestnih mer izboljšajo finančno vzdržnost in izvedljivost transakcij odkupov s strani zaposlenih z znižanjem stroškov dolga za zaposlene prevzemnike. Ključna je predvsem v začetnem obdobju pri nakupu večjih deležev, ko je višina dolga in s tem obresti višja.

Uporaba subvencije obrestne mere brez dodatnih finančnih instrumentov, kot so jamstvene sheme ali posojila, pa je za financiranje odkupov manj primerna, saj bistveno ne znižuje tveganj in tako ne poveča pripravljenost finančnih institucij za financiranje.

5.2.1.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Subvencije obrestnih mer imajo izrazito visok multiplikator; ker subvencija tipično predstavlja le določen odstotek skupnih obresti na kredit, razmerje med zneskom posojila in porabljenimi sredstvi pogosto dosega dvomestne vrednosti.

Na splošno se torej pri subvencijah obrestne mere z razmeroma majhnim subvencioniranim deležem doseže visok učinek, pogosto do 20× glede na velikost in trajanje subvencije.

[9] (European Investment Bank – fi-compass, 2021)

Pri subvencijah obrestne mere gre, za razliko od prej predstavljenih jamstev (ki so nepovratna le v primeru, da zneski kreditov niso povrnjeni), za nepovratna sredstva, ki jih ni mogoče reinvestirati. Njihov multiplikacijski učinek je torej enkraten.

V primerih, ko je subvencija obrestne mere kombinirana z jamstveno shemo ali posojilom, se navadno multiplikator računa za obe komponenti skupaj.

5.2.2 Investicijska nepovratna sredstva

5.2.2.1 Opis instrumenta

Investicijska nepovratna sredstva predstavljajo obliko javne podpore, pri kateri se podjetju ali zaposlenim kot prevzemnikom zagotovi nepovratni finančni prispevek za izvedbo lastniškega odkupa. V kontekstu odkupov s strani zaposlenih gre za neposreden prispevek iz programa ESS+, namenjen sofinanciranju nakupa delnic ali deležev podjetja, ki ga zaposleni prevzemajo.

Nepovratna sredstva lahko pokrijejo del kupnine za prenos lastništva na zaposlene, s čimer se zmanjša potreba po zadolževanju in poveča izvedljivost transakcij, ki bi sicer bile finančno preobremenjujoče. Javni vložek ne pomeni lastniške udeležbe države, temveč enkratno subvencijo, namenjeno okrepitvi kapitalske strukture podjetja v prehodu na lastništvo zaposlenih.

Instrument je posebej primeren za podjetja, kjer tržna vrednost presega zmožnosti zadolževanja zaposlenih, ali kjer je pomembno ohraniti delovna mesta in lokalno gospodarsko dejavnost. Vloga ESS+ nepovratnih sredstev je torej pospešiti prehode lastništva tam, kjer bi bila izvedba brez javnega vložka težavna ali nemogoča.

5.2.2.2 Primernost intervencije za podporo odkupom s strani zaposlenih

Nepovratni prispevek bistveno izboljša izvedljivost Esop transakcije, saj zniža višino potrebnega dolga in s tem tudi finančni pritisk na podjetje po odkupu. Zmanjšana zadolženost pomeni lažje servisiranje preostalih kreditov, večjo likvidnost in stabilnost v začetnem obdobju delovanja podjetja v lasti zaposlenih.

Instrument neposredno naslavlja t. i. »vrzel izvedljivosti« – primere, ko je projekt družbeno in ekonomsko smiseln, vendar ga ni mogoče izvesti zaradi prevelikega razmerja med vrednostjo odkupa in sposobnostjo zadolževanja zaposlenih. Nepovratna sredstva to vrzel zaprejo s kapitalskim vložkom, ki omogoči, da se Esop strukturira pod vzdržnimi pogoji.

Vendar pa gre za zelo intenzivno obliko pomoči, ki hitro doseže zgornje meje dovoljene pomoči (bodisi v okviru de minimis pravila, bodisi po členu 22 Splošne uredbe o skupinskih izjemah (General Block Exemption Regulation oziroma »GBER«). Ker

nepovratna sredstva neposredno znižajo nakupno ceno kapitala in s tem ustvarjajo trajno konkurenčno prednost, lahko že relativno majhen javni prispevek predstavlja visoko intenzivnost pomoči v razmerju do vrednosti transakcije.

5.2.2.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Ker gre za nepovratna sredstva, ki se ne vračajo v sklad, je finančni multiplikator tega instrumenta nižji kot pri jamstvih ali posojilih. Nepovratni prispevek predstavlja enkratno uporabo javnih sredstev – vsak evro javnega vložka neposredno financira del nakupa podjetja, vendar le-ta pogosto katalizira zasebna sredstva. Multiplikator se tako ocenjuje kot nizek do zmeren (1-3x).

5.2.3 Tehnična pomoč

5.2.3.1 Opis instrumenta

Tehnična pomoč zajema nefinančno podporo v obliki strokovnega svetovanja, usposabljanja in pomoči pri zasnovi strukture Esop, ki običajno spremlja finančne instrumente. Namen tehnične pomoči je okrepiti kapacitete tako končnih upravičencev kot finančnih posrednikov, da lahko učinkovito izvedejo zahtevne in premierne Esop projekte. Pri odkupih s strani zaposlenih lahko vključuje: pravno in finančno svetovanje zaposlenim pri strukturiranju odkupa ter Esop zadruge, pomoč pri pripravi poslovnega načrta in oceni vzdržnosti ciljne družbe, usposabljanje novega vodstva (managementa iz vrst zaposlenih) ter izdelavo potrebnih študij (vrednotenje podjetja, priprava izobraževanja za nove lastnike, priprava finančne strukture, skrbni pregled, priprava zadružnih pravil, ipd).

Tehnična pomoč se lahko financira kot spremljevalni ukrep iz ESS+ virov, pri čimer zagotavlja, da se financiranje in znanje zagotovita hkrati, kar poveča uspešnost celotne transakcije ter obdobja po njej.

Lahko pa se organizira tudi kot ločena komponenta, pri čimer je lahko uporabljena tudi v primerih, ko končni prejemnik ne potrebuje intervencije s strani finančnega instrumenta (npr. Esop odkup se financira izključno s kupninskim kreditom prodajalca)

Tehnično pomoč lahko jo upravljajo finančni posredniki, direktno upravljavec sklada, lahko pa se izvajajo preko zunanjih svetovalcev, zadružnih zvez, gospodarskih zbornic ali specializiranih agencij.

5.2.3.2 Primernost intervencije za podporo odkupom s strani zaposlenih

Tehnična pomoč se v okviru ESS+ kaže kot primeren dopolnilni instrument, ki ne financira samih odkupov s strani zaposlenih, temveč bistveno povečuje njihovo izvedljivost in

trajnost. Ključna ovira pri odkupu s strani zaposlenih je pogosto pomanjkanje znanja in izkušenj pri vodenju podjetja, razumevanju lastniške vloge ter pri oblikovanju ustreznih struktur upravljanja.

Z usposabljanji, svetovanjem in pripravo projektne dokumentacije tehnična pomoč zmanjšuje ta tveganja, krepi kompetence zaposlenih ter omogoča bolj premišljene in izvedljive projekte. S tem povečuje uspešnost in dolgoročno stabilnost odkupov, pa tudi učinkovitejšo rabo finančnih instrumentov, ki so jim na voljo.

Tehnična pomoč lahko hkrati pokriva del začetnih stroškov priprave projektov (pravne, finančne in organizacijske storitve), kar znižuje vstopne ovire in spodbuja večje število potencialnih transakcij.

Na ta način prispeva k ciljem ESS+, saj krepi zmogljivosti in vključevanje zaposlenih, spodbuja trajnostne oblike lastništva ter izboljšuje učinke javnih finančnih spodbud.

5.2.3.3 Ocenjeni finančni multiplikator

Tehnična pomoč ne ustvarja neposrednega finančnega multiplikatorja, saj neposredno ne mobilizira dodatnega zasebnega kapitala v obliki investicij ali posojil, saj gre za nepovratna sredstva, ki direktno ne generirajo denarnega toka, čeprav posredno povečuje učinek ostalih instrumentov.

5.2.4 Pregled finančnih instrumentov v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+

Tabla 2 prikazuje povzetek ključnih elementov finančnih instrumentov v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+.

Tabela 2: Pregled finančnih instrumentov v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+

Vrsta finančnih instrumentov v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi v okviru ESS+	Opis	Primernost	Multiplikator
Subvencija obrestne mere	Subvencija obrestne mere za posojilojemalca. Pogosto povezana z drugimi posojilnimi ali jamstvenimi instrumenti. Ni primerno za financiranje projektov, kjer je pripravljenost finančnih akterjev na financiranje na splošno nizka.	Zniža stroške zadolževanja, kar zmanjša obremenitev denarnega toka podjetja po odkupu in poveča verjetnost uspešnega odplačila prevzemnega dolga, s tem pa omogoči izvedbo projekta. V Esop segmentu bi se lahko uporabljal kot dodatni instrument skupaj z npr. garancijami.	Do 20×, odvisno od deleža obresti, ki ga krije država, in trajanja, vendar gre tukaj za nepovratna sredstva.
Investicijska nepovratna sredstva	Javni nepovratni prispevek za sofinanciranje odkupa lastniškega deleža zaposlenih. Sredstva ESS+ pokrijejo del kupnine brez vračila.	Zmanjša zadolženost podjetij po odkupu in poveča izvedljivost Esop, zlasti v primerih, kjer so finančne zmogljivosti zaposlenih omejene. Skladno z EU pravili o državni pomoči (de minimis ali GBER 22).	Nizek do zmeren (1–3×), odvisno od deleža javnega prispevka in spremljajočega zasebnega financiranja (npr. bančni kredit ali vložek zaposlenih).
Tehnična pomoč	Tehnična pomoč: javno financirano svetovanje, usposabljanje in priprava dokumentacije za Esop transakcije. Uporablja se vzporedno s finančnimi instrumenti, zlasti v novih in kompleksnih segmentih.	Povečuje znanje in sposobnost zaposlenih za izvedbo odkupa, zmanjšuje tveganje neuspeha in pokriva stroške priprave projektov. Omogoča večjo udeležbo podjetij ter več uspešno izvedenih in vzdržnih Esopov. Deluje kot katalizator učinkovitosti drugih instrumentov.	Neposrednega nima – sredstva gredo v storitve, ne v investicije. Posredno pa povečuje učinek ostalih instrumentov (več izvedenih projektov, manj izgub, več vračil).

5.3 Ključne operativne zahteve za uporabo ESS+ sredstev

Pilotni finančni instrument za odkupe s strani zaposlenih v Sloveniji v obdobju 2021–2027 bo financiran iz programa ESS+ v okviru kohezijskih sredstev. Viri financiranja in pravila porabe morajo zato biti usklajeni z evropskimi kohezijskimi pravili.

5.3.1 Razlike med zahodno in vzhodno kohezijsko regijo

Slovenija je razdeljena na dve kohezijski regiji: Zahodna Slovenija in Vzhodna Slovenija. Med njima obstajajo pomembne razlike v ravni gospodarske razvitosti, merjeni z bruto domačim proizvodom (»BDP«) na prebivalca v standardih kupne moči. Zahodna Slovenija je po tem kazalniku nad povprečjem EU (108% v 2021), Vzhodna pa za povprečjem zaostaja (74% povprečja v 2021).[10] Posledično je Zahodna Slovenija opredeljena kot bolj razvita regija, Vzhodna Slovenija pa kot manj razvita regija v skladu s kriteriji EU,[11] ta razvrstitev pa vpliva na pogoje (so)financiranja iz kohezijskih skladov. V manj razvitih regijah (BDP na prebivalca < 75 % povprečja EU) lahko EU sofinancira do *85 %* upravičenih izdatkov, v bolj razvitih regijah (BDP > 100 % povprečja EU) pa le okoli 40 %,[12] zato so razlike v deležu sofinanciranja EU med obema regijama precejšnje.

5.3.2 Izziv enotnega finančnega instrumenta in možne rešitve

Opisane razlike v stopnji razvitosti in posledično v deležu sofinanciranja EU predstavljajo izziv pri oblikovanju enotnega finančnega instrumenta, ki bi deloval na območju celotne države. S tem se odpirajo vprašanja pravičnosti in izvedbe – podjetja v eni regiji bi lahko prejela ugodnejše pogoje (npr. večji delež subvencioniranih sredstev ali nižjo obrestno mero posojil) kot enaka podjetja v drugi regiji, taka neskladja pa lahko vodijo v nezaželene razlike na trgu in otežijo učinkovito izvajanje programa.

Za premostitev omenjenega izziva se nakazujejo tri možne rešitve:

1. **Instrument le v eni kohezijski regiji:** Prva možnost je izvedba pilotnega finančnega instrumenta v le eni regiji, bodisi le v Vzhodni bodisi le v Zahodni Sloveniji. S tem bi se izognili problemu različnih stopenj sofinanciranja znotraj enega instrumenta in zagotovili enostavnost finančnih pravil – instrument bi deloval zgolj v okviru regije, kjer bi veljal enoten delež pomoči oziroma sofinanciranja EU. Vendar pa ima ta pristop očitno pomanjkljivost: podjetja in zaposleni v izključeni regiji ne bi imeli dostopa do instrumenta, kar je problematično z vidika nacionalne pokritosti ter potencialno z vidika zmanjševanja regionalnih razlik.

[10] (Delo, 2025)
[11] (Pečar, 2020)
[12] (Direktorat za evropske sklade, 2025)

2. **Dva ločena portfelja za Vzhodno in Zahodno regijo:** Druga možnost je vzpostavitev dveh ločenih finančnih portfeljev, enega za vsako kohezijsko regijo, z ločenim upravljanjem in prilagojenimi pogoji. V praksi bi to pomenilo, da bi en finančni instrument deloval v Vzhodni Sloveniji pod pogoji višje dovoljene pomoči (višji delež EU sredstev, ugodnejši pogoji za podjetja), drugi pa v Zahodni Sloveniji s strožjimi pogoji (nižji delež EU sredstev, večji nacionalni delež). Prednost tega pristopa je, da se vsak portfelj lahko optimalno prilagodi lokalnim finančnim okvirjem in maksimalno izkoristi dovoljeno stopnjo sofinanciranja v posamezni regiji. Slabost je predvsem administrativna in izvedbena kompleksnost: vzpostaviti bi bilo treba dve ločeni strukturi upravljanja, voditi ločeno evidenco in poročanje za vsak portfelj ter paziti, da se sredstva pravilno porabljajo znotraj meja posamezne regije.

3. **Enotni instrument, financiran iz sredstev ene regije v obeh regijah, ki prispeva k ciljem programa**: Tretja in najbolj sistemska rešitev je uporaba načina razdelitve sredstev na podlagi 63. člena Uredbe (EU) 1060/2021. Ta določba za ESS+ programe omogoča, da se izdatki operacije pripišejo kateri koli kategoriji regije v programu, če operacija prispeva k ciljem programa. Omogoča oblikovanje enotnega finančnega instrumenta, ki deluje po enotnih pogojih v obeh regijah, medtem ko se sredstva črpa le iz Vzhodne kohezijske regije. Pri takem pristopu bi se dosegel enoten efektiven delež sofinanciranja na ravni instrumenta (skupni EU delež bi bil 85 % za celoten instrument), vse operacije pa bi potekale pod enotnimi obrestnimi merami, zavarovanji in drugimi pogoji ne glede na lokacijo podjetij. Pri tretji možnosti tako gre za izrecno dopuščen pristop, s katerim EU priznava potrebo po enotni obravnavi programov, ki pokrivajo več regij, in omogoča učinkovitejše izvajanje z administrativnega vidika.[13],[14]

5.3.3 Učinki na podjetja ter administrativni in izvedbeni izzivi

Vsaka od zgoraj navedenih rešitev ima različne posledice za podjetja – predvsem glede pogojev financiranja – in prinaša določene upravne izzive:

• **Razlike v pogojih financiranja:** Če instrument ne bi bil enoten (možnost 1 ali 2), bi podjetja v Vzhodni in Zahodni Sloveniji imela različne pogoje odkupa s strani zaposlenih. V Vzhodni regiji bi višji delež EU pomoči omogočal ugodnejše posojilne pogoje (npr. nižje obrestne mere, daljše ročnosti), saj bi bilo tveganje financerja bolje zavarovano z EU sredstvi. V Zahodni regiji bi nižji delež sofinanciranja pomenil večjo odvisnost od nacionalnih ali zasebnih virov in posledično višje stroške kapitala oziroma omejeno

[13] (Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti, 2024)

[14] V tednih po pripravi tega poročila je Evropska komisija odobrila uporabo sredstev, prvotno namenjenih Vzhodni kohezijski regiji, za financiranje pilotnega programa, ki poteka v obeh regijah.

dostopnost financiranja. Enoten instrument bi te razlike odpravil, saj bi zagotovil enake pogoje za vsa podjetja ne glede na regijo ter s tem prispeval k enakopravnejšemu poslovnemu okolju.

• **Administrativni in izvedbeni izzivi:** Vzpostavitev dveh ločenih portfeljev ali omejitev instrumenta na eno regijo bi povzročila dodatno administrativno breme, višje transakcijske stroške ter večje tveganje za napake pri izvajanju. Dvojni portfelj bi zahteval ločeno spremljanje, poročanje in nadzor nad namensko porabo sredstev, medtem ko bi omejitev na eno regijo terjala vzpostavitev vzporednih ali komplementarnih ukrepov za drugo regijo. Enoten instrument poenostavi upravljanje, saj omogoča enoten okvir pravil, poročanja in pogodbenih razmerij.

5.3.4 Omejitve in izjeme državnih pomoči

Pri oblikovanju finančnih instrumentov in dodeljevanju finančnih instrumentov v kombinaciji z nepovratnimi sredstvi je treba upoštevati tudi omejitve in izjeme državnih pomoči, zlasti razliko med pravili de minimis in Uredbo o skupinskih izjemah (General Block Exemption Regulation ali »GBER«).

Pomoč de minimis je omejena na največ 300.000 € v treh letih na podjetje in se uporablja za manjše, administrativno enostavnejše spodbude, kjer ni potrebno podrobno dokazovanje učinkov.

Pomoč po GBER pa omogoča večje zneske in ciljno usmerjene ukrepe (npr. podporo naložbam, dostopu do financiranja ali prestrukturiranju podjetij), vendar zahteva strožje pogoje skladnosti, vključno z dokazovanjem spodbujevalnega učinka in preverjanjem kumulacije z drugimi oblikami državne pomoči.

Pri zasnovi Esop finančnih instrumentov v okviru ESS+ je zato treba biti posebej pozoren na to, kdaj se uporabljajo pravila de minimis in kdaj GBER, saj to določa največjo dovoljeno intenzivnost pomoči, obveznosti poročanja ter možnost kombiniranja z javnimi in zasebnimi viri kapitala.

5.4 Ključne ugotovitve

- Jamstvo za prvo izgubo se izkazuje kot najučinkovitejši mehanizem za spodbujanje razvoja novih trgov, saj bistveno zmanjšuje zaznano tveganje bank.

- Pari passu jamstvo lahko doseže višji multiplikator javnih sredstev, vendar je v primeru nižjih deležev delitve tveganj primernejše za bolj razvite tržne segmente, kjer so tveganja že bolje razumljena in obvladovana.

- V okoliščinah presežne likvidnosti finančnega sistema, ko finančni akterji že razpolagajo z zadostnimi viri za kreditiranje, ključna omejitev pa je v zaznanem tveganju, so posojilni instrumenti manj optimalni zaradi relativno nizkega multiplikatorja. Vendar pa le-ti na enostaven način združujejo instrument delitve tveganja s subvencijo obrestne mere v enem instrumentu.

- Subvencija obrestne mere pomembno prispeva k finančni vzdržnosti projektov z znižanjem stroškov dolga, vendar sama po sebi ne naslavlja ključnih tveganj in zato ne zadošča za razvoj trga; najpogosteje se uporablja kot dopolnilni instrument v kombinaciji z garancijami.

- Tehnična pomoč ima ključno vlogo pri pripravi kakovostnih projektov, saj krepi znanje in zmogljivosti podjetij ter povečuje zaupanje finančnih institucij – pogosto pa predstavlja pogoj za uspešno pridobitev financiranja.

- Uporaba sredstev ESS+ za vzpostavitev finančnih instrumentov mora biti skladna s pravili kohezijske politike, po katerih je Vzhodna Slovenija upravičena do višje ravni podpore kot Zahodna Slovenija. Če ta razlika ni ustrezno upoštevana, lahko to bistveno oteži administrativno izvajanje programa.

6 Predhodna ocena razvoja trga

6.1 Primer razvitih trgov na področju odkupov s strani zaposlenih

Trg financiranja odkupov s strani zaposlenih je v tujih razvitih gospodarstvih močan predvsem zaradi specializirane podpore in produktov, ki jih zagotavljajo finančne institucije. Te so s ciljem prilagajanja potrebam tovrstnih transakcij vzpostavile posebne oddelke za podporo odkupom s strani zaposlenih, ki skrbijo za pripravo namenskih finančnih produktov in investicijskih strategij. Kot najrazvitejša in najbolj institucionalizirana se kažeta trga v ZDA in v Združenem Kraljestvu, sicer obe državе z globoko razvitimi kapitalskimi trgi. Vendar pa so določeni instrumenti, podprti s strani javnih institucij (predvsem v ZDA), odigrali ključno vlogo pri začetku razvoja trga.

6.1.1 Katalizatorji začetka razvoja trga

V literaturi zaznamo kot ključne katalizatorje na področju razvoja trga urejeno pravno podlago, ki vsebuje tudi davčne spodbude, javne garancijske sheme in (so)financirane sheme tehnične pomoči. Razvitost kapitalskih trgov je prav tako lahko pomemben faktor pri mobiliziranju dolžniškega kapitala v odkupe s strani zaposlenih.

6.1.1.1 Nastanek pravne podlage in vpeljava davčnih spodbud

V Združenih državah Amerike ima ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) model že dolgo tradicijo, se je bil pravni okvir za sheme prvič vzpostavljen že leta 1974 *z Zakonom o varstvu pokojninskih prihodkov (Employee Retirement Income Security Act – ERISA)*. Ta zakon je ESOP opredelil kot posebno vrsto pokojninskega sklada, ki lahko investira v delnice podjetja, v katerem so zaposleni. Ključni pospešek razvoju trga pa so prinesle davčne spodbude iz poznih sedemdesetih let, zlasti zakon iz leta 1978 (*Revenue Act*), ki je uvedel davčne olajšave za podjetja in prodajalce, kadar se delnice prodajo v Esop sklad, ter kasnejše dopolnitve v osemdesetih letih. Te so omogočile odlog ali oprostitev davka na kapitalski dobiček za prodajalce ter davčne olajšave za podjetja, ki prispevajo sredstva v ESOP. Kombinacija jasne zakonske podlage in močnih davčnih spodbud je bila, poleg javnih garancij (opisane v naslednjem poglavju) odločilna za širitev ESOP modela – danes v ZDA deluje več kot 6.500 ESOP podjetij, ki zaposlujejo skoraj 15 milijonov ljudi.[15]

Združenem kraljestvu se je ključni premik pri uveljavitvi Esop struktur zgodil leta 2014, ko je bila uvedena shema *Employee Owhership Trust (EOT)*. Shema EOT, ki vsebuje pomembne davčne olajšave (predvsem oprostitev davka na kapitalski dobiček za prodajalce, ki večinski delež prenesejo na sklad zaposlenih, ter davčno oprostitev letnih

[15] (Rosen et al., 2025)

nagrad zaposlenih.),[16] je sprožila hiter porast prenosa lastništva na zaposlene. Do sredine leta 2024 je bilo tako po shemi EOT prenesenih že okrog 2.470 podjetij, ki zaposlujejo več kot 335.000 delavcev.[17]

6.1.1.2 Javne garancijske in kreditne sheme

V Združenih državah Amerike so javne garancijske sheme postale osrednji instrument spodbujanja financiranja Esop prevzemov, zlasti pri manjših in srednjih podjetjih. Ključni mehanizem predstavlja *zvezni program posojil SBA 7(a),* v okviru katerega *Small Business Administration (»SBA«)* ne financira neposredno podjetij, temveč bankam nudi jamstvo za del glavnice posojila[18]. Po spremembah, uvedenih z *Main Street Employee Ownership Act* (2018), je ta program izrecno omogočil financiranje Esop transakcij[19]. SBA lahko v teh primerih jamči do 85 % vrednosti posojila (za posojila do 150.000 ameriških dolarjev) oziroma do 75 % za višje zneske[20].

Posledično se je občutno povečala pripravljenost ameriških bank za kreditiranje ESOP odkupov, saj se kreditno tveganje z jamstvom prenese deloma na državo. Program omogoča tudi podaljšane ročnosti (do 10 let in več) ter bolj ugodne pogoje za podjetja, ki nimajo tradicionalnih zavarovanj. Poleg tega je bila leta 2023 za ESOP transakcije odpravljena zahteva po lastnem vložku, kar še dodatno znižuje vstopne ovire za zaposlene[21].

Poleg tega so posamezne zvezne države v okviru programa *State Small Business Credit Initiative* programe finanicranja in garancij, namenjene ESOP in zadrugam zaposlenih[22]. Takšni mehanizmi omogočajo kombinacijo javnega in zasebnega financiranja, kjer država delno absorbira tveganje in s tem pospeši odobravanje kreditov.

V zadnjih letih je v obravnavi tudi zakon *American Ownership and Resilience Act*, ki predvideva ustanovitev posebnega zveznega garancijskega sklada oziroma t. i. “zero-subsidy investment facility” instrumenta. Ta bi omogočil, da država posredno jamči naložbe zasebnih skladov, ki financirajo ESOP prevzeme, in s tem poveča dostop do kapitala za manjša podjetja, predvsem tam, kjer lastniki ne želijo podati kupninskega kredita za del transakcije (želijo plačilo za celotno transakcijo ob prodaji)[23].

Izkušnje iz ZDA kažejo, da so garancijske sheme izjemno učinkovit način za zmanjšanje zaznanega tveganja bank in hkrati ohranjajo tržno disciplino, saj so posojila še vedno odobrena po komercialnih merilih. V praksi so se izkazale kot najuspešnejši instrument

[16] (ICAEW Insights, 2025)
[17] (Rosen, 2024)
[18] (Rutgers School of Management and Labor Relations, 2018)
[19] (Bunnell, Levine, Slee, & Zaklad, 2023)
[20] (U.S. Small Business Administration, 2024)
[21] (Bunnell, Levine, Slee, & Zaklad, 2023)
[22] (U.S. Department of the Treasury, 2023)
[23] (Mulholland, 2025)

za širjenje ESOP modela izven velikih podjetij – predvsem med družinskimi in regionalnimi podjetji, ki brez jamstva do financiranja ne bi mogla dostopati.

Nasprotno se je britanski trg razvil predvsem organsko, na osnovi zakonskega okvira in davčnih spodbud, brez posebnih javnih finančnih instrumentov. V začetnih letih po uvedbi sheme *EOT* so bila financiranja večinoma izvedena s komercialnimi posojili (alternativni posojilodajalci in skladi zasebnega dolga/privatnega kapitala) in prodajalčevim financiranjem, pri čimer je razvitost kapitalskih trgov igrala pomembno vlogo. Ob pomankanju javnih garancij, in pa strogih regulatornih zahtevah, pa so finančne institucije v ZK praviloma še danes veliko bolj zadržane v primerjavi z bankami v ZDA.

6.1.1.3 Javno podprta tehnična pomoč

Poleg finančnih spodbud ima pri razvoju trga ključno vlogo tehnična pomoč. Izkušnje iz ZDA in Združenega kraljestva kažejo, da je kakovostna priprava projektov – vključno z izvedljivostmi študijami, davčno-pravnimi analizami, strukturiranjem transakcij in pa tudi izobraževanjem zaposlenih kot bodočih lastnikov[24] – pogoj, da banke sploh pristopijo k financiranju, saj lahko znatno zmanjšajo tveganja transakcije. Zato so v obeh državah javne institucije zagotovile financiranje ali subvencioniranje svetovalnih storitev za podjetja, ki razmišljajo o prenosu lastništva na zaposlene.

Ob sprejemu zgoraj omenjenega zakona, ki je vključil Esop transakcije v program posojil SBA 7(a), Main Street Employee Ownership Act (2018), se je predvidela tudi razširitev svetovalne mreže »Small Business Development Centers (SBDC)«. Ti centri nudijo podjetjem tehnično pomoč pri pripravi poslovnih načrtov, pravni strukturi in prenosu lastništva na zaposlene[25]. Poleg SBDC tovrstna znanja nudijo še Employee Ownership Resource Centers v okviru državnih in regionalnih gospodarskih agencij, ki nudijo svetovanje in tehnično pomoč.

Vlada Združenega kraljestva ni uvedla posebnih finančnih instrumentov za financiranje EOT transakcij, je pa zagotovila pomembno podporo v obliki ozaveščanja, tehnične pomoči in institucionalne infrastrukture. Sooblikovala je Institute for Employee Ownership (kasneje vključen v *Employee Ownership Association*), ki podjetjem nudi svetovanje in izobraževanje[26], ter financirala izvajanje priporočil iz Nuttall Review of Employee Ownership (2012), v okviru katerega so bili pripravljeni primeri pravnih dokumentov, vodniki in promocijske aktivnosti[27].

Pomembno podporno vlogo imajo tudi decentralizirane agencije: v Škotski *Co-operative Development Scotland* nudi podjetjem svetovanje in nepovratna sredstva za izvedbo

[24] (Whitcomb, 2025)
[25] (Oregon Small Business Development Center, n.d.)
[26] (Employee Ownership Association, n.d.)
[27] (HM Government, 2012)

študij izvedljivosti[28],podobne programe pa izvajajo tudi v Walesu in posameznih angleških regijah.[29]

Te pobude poudarjajo pomen tehnične pomoči in strokovne podpore kot ključnega dopolnila finančnim instrumentom – zlasti v zgodnji fazi razvoja trga, kjer dostop do pravnega in finančnega znanja omogoča, da postanejo projekti lastniškega prenosa izvedljivi in "komercialno sprejemljivi".

6.1.2 Ključni financerji danes

ZDA in Združeno kraljestvo imata dolgo tradicijo razvitih kapitalskih trgov, kar je poleg zgoraj omenjenih spodbud, omogočilo hiter razvoj financiranja lastništva zaposlenih in vodilo tudi do oblikovanja široke palete namenskih finančnih instrumentov za njihovo izvedbo. Široka ponudba pa je tako še povečala razširjenost Esopov. ESOP instrumente v ZDA ponujajo tako velike investicijske in komercialne banke (npr. J.P. Morgan in Bank of America)[30][31] kot tudi regionalne banke (npr. First Financial Bank)[32] ter lokalne banke (npr. Westfield Bank).[33]Poleg bank so v ESOP segmentu vse pomembnejši tudi skladi zasebnega kapitala, na primer KKR,[34] ki sodelujejo pri financiranju in strukturiranju Esop transakcij s ciljem motivirati zaposlene in s tem ugodno vplivati na lastni investicijski donos iz prevzema podjetja in akterji kot so na primer Lazear Capital Partners, ki poleg investicijskega kapitala nudi tudi celovito podporo pri ESOP transakcijah ter njihovi davčni optimizaciji.[35]

Kupninski kredit pa je, predvsem za manjša podjetja, še vedno pomemben vir financiranja ESOP transakcij in pogosto spremlja bančno (nadrejeno) tranšo financiranja.

V Združenem kraljestvu so bile v začetnih letih (in so, v veliki meri še danes) velike banke do tovrstnih transakcij zadržane, predvsem zaradi strožjih kapitalskih zahtev po letu 2008 in pomanjkanja javnih garancijskih shem, ki bi lahko omejevale njihovo izpostavljenost do posojil z denarnim tokom, in bančni trg posojil je še danes v razvoju.[36]

Tržno vrzel so zapolnjujejo manjše banke in alternativni financerji (kot so na primer *ThinCats*, *OakNorth Bank*), ki so se specializirali za financiranje odkupa podjetij v okviru sheme EOT. Z razvojem strokovnega znanja o vrednotenju MSP podjetij so uspeli prilagoditi kreditne pogoje tovrstnim transakcijam, kar je omogočilo širitev trga.

[28] (Scottish Enterprise, n.d.)
[29] (Co-operatives UK, n.d.; Cwmpas, n.d.)
[30] (J.P. Morgan, n.d.)
[31] (Bank of America Private Bank, n.d.)
[32] (Bank at First, 2022)
[33] (Westfield Bank, 2025)
[34] (KKR & Co. Inc., 2025)
[35] (Lazear Capital Partners, 2025)
[36] (ThinCats, n.d.)

Pomembno vlogo imajo tudi zasebni vlagatelji in skladi, kot je *Capital for Colleagues PLC*, ki nudijo mezzanine financiranje ali lastniški kapital podjetjem v prehodu v zaposleno lastništvo.[37] Podobni trendi se pojavljajo tudi v ZDA, kjer investicijski skladi, kot je *KKR*, spodbujajo širše lastništvo zaposlenih kot del svojih investicijskih strategij.[38]

Ključen element britanskega modela je tudi kupninski kredit prodajalca, ki se je uveljavil kot de facto instrument financiranja. Zaradi davčne oprostitve kapitalskega dobička so lastniki pogosto pripravljeni sprejeti odloženo plačilo brez obresti, s čimer sami prispevajo k izvedbi transakcije.[39]

6.2 Pregled trenutnih razmer na slovenskem trgu

Slovenski trg za odkupe s strani zaposlenih (Esop ali podobne strukture) je še v začetni fazi razvoja in se sooča z več pomembnimi izzivi: nerazvitim kapitalskim trgom, izrazito previdnimi bankami, omejenim številom zasebnih vlagateljev, ki delujejo na tem področju, ter šele oblikujočim se pravnim okvirom (sprejeti Zakon o lastniški zadrugi delavcev). Takšne razmere spominjajo na zgodnje faze razvoja trgov v ZDA in Združenem kraljestvu – vendar je slovenski finančni ekosistem bistveno manjši in manj raznolik, kar pomeni, da so »naravni« tržni mehanizmi prešibki, da bi samostojno spodbudili financiranje Esop transakcij. Za zapolnitev vrzeli med sprejetjem nove zakonodaje in vzpostavitvijo delujočega trga bodo zato potrebni ciljno usmerjeni finančni instrumenti in podporne politike, ki so s teoretičnega vidika obravnavani v naslednjih podpoglavjih.

6.2.1 Sprejem pravne podlage

Slovenija do konca oktobra 2025[40] ni imela urejene področne zakonodaje, ki bi specifično urejala vprašanja Esop lastniških prenosov, to pa se bo v kratkem predvidoma spremenilo s sprejemom predlaganega Zakona o lastniški zadrugi delavcev.[41] Z izrecno ureditvijo pravne oblike Esop zadruge, povezanih davčnih olajšav in vseh preostalih pravnih in finančnih vprašanj se slovenskemu trgu obeta preglednejše in bolj predvidljivo regulatorno okolje, v katerem bo izvedba odkupov s strani zaposlenih bolj gotova in pregledna. Priprava področnega zakona tudi pomembno nakazuje, da se področje odkupov s strani zaposlenih prepoznava kot pomembno za razvoj slovenskega gospodarstva in slovenskega kapitalskega trga.

[37] (Capital for Colleagues, n.d.)
[38] (KKR & Co. Inc., n.d.)
[39] (TLT LLP, 2025)
[40] ZLZD je bil sprejet 23.10.25, v tednu pred končanjem te študije. Vsi intervijuji so bili izvedeni pred sprejetjem zakona.
[41] (Ministrstvo za solidarno prihodnost, 2025)

6.2.2 Vpeljava davčnih spodbud

Davčne spodbude, ki jih uvaja ZLZD lahko odigrajo ključno vlogo pri spodbujanju zanimanja podjetij za izvedbo Esop odkupov. Vsebinsko so nekatere izmed olajšav podobne tistim, ki so bile vpeljane v ZDA in ZK, vključujoč:

- Razbremenitev dajatev na strani podjetja, ki vpeljuje Esop, s čimer se razbremeni denarni tok in poveča finančna izvedljivost tovrstnih transakcij.
- Znižanje davčne obveznosti prodajalca ob prodaji Esop-u, ki poveča atraktivnost prodaje Esop-u [42].

Za namen spodbude financiranja s »kupninskim kreditom prodajalca« so nekatere države, kot je na primer ZK, šle še korak dlje; namreč namesto znižanja davčne obveznosti so popolnoma oprostile davka pri prodaji EOT.

Davčne olajšave, katere zakon daje prodajalcu ob prodaji, bi prav tako lahko odigrale pomembno vlogo. Primer ZK kaže, da je ravno »kupninski kredit prodajalca« eden ključnih elementov, ki omogočajo prenos lastništva na zaposlene.

6.2.3 Bistvenost javnih jamstvenih shem ob nerazvitih finančnih trgih

Slovenski trg financiranja odkupov s strani zaposlenih je v primerjavi s finančnimi trgi v ZDA in ZK izrazito nerazvit. Problem nerazvitosti izhaja iz splošne šibkosti slovenskega kapitalskega trga (relativno malo skladov zasebnega kapitala, privatnega dolga, nerazvit IPO trg), kar otežuje pridobitev (lastniških ali dolžniških) virov financiranja na borzi ali prek zasebnih skladov.

Takšen nivo razvoja tako onemogoča, da bi se v relativno kratkem času, ob primernem povpraševanju podjetij, razvili produkti, ki bi omogočali lastniško prestrukturiranje podjetij, kot je pokazal primer iz ZK. Poročilo fi-compass ugotavlja, da so slovenske banke *»nepripravljene za financiranje odkupov s strani zaposlenih«*, slovenski kapitalski trg pa kot celota *»ne zagotavlja nobenih instrumentov za financiranje odkupov s strani zaposlenih«*.[43] Banke za področje odkupov s strani zaposlenih še niso specializirane (v smislu namenskih produktov in specializiranih ekip), odkupe s strani zaposlenih pa mešajo z ostalimi posojili tveganega razreda, zlasti s financiranjem managerskih odkupov (MBO-jev), ki se jim zaradi slabih izkušenj iz časa pred, med in po finančni krizi 2008 izogibajo.

Vzpostavitev javnih jamstvenih mehanizmov – kot so pari passu ali portfeljske garancije, podrejene tranše ali subvencije obrestnih mer – bo imela ključno vlogo pri razvoju trga financiranja Esop transakcij. Takšni instrumenti lahko bistveno zmanjšajo regulatorne

[42] (Državni zbor Republike Slovenije, 2025)
[43] (fi-compass, 2025)

kapitalske zahteve bank ter zaznano tveganje teh transakcij, kar spodbuja njihovo pripravljenost za sodelovanje in znižuje ceno tovrstnih posojil. Potrebo po javni podpori dodatno krepi dejstvo, da je slovenski trg izrazito koncentriran in ima zelo omejeno število alternativnih posojilodajalcev, zaradi česar se trg alternativnega financiranja, za razliko od Združenega kraljestva, ne more naravno razviti.

Podobno kot v ZDA in ZK lahko tudi v Sloveniji prodajalčev kupninski kredit odigra pomembno vlogo pri zagotavljanju ustreznega finančnega vzvoda ter s tem spodbuja vključevanje bank kot nadrejenih financerjev. Da bi se takšna praksa spodbudila, bi bilo smiselno razmisliti o ciljnih davčnih spodbudah, denimo o davčni oprostitvi pri prodaji z uporabo kupninskega kredita ali neobdavčenosti obresti na tovrstna posojila.

6.2.3.1 Relevantnost javno podprte tehnične pomoč

Primeri iz ZDA in Združenega kraljestva jasno kažejo, da je strokovna svetovalna podpora ključna za uspeh odkupov s strani zaposlenih. Slovenija bi tako lahko vzpostavila programe tehnične pomoči, namenjene podjetjem in zaposlenim, ki razmišljajo o odkupu s strani zaposlenih, ter jim pomagala pri celotnem procesu. Ti programi bi lahko vključevali: financiranje strokovnih svetovalcev (finančnih, pravnih in davčnih), ki bi izvajali študije izvedljivosti, vrednotenja podjetij in pripravo strukture odkupa; pripravo vzorcev pogodbenih dokumentov; ter usposabljanje lokalnih svetovalcev in bančnega osebja za področje Esop financiranja.

Nepovratna sredstva za pripravljalne stroške transakcije bi zmanjšala finančno breme zaposlenih in prodajalcev, hkrati pa bi izboljšala kakovost projektov, ki jih banke prejmejo v obravnavo – s tem bi banke lažje odobravale financiranje dobro pripravljenih, strokovno strukturiranih poslov.

6.2.4 Pričakovana smer razvoja slovenskega finančnega trga na področju odkupov s strani zaposlenih

Slovenski finančni trg je v zgodnji fazi razvoja instrumentov za podporo odkupom s strani zaposlenih, pri čemer se z vzpostavitvijo zakonodajnega okvira ter postopnim povečevanjem ozaveščenosti med ključnimi deležniki odpirajo možnosti za njegov nadaljnji razvoj. Vendar pa obstaja tudi tveganje, da se bo ob neaktivnosti finančnega sistema in pomanjkanju ustreznih spodbud tržna vrzel dodatno poglobila.

Namen te študije je oceniti obseg obstoječe tržne vrzeli ter preučiti možne finančne instrumente, ki bi lahko omogočili oziroma pospešili vzpostavitev trga za financiranje odkupov s strani zaposlenih. Analiza vključuje vidike ključnih deležnikov: lastnikov podjetij, finančnih institucij ter upravljavca javnih sredstev.

Spodaj je s časovnico shematično predstavljen idealni scenarij razvoja slovenskega Esop trga. V času pisanja študije je bil v Državnem zboru sprejet ZLZD (23.10.2025), ki poleg davčno ugodne obravnave Esop odkupov prinaša predvsem urejeno institucionalno okolje za izvedbo in financiranje tovrstnih transakcij. Kot je podrobneje predstavljeno v poglavju o administratorju sredstev, bi se v idealnem scenariju vključenih deležnikov pilotni program lahko pričel izvajati v letu 2026. Iz te študije izhaja, da bi lahko pilotni program poleg financiranja vseboval tudi komponento tehnične pomoči za vzpostavitev in standardizacijo dobrih Esop praks ter za izobraževanje zaposlenih v smeri upravljanja in prevzemanja lastniške funkcije v podjetjih. Pomen in učinek tehnične pomoči je dolgoročen, dolgoročne pa morajo po izkušnjah iz tujih razvitih trgov biti tudi javne jamstvene sheme, s katerimi se bo v letih po 2026 zagotavljal nadaljnji razvoj trga ter spodbujalo zasebno iniciativo tako na strani podjetij in lastnikov kot zunanjih financerjev.

Slika 2: Časovnica razvoja slovenskega trga

6.3 Ključne ugotovitve

- Izkušnje iz tujine potrjujejo, da sta ustrezna zakonodaja in davčne spodbude ključni za razvoj trga lastniških odkupov zaposlenih (ESOP).

- ZDA in Združeno kraljestvo sta ubrali različni poti glede javnih jamstvenih shem. ZDA so ESOP transakcije močno podprle z jamstvi in s tem spodbudile razvoj bančnega trga financiranja odkupov. Združeno kraljestvo jamstev ni uvedlo, zato trg financiranja še danes vodijo alternativni posojilodajalci in skladi zasebnega dolga, banke pa ostajajo manj vključene.

- Kupninski kredit prodajalca na obeh trgih ostaja pomemben vir financiranja, zlasti pri MSP, kjer nastopa kot samostojen ali podrejeni vir in je pogosto spodbujen z davčnimi olajšavami.

- Subvencionirana tehnična pomoč je v začetnih fazah trga igrala ključni razvojni pomen, saj je omogočila profesionalno pripravo Esop modelov in standardizacijo dokumentacije.

- Slovenija na trg vstopa z zakonsko podlago in davčnimi spodbudami, a izkušnje kažejo, da sta za uspešen razvoj nujna tudi javna tehnična pomoč in jamstvene sheme. Glede na nerazvitost domačega trga financiranja bo vključitev bank prek jamstvenih mehanizmov ključna za mobilizacijo zunanjega kapitala.

7 Predhodna ocena tržne vrzeli

Namen poglavja je kvantitativno oceniti obseg tržne vrzeli pri financiranju odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji in s tem opredeliti utemeljenost oblikovanja javnega finančnega instrumenta. Ocena temelji na kombinaciji rezultatov raziskave o lastniških strukturah slovenskih podjetij ter dodatnih predpostavk, oblikovanih na podlagi pregleda literature in poslovnih praks.

7.1 Opredelitev tržne vrzeli

V analizi je tržna vrzel opredeljena kot razlika med potencialnim povpraševanjem po zunanjem financiranju odkupov s strani zaposlenih in razpoložljivim obsegom sredstev, ki bi jih banke na podlagi ponudbe ustreznih finančnih produktov lahko ponudila za tovrsten odkup.

Ocena je bila pripravljena v dveh korakih. Najprej je bila izvedena agregatna ocena tržne vrzeli na ravni celotne države, nato pa še ločena ocena po kohezijskih regijah, da bi se upoštevale regionalne razlike v gospodarski strukturi in dostopu do finančnih storitev. Tak pristop omogoča bolj ciljno oblikovanje instrumenta in določitev, kje bi imela javna podpora največji učinek pri aktivaciji trga.

7.2 Vir podatkov

Za oceno tržne vrzeli pri financiranju odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji smo uporabili podatke iz raziskave, »*Analiza lastniških struktur v slovenskem gospodarstvu in potenciala za spodbujanje družbeno-odgovornega lastništva«,* ki jo je leta 2025 za Ministrstvo za solidarno prihodnost izvedla raziskovalna skupina Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani (»EF UL«) v okviru CRP projekta o ekonomski demokraciji. Študija je zagotovila podrobne podatke o populaciji podjetij po velikostnih razredih (mikro, majhna in srednje velika podjetja) ter o njihovih načrtih glede nasledstva lastništva, nagnjenosti k prodaji podjetja zaposlenim in preferencam glede obročnega prejema kupnine. Ti podatki omogočajo razumevanje obsega in značilnosti podjetij, pri katerih bi lahko prišlo do morebitnih odkupov s strani zaposlenih, in so ob nekaj dodatnih predpostavkah, opredeljenih v naslednjih poglavjih, bili uporabljeni za izračun tržne vrzeli.

7.3 Ključni podatki, predpostavke in metodologija izračuna

7.3.1 Določitev ciljne populacije

Za ciljno populacijo smo vzeli manjša in srednja podjetja v Sloveniji, ki se bodo verjetno soočila s prenosom lastništva v naslednjih 10 letih, in pri tem uporabili naslednje podatke:

- Študija iz leta 2025 o nasledstvu lastništva je sestavila bazo podatkov podjetij za leto 2022 o pravnih osebah v Sloveniji. Prikazuje 365 podjetij v naslednjih treh segmentih velikosti:
  - mikro podjetja s 5–9 zaposlenimi
  - majhna podjetja s 10–49 zaposlenimi
  - srednja podjetja s 50–249 zaposlenimi.

- Vzorec 365 je bil ocenjen kot reprezentativen za populacijo 11 762 podjetij v Sloveniji v omenjenem obsegu velikosti. Vzorec omogoča tudi ločitev med dvema Kohezijskima regijama: Vzhodna in Zahodna Slovenija.
- Pri izračunu tržne vrzeli, smo v skladu s študijo *Analiza lastniških struktur v slovenskem gospodarstvu in potenciala za spodbujanje družbeno-odgovornega lastništva* upoštevali le podjetja s ≥5 zaposlenimi, saj izvedba Esop modela za manjša podjetja ni viabilna. Naš tržni potencial tako predstavljajo tudi podjetja, v katerih se bo glavni lastnik upokojil ali bo podjetje prodal v naslednjih desetih letih. Podatki študije nam omogočajo vpogled na število podjetij glede na razred velikosti in regijo v vzorcu. Izračunane odstotke po posameznem segmentu/regiji in jih aplicirali na celotno populacijo.

7.3.2 Zaznani interes za vpeljavo Esop sheme

Prehod podjetja v lastništvo zaposlenih nedvomno ne predstavlja najprimernejše rešitve za vsakega lastnika. Zato smo pri oceni potencialnega obsega prenosa lastništva upoštevali le podjetja, ki so izrazila interes za uvedbo Esop sheme oziroma kažejo pripravljenost razmisliti o takšnem modelu. Razlikujemo med širšim interesom in ožjim interesom, na podlagi naslednjih ocen lastnikov o primernosti Esop modela za njihov prenos lastništva:

- V študiji so lastniki podjetji ocenjevali primernost Esop modela, pri čimer so primernost ocenjevali na lestvici on 1 -5.
- V naši analizi povzamemo kot ožji interes le lastnike, ki so prodajo Esopu ocenili kot zelo primerno (5) in kot širši interes pa lastnike, ki prodajo ocenjujejo kot zelo primerno ali primerno (4 ali 5). Kazalnik se meri ločeno po velikostnem razredu podjetja in regiji.
- Tako kot v prejšnjem koraku, smo podatke vzorca aplicirali na celotno populacijo podjetij glede na njihovo velikost in regijo.

7.3.3 Vrednost podjetij

Pri oceni potencialne tržne vrzeli je bilo potrebno določiti približno vrednost podjetij, ki bi lahko bila predmet odkupa s strani zaposlenih. Ker konsistentnih podatkov o oceni povprečne tržnih vrednostih MSP po segmentih ni, je bila za ta namen uporabljena poenotena metodologija, ki temelji na analizi prihodkov in tipičnih večkratnikov vrednotenja.

- Kot približek vrednosti podjetja je uporabljen povprečni prihodek od poslovanja na podjetje, ki je bil v študiji ocenjen po segmentih in ločeno po regijah. Povprečni letni prihodki mikro podjetja s 5-9 zaposlenimi se je gibala med 1,3 in 2,0 milijona evrov (Vzhodna/Zahodna regija), majhna podjetja so ustvarjala 3,1 do 4,6 milijona evrov prihodkov (Vzhodna/Zahodna regija), srednja podjetja pa med 12,3 (Zahodna regija) in 12,5 milijonov (Vzhodna regija) evrov prihodkov.
- Na podlagi preglednih virov o vrednotenju malih in srednjih podjetij sprejemamo kot utemeljen vodnik večkratnik prihodkov v razponu 0,5× do 2,0[44]. Ta razpon upošteva razlike po panogah, rasti, stabilnosti in tveganjih, ki so značilne za MSP, kadar ni razpoložljivih kazalnikov EBITDA ali drugih bolj primernih multiplikativnih kriterijev. Ob pomankanju podatkov o panogah po posameznih segmentih in interesom za Esop, predpostavimo le eno multiplo za vse segmente - 1,0x.

7.3.4 Odstotek deleža, prodanega Esopu in vrednost financiranja

Pripravljenost sprejeti obročno plačilo je eden izmed ključnih dejavnikov, ki lahko vplivajo na izvedljivost prodaje podjetja zaposlenim, saj je trenuten dostop do financiranja omejen:

Študija je zbrala podatke o preferencah lastnikov glede obročnega plačila, ki so model Esop ocenjevali kot primeren ali zelo primeren in se umikajo iz lastništva v naslednjih desetih letih. Ta odstotek je relativno visok, v mikro in majhnih podjetjih čez 50% pri scenariju širšega interesa, v scenariju ožjega interesa pa čez 70%. Pri srednjih podjetjih je ta odstotek v scenariju širšega interesa 100%, vendar je treba poudariti, da smo tu v vzorcu imeli le 3 podjetja (srednje velika podjetja, v katerih lastnik ocenjuje Esop kot zelo primeren ali primeren, in se hkrati umika iz lastništva v naslednjih 10 letih).

Podatke o preferencah financiranja je sicer težje interpretirati, saj ankete niso dovolj poglobljeno naslovile spektra različnih scenarijev, na primer za primere, kjer za lastnike ob prodaji nastane davčna obveznost, ki mora biti plačana takoj, ali ko lastnik želi prejeti manjši del kupnine ob prodaji, vendar je pripravljen na večji del čakati dlje.

Hkrati je treba poudariti, da je analiza praks iz ZK in ZDA pokazala, da se transakcije pri MSP brez kupninskega kredita prodajalca, ki odigra vlogo podrejene tranše financiranja, pogosto ne zgodijo, saj so za banke ali druge financerje preveč tvegane.

Dodatno, ker raziskava ne vsebuje podatkov o tem, ali lastniki načrtujejo popoln ali delni izstop iz lastništva, smo za potrebe ocene tržne vrzeli oblikovali razumno predpostavko glede obsega prodaje. Utemeljeno je pričakovati, da vsi lastniki ne bodo izvedli 100-odstotnega izstopa, saj je prodaja podjetja zaposlenim (Esop) pogosto zahtevnejša in

[44] (Phoenix Strategy Group, 2024)

dolgotrajnejša, hkrati pa omogoča možnost postopnega prenosa lastništva. V praksi se zato pogosto pojavljajo primeri, ko lastniki prodajo le del podjetja zaposlenim, pri čemer ohranijo preostali delež za kasnejši odkup ali postopni izhod.

Zato smo v analizi predpostavili naslednje:

- Lastniki, ki so pripravljeni na obročno plačilo, lahko prodajo 100% delež podjetja Esopu. Pri tem iščejo zunanje financiranje za 20% transakcije, s čimer poravnajo morebitno davčno obveznost in/ali dobijo manjši delež kupnine.
- Lastniki, ki niso pripravljeni na obročno plačilo, lahko prodajo le manjšinski del podjetja Esopu (predpostavimo 40%). Pri tem iščejo zunanje financiranje za celotno transakcijo (torej 40% skupne vrednosti podjetja). Tovrstni lastniki bodo morda v nekem obdobju iskali popolni izhod, vendar le-ta ne bo mogoč v preučevanem 10 letnem obdobju, zaradi daljše ročnosti posojila (lahko pa se zgodi po tem, vendar je to že izven našega preučevanega obdobja).

7.3.5 Izračun potrebe po financiranju in tržna vrzel

Za vsak velikostni razred in scenarij smo število podjetij, ki izvajajo Esop, pomnožili z deležem, ki potrebuje zunanje financiranje in s financiranim deležem. Na podlagi rezultatov smo oblikovali rang potreb.

7.4 Izračun ocene tržne vrzeli

7.4.1 Izračun števila podjetij, ki bi lahko bila prodana zaposlenim

Na podlagi zgoraj omenjenih metod, predpostavk in aplikaciji metodologije, opisane v prejšnjem poglavju (točke 1-2) je bila sestavljena spodnja tabela. Tabela prikazuje ocenjeno število podjetij s prenosom lastništva in potencialno primernostjo Esop po velikostnih razredih (mikro, majhna, srednja) ter po dveh kohezijskih regijah.

Analiza pokaže, da se približno tretjina lastnikov v naslednjem desetletju namerava umakniti, kar na nacionalni ravni odpira veliko polje nasledstvenih prenosov. Med podjetji, katerih lastniki načrtujejo umik, okoli deset odstotkov vidi Esop kot zelo primerno možnost, še približno 21 odstotkov pa ga ocenjuje kot vsaj zmerno primerno (torej 10% v scenariju ožjega interesa, kar vključuje lastnike, ki vidijo to opcijo kot zelo primerno, in 31% v scenariju širšega interesa, kar vključuje lastnike, ki vidijo tovrstni prenos lastništva kot zelo ali zmerno primeren).

Interes je precej koncentriran v mikro in malih podjetjih: v obeh regijah približno pet odstotkov mikro podjetij, v katerih se lastnik umika, meni, da je Esop zelo primeren, ter petnajst odstotkov, da je vsaj zmerno primeren. Za majhna podjetja se ta odstotek giba

med tri in štiri za zelo primeren ter med devet in enajst za zmerno primeren. Pri srednje velikih podjetjih (50–249 zaposlenih) je takšno zanimanje precej manjše.

Regionalna slika pokaže, da so odstotki med regijama precej usklajeni; razlika se pojavlja le med interesenti za Esop v srednjih podjetjih – nekaj jih je v vzhodni Sloveniji, medtem ko v zahodni regiji tovrstnega interesa v vzorcu ni bilo zaznati.

V zahodni kohezijski regiji je približno 40 % več podjetij, predvsem na račun mikro podjetij (5–9 zaposlenih), zato se pričakuje, da bo več povpraševanja (z vidika števila podjetij) po vpeljavi Esop modelov ravno tam.

Tabela 3: Pripravljenost lastnikov, k se v naslednjih 10 letih umikajo iz lastništva, na prodajo podjetja zaposlenim (ožji in širši interes) za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah

Celotna Slovenija

Velikostni razred	Število podjetij (2022) Skupaj	% podjetij, katerih lastniki se umikajo v 10 letih	Ocenjeno število podjetij s prenosom lastništva v 10 letih	% podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)	Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)	% podjetij, za katere je Esop je zelo ali zmerno primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)	Število podjetij, za katere je Esop je zelo ali zmerno primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)
Mikro (5-9)	4.253	38%	1.628	5%	199	15%	631
Majhna (10-49)	6.197	34%	2.129	4%	222	10%	604
Srednja (50 - 249)	1.312	22%	284	0%	-	3%	35
Skupaj	**11.762**		**4.041**		**422**		**1.271**

Zahodna Slovenija

Velikostni razred	Število podjetij (2022) Zahodna regija	% podjetij, katerih lastniki se umikajo v 10 letih	Ocenjeno število podjetij s prenosom lastništva v 10 letih	% podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)	Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)	% podjetij, za katere je Esop je zelo ali zmerno primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)	Število podjetij, za katere je Esop je zelo ali zmerno primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)
Mikro (5-9)	2.891	40%	1.163	5%	133	15%	432
Majhna (10-49)	3.305	35%	1.144	4%	127	9%	286
Srednja (50 - 249)	674	26%	177	0%	-	0%	-
Skupaj	**6.870**		**2.484**	**4%**	**260**	**10%**	**718**

Vzhodna Slovenija

Velikostni razred	Število podjetij (2022) Vzhodna regija	% podjetij, katerih lastniki se umikajo v 10 letih	Ocenjeno število podjetij s prenosom lastništva v 10 letih	% podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)	Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)	% podjetij, za katere je Esop je zelo ali zmerno primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)	Število podjetij, za katere je Esop je zelo ali zmerno primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)
Mikro (5-9)	1.362	34%	465	5%	66	15%	199
Majhna (10-49)	2.892	34%	985	3%	95	11%	318
Srednja (50 - 249)	638	17%	106	0%	-	6%	35
Skupaj	**4.892**		**1.557**	**3%**	**162**	**11%**	**553**

7.4.2 Izračun skupne vrednosti podjetij, ki bi lahko vpeljala Esop

Z uporabo metodologije, opisane v podpoglavju 5.3.3 smo ocenili vrednost podjetij, ki bi se lahko v celotni ali delno prodala zaposlenim ob izstopu lastnika v preučevanem obdobju.

Ocene prikazujejo precejšen razpon. V konservativnem scenariju manjšega interesa bi se po vsej Sloveniji v naslednjem desetletju izpeljalo okoli 420 odkupov s strani zaposlenih s skupno ocenjeno skupno vrednostjo približno 1,2 mrd €, v bolj optimističnem scenariju pa bi število transakcij naraslo na več kot 1 250, njihov skupni obseg pa na približno 3,8 mrd €.

Glavnina vrednosti izvira iz segmenta malih podjetij (10–49 zaposlenih), ki imajo bistveno višje prihodke od mikro podjetij; slednja so številčna, a finančno manj pomembna. Pri scenarijih tako manjšega kot tudi večjega interesa se večji delež podjetij glede na njihovo vrednost nahaja v Zahodni Sloveniji – to je v scenariju manjšega interesa 260 poslov v skupni vrednosti okrog 856 milijonov € – predvsem zaradi večjega števila mikro in malih podjetij v regiji (interes je odstotkovno podoben). V vzhodni regiji bi v istem scenariju nastalo približno 162 poslov z vrednostjo okoli 377 milijonov €.

V scenariju večjega interesa je razlika v vrednostmi med regijama relativno manjša; vrednost podjetij v Zahodni regiji znaša skoraj 2,2 mrd €, medtem ko na vzhodu dobrih 1,6 mrd €. Razlog za manjšo relativno razliko izhaja iz vključitve nekaj srednje velikih podjetij v vzhodni regiji, ki so v vzorcu kot zmerno primerne ocenili Esop (tri podjetja v vzorcu, kar se pri ekstrapolaciji pretvori v približno 35), njihova nadpovprečna vrednost pa močno dvigne skupni obseg transakcij.

Tabela 4: Skupna ocenjena vrednost podjetij, v katerih se v naslednjih 10 letih lastniki umikajo iz lastništva in so naklonjeni prodaji podjetja zaposlenim (ožji in širši interes) za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah

Celotna Slovenija

Velikostni razred	Povp. prihodki podjetja[45]	Večkratnik prihodkov	Ocena vrednosti povp. podjetja	Scenarij ožjega interesa (število podjetij, ki bodo prodali Esopu)	Scenarij ožjega interesa (skupna vrednost Esop transakcij)[46]	Scenarij širšega interesa (število podjetij, ki bodo prodali Esopu)	Scenarij širšega interesa (skupna vrednost Esop podjetij)[47]
Mikro (5-9)	1,8 mio €	1,00	1,8 mio €	199	349,6 mio €	631	1.115,3 mio €
Majhna (10-49)	3,9 mio €	1,00	3,9 mio €	222	883,9 mio €	604	2.307,0 mio €
Srednja (50 - 249)	12,4 mio €	1,00	12,4 mio €	0	0,0 mio €	35	442,9 mio €
Skupaj				**422**	**1.233,5 mio €**	**1271**	**3.865,2 mio €**

Zahodna Slovenija

Velikostni razred	Povp. prihodki podjetja	Večkratnik prihodkov	Ocena vrednosti povp. podjetja	Scenarij ožjega interesa (število podjetij, ki bodo prodali Esopu)	Scenarij ožjega interesa (skupna vrednost Esop transakcij)	Scenarij širšega interesa (število podjetij, ki bodo prodali Esopu)	Scenarij širšega interesa (skupna vrednost Esop podjetij)
Mikro (5-9)	2,0 mio €	1,00	2,0 mio €	133	266,4 mio €	432	865,7 mio €
Majhna (10-49)	4,6 mio €	1,00	4,6 mio €	127	590,1 mio €	286	1.327,7 mio €
Srednja (50 - 249)	12,3 mio €	1,00	12,3 mio €	0	0,0 mio €	0	0,0 mio €
Skupaj				**260**	**856,5 mio €**	**718**	**2.193,4 mio €**

Vzhodna Slovenija

Velikostni razred	Povp. prihodki podjetja	Večkratnik prihodkov	Ocena vrednosti	Scenarij ožjega interesa (število podjetij, ki bodo prodali Esopu)	Scenarij ožjega interesa (skupna vrednost Esop transakcij)	Scenarij širšega interesa (število podjetij, ki bodo prodali Esopu)	Scenarij širšega interesa (skupna vrednost Esop podjetijj)
Mikro (5-9)	1,3 mio €	1,00	1,3 mio €	66	83,2 mio €	199	249,6 mio €
Majhna (10-49)	3,1 mio €	1,00	3,1 mio €	95	293,8 mio €	318	979,2 mio €
Srednja (50 - 249)	12,5 mio €	1,00	12,5 mio €	0	0,0 mio €	35	442,9 mio €
Skupaj				**162**	**377,0 mio €**	**553**	**1.671,8 mio €**

[45] Povprečni prihodki podjetja za posamezno regijo in za celotno Slovenijo so bili izračunani glede na velikostni razred za celotni vzorec.
[46] Scenarij ožjega interesa (skupna vrednost ESOP transakcij) za Celotno Slovenijo je bil izračunan na podlagi vsote zneskov Zahodne in Vzhodne Slovenije.
[47] Scenarij širšega interesa (skupna vrednost ESOP transakcij) za Celotno Slovenijo je bil izračunan na podlagi vsote zneskov Zahodne in Vzhodne Slovenije.

7.4.3 Izračun potrebe po zunanjem financiranju za namen odkupov s strani zaposlenih

Tabela 3 prikazuje skupno ocenjene vrednosti povpraševanja po zunanjih virih financiranja za izvedbo odkupov s strani zaposlenih (Esop transakcij) v naslednjem desetletju v scenariju ožjega interesa, izračunane po metodologiji, predstavljeni v poglavju 5.3.5. Ocena zajema zgolj potrebo po financiranju s strani finančnih institucij in ne vključuje vrednosti kupninskega kredita prodajalcev.

Rezultati kažejo, da bi v scenariju ožjega interesa skupna ocenjena potreba po zunanjem financiranju znašala približno 304 milijonov evrov. Največji delež povpraševanja je pričakovano skoncentriran v Zahodni Sloveniji (okoli 66 % skupnega obsega), kar odraža večjo koncentracijo podjetij, višjo povprečno dodano vrednost ter večjo kapitalsko intenzivnost poslovanja v tej regiji. Vzhodna Slovenija prispeva približno 34 % povpraševanja, kar še vedno predstavlja pomemben potencial za oblikovanje regionalno prilagojenih finančnih instrumentov in spodbud.

Struktura po velikostnih razredih podjetij kaže, da bi največji delež povpraševanja izhajal iz malih podjetij (10–49 zaposlenih), ki hkrati predstavljajo segment z največ izraženimi potrebami po zunanjih virih kapitala za izvedbo odkupa. Mikro podjetja se pojavljajo predvsem v manjših transakcijah z omejenim zunanjim financiranjem, medtem ko se srednja podjetja v scenariju ožjega interesa ne pojavljajo.

Tabela 4 prikazuje skupno ocenjene vrednosti povpraševanja po zunanjih virih financiranja za izvedbo odkupov s strani zaposlenih (Esop transakcij) v naslednjem desetletju v scenariju širšega interesa, izračunane po metodologiji iz poglavja 5.3.5. Tudi ta ocena zajema zgolj potrebo po financiranju s strani finančnih institucij in ne vključuje kupninskega kredita prodajalcev.

V tem scenariju, ki predpostavlja večjo pripravljenost lastnikov za prodajo in višjo stopnjo interesa zaposlenih za odkup, skupna ocenjena potreba po zunanjem financiranju znaša približno 1,06 milijarde evrov.

Tudi tu je največji delež povpraševanja skoncentriran v Zahodni Sloveniji (okoli 57,5 % skupnega obsega), kar odraža višjo povprečno vrednost podjetij v tej regiji. Vzhodna Slovenija prispeva približno 42,5 % povpraševanja, kar potrjuje, da bi morala imeti tudi ta regija pomembno vlogo pri oblikovanju ciljnih finančnih ukrepov.

Po velikostnih razredih največ povpraševanja ponovno izhaja iz malih podjetij (10–49 zaposlenih), kjer se združujeta primerna velikost podjetij in realna možnost organizacijskega prenosa lastništva. Mikro podjetja predstavljajo številčno pomemben vzorec, vendar z nižjimi individualnimi potrebami po financiranju. Srednja podjetja se pojavljajo predvsem v Vzhodni Sloveniji, kjer predstavljajo večje in kapitalsko zahtevnejše primere, ki bi lahko služili kot pilotne Esop transakcije.

Tabela 5: Skupna ocenjena vrednost povpraševanja po zunanjem financiranju za namen financiranja odkupa s strani zaposlenih v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah. Scenarij ožjega interesa.

Celotna Slovenija

Velikostni razred	Scenarij ožjega interesa (skupna vr. Esop podjetij)	Pripravljenost lastnika na prejem obročnega plačila (scenarij ožjega interesa)	Popolni izstop (100%) - 20% zunanje financiranje	Delni izstop (nepripravljenost na obročna plačila) - 40% izstop, 100% zun. financiranje	Ocenjena potreba za scenarij ožjega interesa[48]
Mikro (5-9)	349,6 mio €	83%	61,6 mio €	16,6 mio €	78,2 mio €
Majhna (10-49)	883,9 mio €	71%	127,7 mio €	98,2 mio €	225,9 mio €
Srednja (50 - 249)	0,0 mio €		0,0 mio €	0,0 mio €	0,0 mio €
Skupaj	**1.233,5 mio €**				**304,1 mio €**

Zahodna Slovenija

Velikostni razred	Scenarij manjšega interesa (skupna vrednost Esop podjetij)	Pripravljenost lastnika na prejem obročnega plačila (scenarij ožjega interesa)	Popolni izstop (100%) - 20% zunanje financiranje	Delni izstop (nepripravljenost na obročna plačila) - 40% izstop, 100% zun. financiranje	Ocenjena potreba za scenarij ožjega interesa
Mikro (5-9)	266,4 mio €	100%	53,3 mio €	0,0 mio €	53,3 mio €
Majhna (10-49)	590,1 mio €	75%	88,5 mio €	59,0 mio €	147,5 mio €
Srednja (50 - 249)	0,0 mio €		0,0 mio €	0,0 mio €	0,0 mio €
Skupaj	**856,5 mio €**				**200,8 mio €**

Vzhodna Slovenija

Velikostni razred	Scenarij manjšega interesa (skupna vrednost Esop podjetij)	Pripravljenost lastnika na prejem obročnega plačila (scenarij ožjega interesa)	Popolni izstop (100%) - 20% zunanje financiranje	Delni izstop (nepripravljenost na obročna plačila) - 40% izstop, 100% zun. financiranje	Ocenjena potreba za scenarij ožjega interesa
Mikro (5-9)	83,2 mio €	50%	8,3 mio €	16,6 mio €	25,0 mio €
Majhna (10-49)	293,8 mio €	67%	39,2 mio €	39,2 mio €	78,3 mio €
Srednja (50 - 249)	0,0 mio €		0,0 mio €	0,0 mio €	0,0 mio €
Skupaj	**377,0 mio €**				**103,3 mio €**

[48] Popolni izstop, Delni izstop in Ocena potreba za scenarij ožjega interesa za Celotno Slovenijo so bili izračunani kot vsota potreb Zahodne in Vzhodne Slovenije.

Tabela 6: Skupna ocenjena vrednost povpraševanja po zunanjem financiranju za namen financiranja odkupa s strani zaposlenih v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah. Scenarij širšega interesa.

Celotna Slovenija

Velikostni razred	Scenarij širšega interesa (skupna vrednost Esop transakcij)	Pripravljenost lastnika na prejem obročnega plačila (scenarij širšega interesa)	Popolni izstop (100%) - 20% zunanje financiranje	Delni izstop (nepripravljenost na obročna plačila) - 40% izstop, 100% zun. financiranje	Ocenjena potreba za scenarij širšega interesa[49]
Mikro (5-9)	1.115,3 mio €	58%	126,5 mio €	193,1 mio €	319,6 mio €
Majhna (10-49)	2.307,0 mio €	58%	275,0 mio €	372,9 mio €	647,8 mio €
Srednja (50 - 249)	442,9 mio €	100%	88,6 mio €	0,0 mio €	88,6 mio €
Skupaj	**3.865,2 mio €**				**1.056,0 mio €**

Zahodna Slovenija

Velikostni razred	Scenarij širšega interesa (skupna vrednost Esop transakcij)	Pripravljenost lastnika na prejem obročnega plačila (scenarij širšega interesa)	Popolni izstop (100%) - 20% zunanje financiranje	Delni izstop (nepripravljenost na obročna plačila) - 40% izstop, 100% zun. financiranje	Ocenjena potreba za scenarij širšega interesa
Mikro (5-9)	865,7 mio €	54%	93,2 mio €	159,8 mio €	253,0 mio €
Majhna (10-49)	1.327,7 mio €	67%	177,0 mio €	177,0 mio €	354,1 mio €
Srednja (50 - 249)	0,0 mio €	0%	0,0 mio €	0,0 mio €	0,0 mio €
Skupaj	**2.193,4 mio €**				**607,1 mio €**

Vzhodna Slovenija

Velikostni razred	Scenarij širšega interesa (skupna vrednost Esop transakcij)	Pripravljenost lastnika na prejem obročnega plačila (scenarij širšega interesa)	Popolni izstop (100%) - 20% zunanje financiranje	Delni izstop (nepripravljenost na obročna plačila) - 40% izstop, 100% zun. financiranje	Ocenjena potreba za scenarij širšega interesa
Mikro (5-9)	249,6 mio €	67%	33,3 mio €	33,3 mio €	66,6 mio €
Majhna (10-49)	979,2 mio €	50%	97,9 mio €	195,8 mio €	293,8 mio €
Srednja (50 - 249)	442,9 mio €	100%	88,6 mio €	0,0 mio €	88,6 mio €
Skupaj	**1.671,8 mio €**				**448,9 mio €**

[49] [49]Popolni izstop, Delni izstop in Ocena potreba za scenarij ožjega interesa za Celotno Slovenijo so bili izračunani kot vsota potreb Zahodne in Vzhodne Slovenije.

7.4.4 Razpon ocenjene tržne vrzeli

Primerjava scenarija ožjega in širšega interesa omogoča določitev orientacijskega razpona ocenjene tržne vrzeli pri financiranju odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji.

Scenarij	Skupna ocenjena potreba po zunanjem	Delež Zahodne regije	Delež Vzhodne regije
Ožji interes	**≈ 304 milijonov €**	~66,0%	~34,0%
Širši interes	**≈ 1,056 milijarde €**	~57,5%	~42,5 %

Na podlagi obeh scenarijev lahko ocenimo, da se tržna vrzel pri financiranju Esop transakcij v Sloveniji zaokroženo giblje v razponu med 304 milijoni in 1,06 milijarde evrov v naslednjem desetletju.

Spodnja meja odraža konzervativno oceno ob omejenem interesu podjetij in zaposlenih ter omejenem obsegu transakcij, medtem ko zgornja meja predstavlja scenarij večje tržne aktivacije, ko bi bil Esop model institucionalno podprt in razširjen med podjetji.

Tak razpon kaže na zmeren, a strateško pomemben potencial za uporabo namenskih javnih finančnih instrumentov (npr. garancijskih shem, podrejenih posojil ali skladov tehnične pomoči). Takšen instrument bi omogočil postopno zapiranje tržne vrzeli ter spodbudil razvoj trga Esop financiranja v Sloveniji.

7.5 Ključne ugotovitve

- Ocenjuje se, da skoraj 10 % podjetij, katerih lastniki se bodo v naslednjih desetih letih umaknili iz lastništva, vidi ESOP kot zelo primerno obliko izhoda (t. i. scenarij ožjega interesa).

- V scenariju širšega interesa, kjer lastniki možnost prodaje Esopu ocenjujejo kot primerno ali zelo primerno, pa bi to lahko vključevalo skoraj tretjino vseh prenosov lastništva.

- Razlike med kohezijskima regijama Slovenije so majhne; izhajajo predvsem iz večjega števila in ocenjene višje vrednosti mikro in malih podjetij v Zahodni regiji, ne pa iz vsebinsko drugačnih preferenc lastnikov.

- Ocenjena vrednost podjetij, ki bi lahko v naslednjih desetih letih izvedla (delno ali popolno) prodajo Esopu, znaša med 1 in 3,5 milijardami evrov (scenarij ožjega oz. širšega interesa).

- Potreba po zunanjem financiranju (brez prodajalčevega kupninskega kredita) je ocenjena na razpon med četrtino do ene milijarde evrov v scenariju ožjega, kar hkrati predstavlja tudi oceno tržne vrzeli.

8 Vidik zaposlenih kot članov Esop zadruge

Poglavje osvetljuje pomen zaposlenih kot končnih upravičencev v kontekstu finančnih instrumentov za podporo odkupom s strani zaposlenih. Poseben poudarek je namenjen dokazanim učinkom na podlagi mednarodnih empiričnih analiz, ki so relevantne za oblikovanje ukrepov v okviru ESS+ in drugih programov EU.

Zaposlenih, ki bi lahko postali lastniki zadruge, v okviru te študije nismo intervjuvali, zaradi omejitev, podrobneje opisanih v metodološkem poglavju 3.3. V času pisanja poročila je bil namreč zakon šele sprejet, zaradi česar še ne obstajajo zadruge zaposlenih, ki bi dejansko delovale po predvideni pravni podlagi. Poleg tega je treba zaposlenim koncept Esop pogosto podrobno predstaviti in razložiti, preden se lahko odločijo za vključitev, kar onemogoča izvedbo smiselnih anketnih analiz.

Zato se pri predstavitvi koristi za zaposlene opiramo na ugotovitve študij iz okolij, kjer je Esop že uveljavljen – predvsem ZDA, kjer ima model že več desetletij praktične tradicije. Pomembno je tudi poudariti, da bi ob pomanjkanju možnosti za prenos lastništva nekateri izstopajoči lastniki podjetij lahko izbrali likvidacijo podjetja, kar bi lahko neposredno ogrozilo številna delovna mesta. Temu vprašanju namenjamo več pozornosti v poglavju 3.2, kjer ocenjujemo število ogroženih delovnih mest v različnih scenarijih lastniškega prehoda.

8.1 Zaposleni kot končni prejemniki koristi intervencije

Osrednji cilj ESS+ je izboljšanje socialne in ekonomske vključenosti prebivalstva, krepitev zaposlitvenih možnosti ter dolgoročne varnosti posameznikov. V tem kontekstu so delavci, ki postanejo solastniki podjetij prek Esop zadruge, končni upravičenci pomoči EU (čeprav je pravni lastnik Esop sklada v praksi pogosto poseben fiduciarni subjekt (npr. sklad v imenu zaposlenih), so dejanski upravičenci ekonomskih koristi zaposleni.)

Zaposleni v Esop podjetjih praviloma niso le prejemniki kapitalskega deleža, temveč aktivni soustvarjalci podjetniške vrednosti, kar pomeni, da se neposredni pozitivni učinki EU sredstev materializirajo na ravni delavcev. S članstvom v Esop zadrugah, kot na podlagi tujih študij ocenjujemo in predstavljamo spodaj, glavne koristi prejmejo na področjih stabilnosti, finančne varnosti ter produktivnosti in rasti. Pri omenjenih koristih ne gre zgolj za korist posameznika, temveč gredo posredne koristi celotnim lokalnim skupnostim, v katerih se ohranjajo delovna mesta in ustvarjajo možnosti za trajnosten in stabilen uspeh lokalnih podjetij.

8.2 Pregled empiričnih podatkov na podlagi tujih študij

Prednosti vzpostavljene in dolgotrajne Esop prakse lahko najlažje ocenimo na podlagi študij, izvedenih v okolju, kjer je Esop model kot ena od možnosti odkupa podjetja

uveljavljena že dalj časa. Kot glavno referenco se zato sklicujemo na študijo *Shared Capitalism in the U.S. Economy: Prevalence, Characteristics, and Employee Views of Financial Participation in Enterprises.*[50]*:*

- po študiji Esop podjetja prednjačijo v produktivnosti in rasti, saj dosegajo v povprečju 4,5% višjo produktivnost.
- Odgovorno in motivirano upravljanje se kaže tudi v povečani stabilnosti, saj je verjetnost nepoplačila posojil v Esop podjetjih glede na ostala kar trikrat nižja.
- Stabilnost poslovanja Esop podjetja se nadalje kaže v stabilnosti njegove delovne sile – delavci v tovrstnih podjetjih so do štirikrat manj verjetno odpuščeni v zaostrenih razmerah, poleg tega pa je fluktuacija (menjava) zaposlenih do 50% nižja.
- Model se za zaposlene ne splača le zaradi povečane varnosti zaposlitve, pač pa so z njim nagrajeni tudi na področju finančne varnosti. Zaposleni z nizkimi in srednjimi dohodki, ki so blizu upokojitvene starosti, imajo tako zaradi udeležbe v Esop shemi do 10x višje premoženje glede na tipičnega predstavnika te starostne skupine.
- Poleg tega so zaposleni v Esop podjetjih s participativnim upravljanjem izboljšali svoje sposobnosti komuniciranja in odločanja, s čimer so izboljšali tudi kvaliteto finančnih odločitev, ki jih sprejemajo v domačem gospodinjstvu.[51]

K temu gre pripomniti, da pri Esop transakcijah, tako v ZDA kot tudi v Združenem kraljestvu in Sloveniji, niso predvideni osebni vložki zaposlenih, saj se odkup financira iz prostega denarnega toka podjetja. ZLZD vstopno ceno za obvezni delež LZD omejuje na 300 EUR, osebna odgovornost članov LZD pa je prav tako omejena na ta znesek.

V ZDA je premoženje, ki ga zaposleni ustvarijo v okviru shem Esop, skoncentrirano v delnicah podjetja, v katerem so zaposleni, saj se jim vrednost, ki jo podjetje ustvari v času njihove zaposlitve, izplača šele ob odhodu iz podjetja. Takšna koncentracija lahko predstavlja finančno tveganje za zaposlene v primeru poslovnih težav podjetja ter likvidnostno tveganje za podjetje samo v primeru množičnega odhoda zaposlenih.[52]

Slovenski model Esop ta problem naslavlja z načrtom vmesnega izplačevanja kapitalskih upravičenj, ki vodi k bolj enakomerni razdelitvi in splošnemu zniževanju tveganja, saj se vrednost, akumulirana na osebnih kapitalskih računih, zaposlenim redno izplačuje tekom zaposlitve v podjetju.

[50] (Kruse, Blasi & Park, 2008)
[51] (The ESOP Association, 2019)
[52] (Kruse, Blasi, Weltmann, Kang, Kim, & Castellano, 2021)

8.3 Premostitev tržne vrzeli za ohranjanje delovnih mest

Z vidika nasledstva podjetij je ohranjanje delovnih mest ena ključnih družbenih koristi modela Esop. V številnih primerih, ko lastniki nimajo naslednikov ali zunanjih kupcev, bi podjetje sicer prenehalo z delovanjem. Esop omogoča prenos lastništva na zaposlene in s tem ohranitev podjetja, znanja in delovnih mest v lokalnem okolju.

V nadaljevanju poskušamo ta učinek tudi kvantificirati z oceno števila delovnih mest, ki bi bila lahko ogrožena v odsotnosti mehanizmov za prenos lastništva na zaposlene.

8.3.1 Ključni podatki, predpostavke in metodologija

Za izračun ocenjenega števila ogroženih delovnih mest smo izhajali iz števila podjetij, pri katerih je v naslednjem desetletju pričakovan prenos lastništva in pri katerih se je model odkupa s strani zaposlenih (Esop) izkazal kot primerna (širši interes) ali zelo primerna (ožji interes) možnost prenosa.

Na podlagi podatkov iz vzorca in nacionalnih ocen nasledstva podjetij smo izračunali nabor podjetij, ki bi v odsotnosti ustreznih finančnih instrumentov in alternativnih kupcev lahko ostala brez naslednika.

8.3.1.1 Določitev ciljne populacije

Za določitev ciljne populacije smo v skladu s prejšnjim poglavjem izračunali število zaposlenih v podjetjih, ki prenašajo lastništvo in bi bila primerna za prenos v obliki Esop, skladno s prejšnjim poglavjem.

Določili smo ožji in širši interes in razdelili populacijo na Vzhodno in Zahodno regijo.

8.3.1.2 Izračun števila zaposlenih v ciljni populaciji podjetij

Izračunali smo povprečno število zaposlenih za posamezno velikostno kategorijo (mikro, majhna in srednja podjetja), pri čimer smo ugotovili, da imajo:

- Mikro podjetja v povprečju našega vzorca 7 zaposlenih;
- Mahjna podjetja v povprečju našega vzorca 20 zaposlenih;
- Srednja podjetja v povprečju našega vzorca 91 zaposlenih.

8.3.1.3 Oblikovanje scenarijev

Nato smo oblikovali dva scenarija, v katerih se 50 % in 100 % teh podjetij ne uspe prodati oziroma ne uspe nadaljevati poslovanja, kar vodi v likvidacijo.

V odsotnosti empiričnih podatkov o dejanskem deležu podjetij, ki bi brez možnosti Esop odkupa prenehala s poslovanjem, gre pri spodnjih modelih za hipotetični prikaz potencialnega družbeno-gospodarskega učinka nepremostitve tržne vrzeli. Zlasti mikro in majhna podjetja so v odsotnosti strateških prevzemnikov, finančnih skladov ali drugih

konkurenčnih prevzemnikov ogrožena in posledično pogosto prenehajo s poslovanjem ter pristanejo v likvidacijskem postopku.[53]

8.3.2 Izračun potencialno izgubljenih delovnih mest

Izračun kaže, da bi v primeru, da tržna vrzel pri financiranju odkupov s strani zaposlenih ne bi bila premoščena, lahko bilo ogroženih med **približno 3 tisoč in 20 tisoč delovnih mest** v naslednjem desetletju, kar predstavlja pomemben delež zaposlenosti v segmentu manjših in srednjih podjetij v tranziciji lastništva (Tabeli 9 in 10).

Tovrstna izguba bi imela neposredne negativne učinke na regionalno zaposlenost, proračunske prihodke iz davkov in lokalne dobavne verige, zlasti v regijah z višjim deležem starejših podjetnikov in manjšim številom potencialnih naslednikov.

[53] (Evropska komisija, 2012)

Tabela 7: Ogrožena delovna mesta po ožjem scenariju v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah.

Celotna Slovenija				
Velikostni razred podjetja	**Povprečno število zaposlenih**	**Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 50% omenjenih podjetij**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 100% omenjenih podjetij**
Mikro (5-9)	7	199	713	1.426
Majhna (10-49)	20	222	2.223	4.446
Srednja (50 - 249)	91	-	-	-
Skupaj		422	2.936	5.872

Zahodna Slovenija				
Velikostni razred podjetja	**Povprečno število zaposlenih**	**Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 50% omenjenih podjetij**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 100% omenjenih podjetij**
Mikro (5-9)	7	133	475	951
Majhna (10-49)	20	127	1.270	2.540
Srednja (50 - 249)	91	-	-	-
Skupaj		260	1.746	3.491

Vzhodna Slovenija				
Velikostni razred podjetja	**Povprečno število zaposlenih**	**Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (ožji interes)**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 50% omenjenih podjetij**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 100% omenjenih podjetij**
Mikro (5-9)	7	66	238	475
Majhna (10-49)	20	95	953	1.905
Srednja (50 - 249)	91	-	-	-
Skupaj		162	1.190	2.381

Tabela 8: Ogrožena delovna mesta po širšem scenariju v obdobju 10 let za celotno Slovenijo in po kohezijskih regijah.

Celotna Slovenija				
Velikostni razred podjetja	**Povprečno število zaposlenih**	**Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 50% omenjenih podjetij**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 100% omenjenih podjetij**
Mikro (5-9)	7	631	2.258	4.516
Majhna (10-49)	20	604	6.033	12.067
Srednja (50 - 249)	91	35	1.605	3.209
Skupaj		1.271	9.896	19.792

Zahodna Slovenija				
Velikostni razred podjetja	**Povprečno število zaposlenih**	**Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 50% omenjenih podjetij**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 100% omenjenih podjetij**
Mikro (5-9)	7	432	1.545	3.090
Majhna (10-49)	20	286	2.858	5.716
Srednja (50 - 249)	91	-	-	-
Skupaj		718	4.403	8.806

Vzhodna Slovenija				
Velikostni razred podjetja	**Povprečno število zaposlenih**	**Število podjetij, za katere je Esop je zelo primeren in lastnik se umika v naslednjih 10 letih (širši interes)**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 50% omenjenih podjetij**	**Ocenjeno št. izgubljenih delovnih mest v primeru, ko je likvidiranih 100% omenjenih podjetij**
Mikro (5-9)	7	199	713	1.426
Majhna (10-49)	20	318	3.176	6.351
Srednja (50 - 249)	91	35	1.605	3.209
Skupaj		553	5.493	10.986

9 Vidik in pripravljenost lastnikov

9.1 Pregled podjetij, vključenih v študijo

V študijo je bilo vključenih deset podjetij, pri čemer so bili intervjuji opravljeni z direktorji oziroma solastniki podjetij. Izbor je bil zasnovan tako, da se zajemejo različne regije, velikosti in dejavnosti podjetij, ki so v preteklosti že izkazala zanimanje za solastništvo zaposlenih ali razmišljala o prenosu lastništva na zaposlene.

Po kohezijski razdelitvi je bilo v vzorec zajetih šest podjetij iz vzhodne in štiri podjetja iz zahodne kohezijske regije.

Glede na velikost podjetij (po klasifikaciji AJPES) vzorec zajema tri mikro, eno majhno, pet srednjih in eno veliko podjetje. Dejavnosti podjetij so raznolike – od storitvenih panog (računalniške dejavnosti, tehnično svetovanje, oglaševanje) do predelovalnih in industrijskih dejavnosti (proizvodnja električnih naprav, kovinskih konstrukcij, kmetijskih strojev in pohištva).

Podrobni podatki o sodelujočih podjetjih in vlogi intervjuvancev so prikazani v tabeli.

Tabela 9: Pregled vključenih podjetij glede na regijo, velikost in dejavnost

Vloga intervjuvanca v podjetju	Statistična regija sedeža podjetja	Kohezijska regija	Velikost podjetja (podatek AJPES)	Glavna dejavnost podjetja po SKD
direktor in solastnik	Osrednjeslovenska	zahodna	mikro	63.100 (Dej.z rač.infr.,obd.pod.,gos.,pov.dej.)
direktor in solastnik	Osrednjeslovenska	zahodna	srednje	46.640 (Trg.db.z dr.napravami in opremo)
direktor in solastnik	Gorenjska	zahodna	srednje	18.120 (Dr.tiskanje)
direktor in solastnik	Osrednjeslovenska	zahodna	srednje	71.129 (Dr.inženirske deja.in tehnično svetovanje)
direktor in solastnik	Savinjska	vzhodna	srednje	27.900 (Prz.dr.električnih naprav)
direktor in lastnik	Štajerska	vzhodna	mikro	73.110 (Dej.oglaševalskih agencij)
direktor in lastnik	Štajerska	vzhodna	mikro	33.200 (Montaža industrijskih strojev in naprav)
direktor in solastnik	Koroška	vzhodna	srednje	25.110 (Prz.kov.konstrukcij in njihovih delov)
direktor in solastnik	Jugovzhodna Slovenija	vzhodna	majhno	31.000 (Prz.pohištva)
direktor in solastnik	Savinjska	vzhodna	veliko	28.300 (Prz.kmetijskih in gozdarskih strojev)

9.2 Analiza stanja na podlagi poglobljenih intervjujev

V splošnem je bilo med intervjuvanci zaznati razlike v poznavanju in razumevanju področja (so)lastništva zaposlenih, izraženih potreb oz. pričakovanj in pogledov glede na velikost podjetja, katerega (so)lastniki so.

Mikro in malo podjetje so izrazili izziv velikih administrativnih obremenitev in potrebe po enostavnih, uporabniku prijaznih rešitvah, ki bi jim celovito in pregledno pomagale skozi vse vidike, ki jih štejejo kot relevantne pri prehodu v (so)lastništvo zaposlenih (proces,

predpisi, osveščanje, prenos znanja in veščin, organizacijski vidiki, administracija idr.), saj nimajo notranjih kapacitet, ki bi jim pomagale pri prehodu. S kapacitetami je mišljena primerna kadrovska zasedba v podjetju, ki bi se lahko strokovno posvetila posamičnim vidikom. Poslovodno in upravljavsko funkcijo pogosto opravlja lastnik, ki je sočasno direktor, računovodske, finančne, pravne, kadrovske idr. specialne storitve pa po potrebi najemajo na trgu.

Srednja in veliko podjetje imajo nasprotno dobro razvito organizacijsko strukturo in razpolagajo s kadri, ki so pristojni za posamična področja (npr. računovodstvo, finance, kadrovska in pravna služba). Iz tega razloga jih pri prehodu na (so)lastništvo zaposlenih manj skrbijo prej omenjeni, predvsem endogeni vidiki, bolj pa sistemska tveganja – npr. učinek sprememb bonitetnih ocen, izziv nestanovitne politike (zlasti na davčnem področju) in s tem tveganja »spreminjanja pravil igre« med prehajanjem v (so)lastništvo, ki lahko traja deset in več let.

V nadaljevanju podajamo sintezo odgovorov, pridobljenih v poglobljenih intervjujih, po štirih predvidenih sklopih.

9.2.1 Interes za prehod v lastništvo zaposlenih in pogledi na vlogo le-tega pri ohranjanju delovnih mest

Vsi intervjuvanci so bili vsaj v grobem seznanjeni z različnimi modeli (so)lastništva zaposlenih, pri čemer so nekateri pomnili še prvi poosamosvojitveni prehod na solastništvo zaposlenih, ki je bil izvršen s pomočjo certifikatov. Prav tako je večina poznala modela, ki ju je bilo v zadnjih letih najpogosteje zaslediti v medijih, in sicer »Dewesoft« in »Akrapovič«. Intervjuvancem, ki so omenili slednjega, je ta ostal v slabem spominu, saj je g. Akrapovič ob več priložnostih predstavil to izkušnjo kot izrazito negativno (različni javni dogodki in članki). Po drugi strani so zaznali informacije o shemi (so)lastništva podjetja Dewesoft kot pozitivno, pri čemer sklepamo, da je to posledica tako pozitivne komunikacije večinskega lastnika g. Jureta Kneza kot tudi ugleda podjetja oz. pozitivne konotacije blagovne znamke tako doma kot v tujini. Vsem intervjuvancem je bila znana pobuda Esop, bodisi iz medijev, bodisi iz preteklega zanimanja oz. informacij, ki so jih pridobili v okviru različnih dogodkov (npr. konference Javne agencije SPIRIT Slovenija idr. kanali).

Vsi intervjuvani lastniki so o (so)lastništvu zaposlenih že razmišljali ali ga celo že uvedli – eden v obliki modela Esop, drugi pa v obliki, ki izhaja iz nekoliko prilagojene strukture poosamosvojitvenega privatizacijskega modela. Izkušnje, s katerimi razpolagajo so mešane, vendar so v splošnem vsi izrazili naklonjenost (so)lastništvu zaposlenih. Nekateri so ob tem izrazili skrbi, ki izhajajo iz preteklih izkušenj – bodisi njihovih, bodisi tistih, ki jih štejejo za relevantne (npr. enemu lastniku je v preteklosti zaposleni postavil zahtevo po solastništvu, ki je bila zaradi specifičnih okoliščin in, po mnenju lastnika, neskladja te osebe s siceršnjo kulturo kolektiva, zavrnjena kot neprimerna; večkrat se je

pojavila tudi omemba negativne izkušnje g.Akrapoviča). Dodatno velja izpostaviti, da je odnos mlajše generacije lastnikov bolj sproščen in optimističen ter usmerjen v krepitev kolektiva, starejši lastniki, ki so pogosto osredotočeni na vprašanja nasledstva ter izstop iz lastništva in aktivne vloge v podjetju, pa zaradi občutka, da bodo v prihodnje vse bolj negotovi časi, težje ohranjajo pozitivno perspektivo za svoje podjetje.

Vsi intervjuvanci v (so)lastništvu vidijo potencialne pozitivne učinke na več ravneh, kot so npr.:

- **Koristi za podjetje** – povečana zavzetost in pripadnost podjetju ter s tem nižja fluktuacija, poistovetenje kolektiva z vizijo oz. strategijo podjetja, boljše izkoriščanje porajajočih se poslovnih priložnosti, boljša prilagodljivost v času zaostrenih razmer ipd.
- **Koristi za zaposlene** – večja stabilnost in uspeh podjetja na dolgi rok ter posledično višja stopnja zanesljivosti in kakovosti delovnih mest ter relativno boljši finančni vidik v smislu neto razpoložljivega dohodka zaposlenih (op. pogosto je bila poleg predvidenega boljšega poslovanja omenjena tudi verjetna ugodnejša obdavčitev stroškov dela povezanih z Esop po ZLZD, ki bi zaposlenim lahko omogočila višje neto dohodke),
- **Koristi za lokalno okolje** – ohranjanje ustvarjene dodane vrednosti v lokalnem okolju, vpetost v lokalno okolje.

Intervjuvanci so torej v tem sklopu izkazali določeno raven seznanjenosti z različnimi modeli solastništva v Sloveniji, pozitivno ocenili lastno naklonjenost (so)lastništvu zaposlenih in poudarili številne koristi, za katere menijo, da bi jih takšen model lastništva lahko prinesel. Vsi so ocenili, da bi (so)lastništvo imelo pozitiven učinek na stabilnost delovnih mest.

9.2.2 Ovire za prehod v solastništvo zaposlenih

Večina intervjuvancev je bila mnenja, da bi njihove zaposlene (so)lastništvo podjetja zanimalo. Kot omenjeno, je eden izmed intervjuvancev solastništvo že uvedel, eden ima trenutno v veljavi poosamosvojitveni model solastništva, ki se sooča s težavami dolgoročne vzdržnosti modela. Slednji je zaposlenim že večkrat pridobil in nato ponudil lastne deleže podjetja v odkup. Nekateri zaposleni so to priložnost izkoristili, vendar vključenost zaposlenih v solastništvo še zdaleč ne dosega ravni, kot jo predvideva predlog ZLZD (t.j. 75%). Pri anketnem preverjanju naklonjenosti zaposlenih (so)lastništvu je sicer prejel visoko pozitiven odziv (t.j. (so)lastništvo naj bi podprlo preko 90% zaposlenih).

Prav tako so drugi intervjuvanci že bili bodisi soočeni s pobudo, da bi razmislili o solastništvu ali so sami nakazali, da bi si želeli takšnega razvoja lastniške strukture podjetja. Pri nekaterih intervjuvancih je bilo zaznati skepso, ali zaposlene vprašati o

njihovem pogledu na (so)lastništvo, saj naj bi to že prejudiciralo prehod, ki naj bi bil po njihovem mnenju ireverzibilen (t.j. ko se začne, ga je treba izpeljati, pri čemer za začetek štejejo odziv zaposlenih, da bi si (so)lastništva želeli). Za ugotovitev podrobnejših razlogov za tak pogled bi bilo v prihodnje priporočljivo opraviti dodaten pogovor z relevantnimi intervjuvanci. Pri mlajših lastnikih je bilo zaznati močno povezanost z zaposlenimi (t.j. delujejo kot dobro povezan kolektiv) in (so)lastništvo dojemajo kot nekakšen naravni oz. pričakovani korak v razvoju podjetja, s katerim bodo lahko zadržali dobre kadre in jih dodatno motivirali ter povezali.

Dodatna vprašanja, vezana na pobude zaposlenih, ki bi merile na uvedbo (so)lastništva in nadaljnja podvprašanja, ki bi omogočila ugotovitev skupnih lastnosti pobudnikov niso bila relevantna, saj intervjuvanci niso imeli osebnih izkušenj ali posebnega mnenja s tem v zvezi.

Kot glavne ovire oz. skrbi so intervjuvanci izpostavili (od pogostejšega k manj pogostemu omenjanju):

1. skrb nad lastnim nezadostnim znanjem oz. osveščenostjo zaposlenih glede izvedbe in kasnejšega delovanja prehoda v (so)lastništvo (t.j. vlogi lastnika oz. pravicah ter, pomembneje, obveznostih zaposlenega kot lastnika),
2. skrb, da sami ne bi bili sposobni prehoda izpeljati celovito do konca, saj gre za kompleksen proces, ki ga je treba obvladovati iz več zornih kotov (pravno, finančno, organizacijsko, administrativno, z osvajanjem dodatnih znanj in veščin tako z vidika pravic kot obveznosti zaposlenih kot lastnikov, nadgradnje oz. nadaljnjega razvoja organizacijske kulture ipd.),
3. (ne)zrelost organizacijske kulture podjetja in nejasna pot do tja,
4. domnevna ireverzibilnost prehoda v (so)lastništvo po tem, ko bi zaposlene o tem vprašali in bi se ti na pobudo odzvali pozitivno,
5. skrb, da bi lahko ob skorajšnjih (oz. vsakokratnih) parlamentarnih volitvah lahko prišlo do sprememb (davčne) politike na področju Esop, kar zaradi dolgotrajnosti prehoda v (so)lastništvo zaposlenih, ki lahko presega deset let, predstavlja visoko tveganje (t.j. vpliv na finančno konstrukcijo modela oz. vzdržnost prehoda v Esop in vzdrževanja le-tega),
6. nezmožnost zagotovitve financiranja oz. zadržanost zaradi potencialnih negativnih posledic, ki jih prinaša finančni vzvod za matično podjetje (npr. znižanje bonitetne ocene in s tem višji strošek zadolževanja, možnost izpada iz javnih razpisov za nepovratna sredstva ali pri poslovanju z državo, negativen odziv poslovnih partnerjev, nižji kreditni potencial in s tem slabša možnost izkoriščanja porajajočih se poslovnih priložnosti, tveganje nezmožnosti servisiranja dolgov, pridobivanja bančnih garancij in morebitnih drugih nepredvidljivih odzivov bank, revizorja idr. deležnikov),

7. nestanovitnost razmer v splošnem smislu (varnost, geostrateške razmere, zaostajanje Evrope za konkurenčnimi regijami, skorajšnja recesija ipd.) in vse pogostejše pojavljanje zaostrenih razmer (finančna kriza, energetska kriza, poplave idr. klimatske neprilike, zdravstvena kriza, varnostna kriza, politična kriza oz. kriza evropske in domače perspektive idr.),
8. razlikovanje med ustanovitelji in lastniki, pri čemer naj bi bili prvi za dosego poslovnega uspeha pripravljeni prevzeti znatna tveganja – torej vzpostaviti podjetje in delujoč poslovni model iz nič, pri čemer za to zastavijo vsa svoja sredstva in so »neomejeno izpostavljeni«), kar naj bi prispevalo k odgovornejšemu odnosu do lastnine. Lastniki, ki kupijo delež in je njihovo tveganje omejeno na izgubo vrednosti deleža in lastniki, ki naj bi do deleža tako rekoč prišli brezplačno, bi po drugi strani težje oblikovali ustrezen odnos do lastnine.

Z vidika podpornega okolja, ki so ga doslej zaznali, so nekateri izpostavili, da so seznanjeni z dejavnostjo Inštituta za ekonomsko demokracijo (IED) tako v smislu osveščanja oz. nudenja informacij in izobraževalnih vsebin kot tudi prispevka h gradnji skupnosti za izmenjavo dobrih praks (op. IED letno v oktobru organizira »Kongres ekonomske demokracije«, ki so se ga nekateri izmed intervjuvancev v preteklosti udeležili). Nekateri so omenili projekte, namenjene osveščanju glede lastniškega nasledstva (delavnice Javne agencije SPIRIT Slovenija), in veljavno podporo v obliki vavčerjev za podporo lastniškemu nasledstvu, ki se lahko nameni tudi za prehod v (so)lastništvo zaposlenih (op. izvaja SPS). Nadalje so nekateri omenili tudi interesno skupino podjetij z notranjim lastništvom, ki se občasno sestaja in razpravlja o skupnih izzivih, rešitvah in priložnostih.

Nihče od intervjuvancev ni podal posebnega mnenja ali ocene glede zadovoljstva z obstoječim podpornim okoljem. Prav tako se ni nihče eksplicitno opredelil do tega, kaj deluje in kaj ne. Kljub temu je bilo na podlagi drugih odgovorov mogoče razbrati, da bo nadaljnji razvoj v veliki meri odvisen od verjetnega sprejema ZLZD[54] ter od razvoja podpornega okolja, namenjenega popularizaciji oz. uveljavitvi zakonskih rešitev.

Glede ključnih gradnikov kakovostnega podpornega okolja so bili najbolj neposredni lastniki mikro in malega podjetja, ki so posebej izpostavili:

- **Izziv lastnih omejitev v smislu časa in osredotočenosti na posel ter posledično odgovornosti do zaposlenih**, zaradi česar si želijo podpornega okolja, ki bi bilo zasnovano intuitivno in usmerjeno v reševanje izzivov, in ne – kot sami opažajo – v njihovo zaostrovanje. Kot dober do izpostavili portal SPS (op. »ePortal«), ki omogoča hiter in enostaven dostop do podpore – tudi pri opredelitvi najustreznejšega instrumenta (npr. vavčer za strokovno pomoč ali likvidnostno posojilo). Pomembna prednost portala je v tem, da uporabnikom ni treba prebirati

[54] Intervjuji z lastniki so bili izvedeni v začetku in sredini oktobra 2025, torej v obdobju pred sprejetjem ZLZD.

obsežne razpisne dokumentacije; ti po preverbi izpolnjevanja pogojev lahko z le nekaj kliki izpolnijo in oddajo vlogo. Prav tako jim ni treba ponovno vnašati podatkov, ki so jih že oddali FURS ali AJPES, saj se podatki samodejno pred-izpolnijo, uporabnik pa doda le manjkajoče elemente. Na ta način se ohranjajo dragoceni resursi, kot so čas, pozornost in finančna sredstva, ki bi jih sicer namenili pripravi razpisne dokumentacije.

- **Potrebo po celoviti in centralizirani podpori**, ki bi omogočala dostop do »vsega na enem mestu«. Na ta način bi bil prehod v (so)lastništvo zaposlenih bistveno bolj preprost – primerljiv z ustanovitvijo podjetja, ki je bil še pred nekaj leti izjemno zahteven podvig, danes pa ga je mogoče izvesti z nekaj kliki. Čeprav se intervjuvanci zavedajo, da gre za dolgotrajen proces, so izrazili željo, da bi jih na poti do (so)lastništva zaposlenih, ki vključuje različne etape (osveščanje oz. izobraževanje, pripravo in notranje usklajevanje pravnih podlag, cenitev in mediacijo glede primerne cene, podporo pri vzpostavitvi finančnega aranžmaja, podporo pri administraciji sheme, vzpostavitev notranjih mehanizmov komuniciranja oz. poročanja idr.), spremljal en skrbnik ali več med seboj usklajenih skrbnikov.

Večje organizacije (t.j. srednja in veliko podjetje) so pogosteje izpostavile nujnost stabilnega poslovnega okolja, ki bi jim zagotovilo predvidljivost v tako dolgem procesu kot je Esop.

9.2.3 Vrsta sredstev in finančnih inštrumentov za prehod

Vsi intervjuvanci so izrazili pripravljenost na kupninski kredit prodajalca (t.j. odlog plačila kupnine) oz. na razmislek o tem, pri čemer bi bilo po njihovem mnenju treba upoštevati vsakokratne dejanske okoliščine. Dodatna podvprašanja so nakazala, da je naklonjenost kupninskemu kreditu prodajalca odvisna predvsem od obsega tveganj, ki bi jih prevzeli, ter od zmožnosti njihovega obvladovanja.

Primeroma so poudarili, da bi bili manj naklonjeni kupninskemu kreditu prodajalca (večjega) dela plačila za delež, če bi podjetje takoj prešlo pod nadzor zaposlenih, saj v tem primeru ne bi imeli več vpliva na poslovne odločitve v podjetju in s tem tudi ne na uspešnost poslovanja podjetja – posledično pa niti na verjetnost, da bo preostali del kupnine poplačan v predvidenem časovnem okviru. V kolikor bi prehod potekal postopoma (npr. najprej 10 ali 20% oz. vsekakor manj kot 50%), bi bili pripravljeni počakati, vendar bi moralo biti plačilo v prvem letu sorazmerno višje od preostalih obrokov. Glede obdobja, v katerem bi želeli prejeti celotno kupnino, ni bilo podanih eksaktnih odgovorov, saj bi to bilo odvisno od velikosti deleža. Kljub temu se je večina intervjuvancev zdela naklonjena obdobju od treh do petih let za posamezen delež, s čimer bi želeli prvenstveno prispevati k zmanjšanju potrebe po finančnem vzvodu za izvedbo prehoda.

Eden od respondentov (op. mikro podjetje z nekaj več kot deset zaposlenimi, staro do pet let in lastniki v srednjih letih) je kot primerno možnost navedel tudi dokapitalizacijo podjetja s strani zaposlenih. Takšen pristop bi po njegovem mnenju omogočil vključitev zaposlenih v solastništvo z relativnim znižanjem deležev obstoječih lastnikov ter hkrati prispeval k večji finančni stabilnosti podjetja (t.j. povečanje osnovnega kapitala in pripadajočih rezerv). Ostali intervjuvanci so kot svojo preferenco navedli odplačni izstop iz podjetja.

Z vidika tipa morebitnih finančnih instrumentov intervjuvanci niso imeli posebnih preferenc, so pa izpostavili nekatere lastnosti (dolžniških) finančnih instrumentov, ki jih štejejo za ključne:

- dolg bi moral biti daljše ročnosti in »potrpežljive« narave (t.j. v primeru zaostrenih razmer bi moral omogočati uporabo moratorija na odplačilo glavnice),
- obresti bi morale biti sorazmerno ugodne, saj bi šlo predvidoma za dolgoročno posojilo (op. tu so razmišljali o subvencionirani obrestni meri in zavarovanjih, ki bi jih lahko nudila država),
- večina je mnenja, da bi bilo takšno posojilo nizko tvegano, saj bi se za poplačilo zavzemali vsi zaposleni v podjetju vključeni v Esop in bi posledično morala biti obrestna mera nižja (op. en respondent je posebej izpostavil vlogo države pri osveščanju bank),
- dva intervjuvanca sta izrazila željo, da se tak dolg ne bi štel v dolg matičnega podjetja, saj bi to lahko negativno vplivalo na bonitetno oceno in posegalo v dogovorjena razmerja z bankami (op. kapital/dolg, EBITDA/dolg),
- (predvsem) storitvena podjetja so izpostavila nezmožnost predložitve ustreznih zavarovanj, saj ne razpolagajo z omembe vrednimi osnovnimi sredstvi, in poudarila pomen obsežnejših garancij oz. jamstev s strani »države«.

Po naštetih lastnostih je bilo intervjuvancem zastavljeno vprašanje, ali naštete lastnosti pripisujejo kateri izmed obstoječih institucij oz. kateremu izmed finančnih instrumentov, ki jih ponujajo, kot npr. SPS ali SID banki. Odgovori so bili praviloma pritrdilni; kot ustrezen finančni instrument pa so izpostavili mikro posojila SPS za likvidnost oz. investicije (op. slednje so izpostavljala predvsem mikro in mala podjetja).

Z vidika tipa sredstev so bili zaznani primerljivi pogledi. Intervjuvanci so menili, da bi za aktivnosti, povezane s prehodom na Esop model (so)lastništva zaposlenih, morala biti na razpolago nepovratna sredstva, medtem ko bi bilo za financiranje odkupa deležev ustrezno zagotoviti sredstva pod ugodnimi pogoji. Eden od intervjuvancev je predlagal možnost, da bi »država« začasno vstopila v lastniško strukturo podjetja in tako znižala tveganja neuspešnega prehoda, ter okrepila preglednost postopka, pri čemer bi zaposleni delež postopoma odkupovali od »države«.

Glede tipa institucije ali ravni pomoči (t.j. lokalna, kohezijska regija, državna, evropska) posebnih preferenc intervjuvancev ni bilo zaznati, je pa večina izpostavila, da ni toliko

pomembno, kdo bo podporno okolje zagotavljal (javno, zasebno ali kombinirano), temveč, da bo to okolje izpolnjevalo naslednje pogoje (op. gre za sintezo pričakovanj intervjuvancev, ki jo je mogoče zaobjeti v tri sklope):

- se ne »izumlja« nečesa popolnoma novega, temveč se skuša posnemati ali nadgraditi obstoječe preizkušene mehanizme, ki so jim že znani (npr. SPS/ePortal),
- intuitivno zasnovano - preprosto in uporabniku (administrativno) prijazno,
- celostno, predvidljivo in pregledno vodenje skozi celoten proces.

9.2.4 Obstoječe izkušnje z dostopanjem do finančnih sredstev

Med intervjuvanci je bilo zaznati velike razlike v pogledih na pogoje financiranja v izkušnjah z bankami. Mikro in mala podjetja so izpostavila, da so banke pogosto toge in da njihovih uslug – z izjemo plačilnega prometa – ne koristijo. Večina zato deluje konservativno in se bodisi ne zadolžuje (op. v podjetjih naj bi zadrževala ustvarjeni presežek, česar podatki na AJPES ne potrjujejo v celoti oz. pri vseh), bodisi se poslužuje »mikro« oz. ugodnih posojil, ki jih občasno razpisuje SPS.

Srednja in veliko podjetje imajo z bankami praviloma dobre izkušnje, vendar so nekateri izrazili razočaranje nad njihovim ravnanjem v času zaostrenih gospodarskih razmer. Po njihovem mnenju banke v takšnih obdobjih vsa podjetja dajejo v isti koš, namesto da bi se poglobile v njihovo poslovanje in potencial ter nudile podporo tistim, ki izkazujejo zdrave temelje poslovanja. Nekateri so posebej opozorili na nepredvidljivost podaljševanja kratkoročnih aranžmajev v negotovih časih (t.j. revolving, bančne garancije, posebej v zvezi z javnimi naročili in razpisi).

Z vidika pogojev, ki bi jih intervjuvanci šteli za nesprejemljive pri dolžniškem financiranju, so bili najpogosteje omenjeni naslednji:

- morebitne zahteve po osebnih poroštvih za posojila, ki bi bila najeta za to, da bi se jim poplačala kupnina za prodane deleže (op. velja predvsem za mikro in malo podjetje),
- morebiten negativen vpliv na bonitetno oceno matičnega podjetja,
- morebitno proženje varovalk v obstoječih pogodbah, ki bi lahko sprožile takojšnje poplačilo preostalih dolgov matične družbe (npr. razmerje kapital/dolg, razmerje dolg/EBITDA),
- morebiten negativen vpliv na zmožnost refinanciranja ali dodatnega zadolževanja podjetja za potrebe izkoriščanja porajajočih se poslovnih priložnosti.

V splošnem intervjuvanci niso izražali mišljenja, da bi morali biti zaposleni pri prehodu v (so)lastništvo izpostavljeni večjemu tveganju, kot je predvideno v predlogu ZLZD (lastniška zadruga delavcev (LZD) je zadruga, katere odgovornost je omejena, s čimer je izpostavljenost članov omejena na višino vložka, ki po predlogu ne bi smel presegati 300 evrov). Eden izmed respondentov je kot sprejemljivo možnost omenil poroštva zaposlenih do določenega zneska v višini nekaj tisoč evrov, ki ne bi predstavljala

dodatnega denarnega vložka, temveč le jamstvo v obliki menice. Po njegovem mnenju bi to lahko pozitivno vplivalo na ceno dolga in s tem vzdržnost prehoda.

9.3 Ključne ugotovitve

- Lastniki podjetij so v splošnem seznanjeni z različnimi modeli (so)lastništva zaposlenih in v večini primerov izražajo naklonjenost tovrstnim shemam, pri čemer posebej poudarjajo koristi za podjetje, zaposlene in lokalno skupnost ter potencial za večjo stabilnost in ohranitev delovnih mest.
- Opazen je različen nivo poznavanja in pripravljenosti na prehod med mikro/malimi podjetji (potrebujejo enostavne, uporabniku prijazne rešitve, saj nimajo notranjih kapacitet) in srednjimi/velikimi podjetji (razpolagajo s strokovnim kadrom, bolj poudarjajo strateška tveganja in potrebo po stabilnem poslovnem okolju),
- Med glavnimi ovirami lastniki izpostavljajo pomanjkanje znanja in izkušenj upravljanja (so)lastništva, kompleksnost pravnih, finančnih in administrativnih postopkov, percepcijo ireverzibilnosti procesa, ko je ta enkrat sprožen ter nestanovitnost politik - posebej davčne.
- Zaposleni kažejo interes za (so)lastništvo podjetja, pri čemer so lastniki praviloma mnenja, da so zaposleni pomanjkljivo osveščeni zlasti o dolžnostih vezanih na lastništvo.
- Lastniki mikro/malih podjetij potrebujejo intuitivno, centralizirano in celovito podporno okolje ("vse na enem mestu"), medtem ko srednja/velika podjetja posebej poudarjajo pomen stabilnosti in predvidljivosti zakonodajnega ter poslovnega okolja.
- Večina lastnikov je pripravljena na odlog plačila kupnine ob prodaji lastniških deležev zaposlenim, pri čemer je dinamika odvisna od obsega prevzetih tveganj in narave prehoda (postopnost, višja izplačila v začetnem obdobju).
- Pričakovane lastnosti finančnih instrumentov za prehod v (so)lastništvo so dolgoročnost, »potrpežljivost« (možnost moratorija) in ekonomičnost (ugodna obrestna mera).
- Zahteve financerjev, ki jih lastniki štejejo za neugodne so osebna poroštva, vpliv na bonitetno oceno, tveganje sprožitve predčasnega poplačila posojil zaradi prekoračitve dolžniških koeficientov in negotovost zmožnosti zadolževanja za izkoriščanje poslovnih priložnosti.

10 Vidik in pripravljenost finančnih institucij

10.1 Pregled institucij, vključenih v študijo

Slovenski bančni sistem je v zadnjih desetletjih doživel obsežno konsolidacijo. Dve največji banki obvladujeta več kot polovico celotne vrednosti bančnega trga, medtem ko preostali del trga pokrivajo manjše lokalne banke in podružnice večjih regionalnih bančnih skupin. Alternativni viri financiranja – kot so skladi zasebnega dolga in neodvisni pokojninski skladi – so se začeli močneje razvijati šele v zadnjem desetletju, zato še nimajo pomembnejše vloge pri financiranju prevzemov podjetij.

V okviru študije smo si prizadevali zajeti ključne predstavnike slovenskega finančnega trga in zato izvedli intervjuje z eno izmed dveh največjih bank na slovenskem trgu (regionalna banka z velikim tržnim deležem), eno regionalno tujo banko z manjšim tržnim deležem, eno manjšo lokalno banko, pokojninskim skladom tretjega stebra ter skladom zasebnega dolga.

Zaradi narave zadružnega modela, katerega cilj je prenos lastništva na zaposlene, skladov zasebnega kapitala nismo vključili v analizo, saj njihovi investicijski cilji niso skladni z načeli participativnega lastništva.

V spodnjih podpoglavjih na kratko opišemo vsakega izmed intervjuvancev in nato v zadnjem podpoglavju opredelimo njihov apetit za tveganje in ga umestimo na krivuljo.

10.1.1 Regionalna banka z velikim tržnim deležem na slovenskem trgu

Kot velika banka, prisotna na različnih delih trga, je pripravljena na aktivno sodelovanje pri razvoju novih instrumentov in ima zanj zadostne kadrovske kapacitete. Zaradi višine deleža trga ji problem nasledstva predstavlja tudi poslovno skrb in hkrati poslovno priložnost.

V segmentu malih in srednjih podjetij ohranja previden in konservativen pristop, značilen za banke, ki so močno regulirane. Njihov kreditni portfelj temelji predvsem na oceni denarnih tokov podjetja, pri prevzemnih poslih pa se držijo stroge presoje bonitete in stabilnosti poslovanja. Posebnih produktov ne razvijajo, odkupi podjetij se zato umeščajo v okvir obstoječega kreditiranja.

Obrestne mere se gibljejo v razponu, primerljivem z večjimi bankami, odločanje pa temelji na klasičnih kriterijih: kakovosti poslovanja, ustreznih zavarovanjih in predvidljivosti denarnih tokov. Pri večjih podjetjih so bolj prilagodljivi in pripravljeni na

obravnavo posameznih primerov, kjer dopuščajo tudi inovativnejše in kompleksnejše strukture financiranja.

10.1.2 Večja regionalna bančna skupina z omejenim deležem na slovenskem trgu

Za veliko regionalno bančno skupino z obsežnim znanjem in zmogljivostmi na ravni celotne skupine, ki pa ima v Sloveniji razmeroma majhen tržni delež, se pričakuje, da ima omejene lokalne kapacitete za razvoj novih produktov, hkrati pa razpolaga z dovolj širokim naborom obstoječih, s katerimi bi lahko pristopila tudi k financiranju Esop prevzemov.
Zaledje matične banke ji omogoča dostop do specializiranih znanj in orodij s področja korporativnega in investicijskega bančništva, kar lahko koristi pri obravnavi kompleksnejših finančnih struktur, vključno s prevzemnimi posli. Večina ključnih odločitev o financiranju se sprejema na ravni skupine v tujini, kar lahko podaljša postopke in zmanjšuje prilagodljivost lokalnim posebnostim.

Pristop skupine ostaja previden in pretežno konservativen, s poudarkom na bonitetni oceni podjetja, ustreznih oblikah zavarovanja in predvidljivosti denarnih tokov. Obrestne mere so primerljive z večjimi bankami, v posameznih primerih pa so pripravljeni razmisliti tudi o nekoliko bolj prilagodljivih strukturah financiranja, kadar gre za strateško zanimive projekte ali kredibilne partnerje.

10.1.3 Manjša lokalna banka

Zanimanje manjše lokalne banke za reševanje nasledstvenih izzivov in ohranjanje delovnih mest v Sloveniji izhaja iz njene razvojne misije in usmerjenosti v podporo lokalnemu gospodarstvu. Kot manjša banka se praviloma osredotoča na preverjene poslovne modele, medtem ko pri razvoju novih produktov najprej spremlja trende in prakse konkurenčnih institucij, preden sama uvede podobne rešitve.

Še izraziteje zasleduje konservativen pristop in se praviloma usmerja v varno kreditiranje s trdnimi oblikami zavarovanja. Njihov apetit po tveganju je nizek, obrestne mere pa primerljive z večjimi bankami.

10.1.4 Privatni pokojninski sklad

Privatni pokojninski sklad se po svojem apetitu za tveganje umešča na sredino med bankami in skladi zasebnega dolga. Financira predvsem prek komercialnih zapisov in obveznic, pogosto uvrščenih na borzi, pri čemer so običajne transakcije v razponu od pol milijona do treh milijonov evrov.

Ročnosti se gibljejo od enega leta za zapise do treh do petih let za obveznice. Njihov ciljni donos znaša približno štiri do šest odstotkov, pri višjih tveganjih pa tudi nekoliko več. Kot zavarovanja sprejemajo zastavo deležev, terjatev in nepremičnin, pogosto pa si zagotovijo položaj prvega upnika. Sklad je fleksibilen pri strukturiranju poslov in pripravljen sodelovati v sindikacijah, v prisotnosti državnih garancij pa je odprt tudi za daljše ročnosti ali nižje obrestne mere.

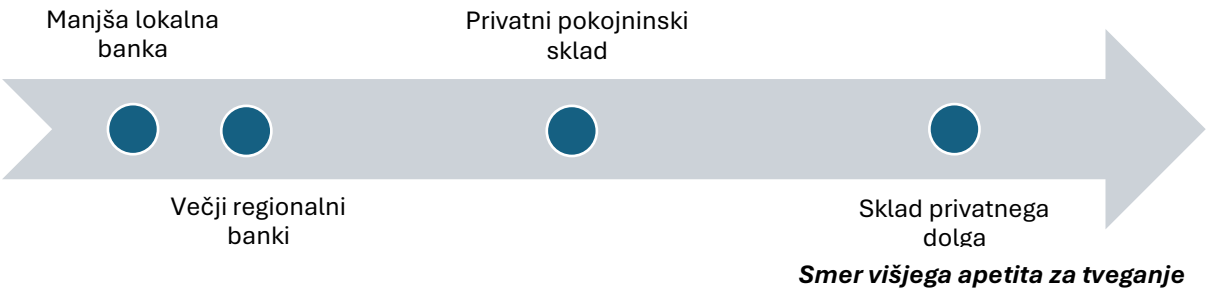
10.1.5 Sklad zasebnega dolga

Sklad zasebnega dolga ima med opisanimi akterji najvišjo toleranco za tveganje in cilja predvsem na kratkoročne, visoko obrestne mostne kredite z ročnostjo približno enega leta. Običajna velikost posla je med sto tisoč in tremi milijoni evrov, obrestne mere pa se gibljejo med deset in trinajst odstotki. Sklad daje močan pomen zavarovanjem, zlasti nepremičninskim zastavam kot prvemu mestu vpisa. Posle sklepa individualno, glede na kazalnike, kot so pokritost dolga in neto dolg/EBITDA, ter stroge omejitve glede izplačil dobička in dodatnega zadolževanja. Zaradi visoke cenovne politike se vključi predvsem tam, kjer banke niso pripravljene financirati, ter pogosto kot prehodni financer, dokler podjetje ne doseže pogojev za refinanciranje pri bankah.

10.1.6 Umestitev institucij glede na krivuljo tveganja

Na spodnjem prikazu so finančne institucije, vključene v raziskavo, razporejene vzdolž spektra glede na njihov apetit po tveganju in pričakovani donos. Na levi strani so konzervativnejši akterji z nizko toleranco do tveganja, na desni pa tisti, ki so pripravljeni sprejeti višje tveganje v zameno za višji donos.

Slika 3: Izbrane finančne institucije in umestitev na krivuljo apetita za tveganje



10.1.6.1 Nizka tveganja – komercialne banke

Med akterje z najnižjim apetitom po tveganju sodijo večja regionalna banka z velikim tržnim deležem, regionalna tuja banka z manjšim tržnim deležem ter manjša lokalna banka, pri čimer so manjša lokalna banka kot pričakovano, izkazuje najbolj konzervativen pristop, saj se običajno ne pozicionira kot pionir pri novih produktih ali netipičnih transakcijskih strukturah. Njeno delovanje je praviloma osredotočeno na obstoječe komitente in preverjene modele financiranja.

Vse tri delujejo v okviru tradicionalnih bančnih praks, pri čemer se obrestne mere (ob neupoštevanju morebitne javne jamstvene sheme) gibljejo v območju nižjih enomestnih vrednosti (pričakovano 4-6 %), z visokimi zahtevami glede zavarovanja in stabilnosti denarnih tokov.

V tem segmentu velja, da bi Esop posojila obravnavali podobno kot standardne prevzemne kredite, pri čemer bi se delež zunanjega financiranja in zahtevani instrumenti zavarovanja prilagajali finančni stabilnosti podjetja in njegovi boniteti.

Poleg poslovne previdnosti imajo komercialne banke tudi regulatorne omejitve, ki vplivajo na njihovo sposobnost vključevanja v bolj tvegane ali netipične oblike posojil. Takšne transakcije lahko z vidika kapitalskih zahtev predstavljajo nesorazmerno visoko obremenitev, zaradi česar postanejo kapitalsko predrage in s tem manj privlačne za vključitev v redne portfelje.

10.1.6.2 Srednja tveganja – institucionalni vlagatelji

V srednjem delu spektra se nahaja pokojninski sklad tretjega stebra, ki se osredotoča na projekte s stabilnimi poslovnimi modeli in zmernim donosom (ciljni razpon 4–8 %). Takšne institucije so pripravljene sprejeti nekoliko več tveganja kot banke, zlasti kadar imajo projekti dolgoročni razvojni značaj ali omogočajo diverzifikacijo portfelja. Regulatorne zahteve so pri tovrstnih institucijah manj rigidne, čeprav lahko še vedno postavljajo določene omejitve in lahko vplivajo na zasnovo posameznega instrumenta – denimo z določitvijo njegove pravne oblike (npr. obveznice).

10.1.6.3 Visoka tveganja – skladi zasebnega dolga

Na desnem delu spektra se nahaja sklad zasebnega dolga, ki ima najvišji apetit po tveganju in zato zahteva najvišje obrestne mere (pogosto nad 10 %).

Takšni skladi so pripravljeni financirati transakcije, ki jih banke ocenjujejo kot preveč tvegane, vendar pričakujejo ustrezno nadomestilo v obliki kratkoročnih, visoko donosnih produktov. Njihova vloga je pomembna pri projektih, kjer podjetja potrebujejo premostitveno financiranje ali vzpostavljajo strukturo, ki se lahko kasneje refinancira pod ugodnejšimi pogoji.

10.2 Ugotovitve na podlagi intervjujev

10.2.1 Trenutno stanje in pripravljenost na financiranje Esop projektov

Nobena izmed intervjuvanih bank ni v zadnjih desetletjih financirana nobenega odkupa s strani zaposlenih. Tudi skladi s tovrstnimi transakcijami nimajo veliko izkušenj jih še niso podprli tovrstnih projektov.

So pa nekateri akterji že zaznali zametke nastanka povpraševanja po tovrstnem financiranju:

- Ena izmed večjih bank je sicer beležila povpraševanje po kreditih za financiranje lastniškega nasledstva, a se le-to ni materializiralo v podprte projekte.
- Prav tako je povpraševanje v omejenem obsegu zaznala tudi manjša lokalna banka, vendar tudi v tem primeru do odobritve transakcije ni prišlo.

Iz odgovorov udeleženih institucij izhaja, da je izkušenj z odkupi s strani zaposlenih v Sloveniji še zelo malo in bo šlo od uvedbi Esop sheme za ustvarjanje razmeroma novega trga odkupov podjetij. Medtem ko vsi deležniki poudarjajo svojo željo in pripravljenost na sodelovanje na tem področju, večji banki poudarjata, da je z namenom razvoja segmenta potrebno še veliko dela na področju razumevanja transakcij, zaznambe in mitigacije tveganj (morda z javno pomočjo) ter standardizacije pravne dokumentacije.

Ena izmed bank je poleg svoje pripravljenosti na začetek kot pionir na tem področju izpostavila, da odkupi s strani zaposlenih v določenih primerih, ko Esop ne bi bil le orodje za davčno optimizacijo, lahko prepozna tudi kot pozitiven model z vidika družbene odgovornosti do gospodarstva, v katerem deluje, kar ima pozitivne vplive tako na gospodarstvo kot celoto kot na njihov poslovni model.

Medtem ko so večje banke ob ustrezni podpori prispevati k razvoju trga, bodo manjši akterji pred začetkom aktivnega posojanja ali specializacije za področje počakali na nekaj uspešno izvedenih primerov in vzpostavitev dobre poslovne prakse. Hkrati pa vidijo poznavanje zadružnega modela (ki je podlaga Esop zadrugam) svojo konkurenčno prednost, saj je znaten del njihovega poslovanja z (sicer agrarnimi) zadrugami.

Oba sklada sta prav tako pripravljena na vstop v omenjeni trg: pokojninski sklad v menjavi generacij lastnikov vidi kot pomembno poslovno priložnost, sklad privatnega kapitala pa poudarja izkušnje s financiranjem (sicer drugačnih) oblik prevzemov lastništva.

10.2.2 Ključna tveganja brez finančne podpore javnega sklada

Deležniki finančnih trgov so opozorili, da odkupi s strani zaposlenih za finančne institucije pomenijo tvegane transakcije, pri čemer je veliko odvisnega od finančnega stanja operativnega podjetja, velikosti odkupa, zavarovanj, (državnih) garancij in kvalitete zadružnih pravil. Ključna tveganja – od kreditnih omejitev in prenizkega vložka zaposlenih do pomanjkanja zavarovanj, neurejene korporativne uprave ter zapletenosti transakcij – so podrobneje opisana v naslednjih odstavkih.

10.2.2.1 Kreditno tveganje in stabilnost denarnih tokov za servisiranje posojila

Sogovorniki poudarjajo, da je ključni del odkupov s strani zaposlenih zagotoviti stabilne in predvidljive denarne tokove za servisiranje posojila:

- Banke izrecno opozarjajo, da so tovrstni krediti odvisni od denarnega toka operativnega podjetja, ki je po naravi volatilen in lahko ob padcu nastane problem servisiranja dolga, zato bi raje kreditirali operativno podjetje. Drugih prihodkov pa zadruga namreč nima.
- Ena izmed bank ob tem kot tvegana dodatno izpostavlja podjetja, ki delujejo v kapitalsko intenzivnih panogah – zanje je odvisno od faze razvoja lahko primerneje, da svoj denarni tok namenjajo za kapitalske investicije, zato je lahko poplačevanje tovrstnih kreditov za takšna podjetja še bolj oteženo.
- Podobne skrbi izraža tudi sklad zasebnega dolga, ki se pri svojem financiranju transakcij zaradi visoke tveganosti zanaša na dobra zavarovanja (najpogosteje z nepremičninami) in glede svojega poplačila noče biti vezan zgolj na denarni tok posojilojemalca, kar je dodaten izziv zlasti pri posojanju podjetjem z nizko vrednostjo osnovnih sredstev.
- Banke so bile enotne v pogledu, da bi lahko del kreditnega tveganja ublažile državne garancije, ki bi zagotovile subsidiarni vir poplačila in znižale kapitalske zahteve.

10.2.2.2 Likvidnost in sposobnost izplačevanja članov ob izhodu iz zadruge

Izplačilo članov ob izstopu iz Esopa lahko predstavlja pomembno likvidnostno tveganje za zadrugo:

- Udeležene banke poudarjajo, da morajo biti interna pravila Esop zadruge urejena na način, da zmanjšujejo tveganje nesorazmernega pritiska na denarni tok ob izstopu svojih članov. Gre na primer za dogodke, v katerih bi v kratkem obdobju izstopilo več zaposlenih ali zgolj za situacije, v katerih zaradi težkega poslovnega obdobja za izplačilo zaposlenih ne bi bil zadostnega (prostega) denarnega toka.

- Nekatere banke omenjajo tudi omejitev izplačil (tako iz operativnega podjetja kot iz Esop zadruge) do določene stopnje poplačila kredita.

10.2.2.3 Nizka kapitalska udeležba zaposlenih in uravnoteženje interesov med zaposlenimi kot novimi lastniki in bankami

V splošnem institucije poudarjajo pomembnost uravnoteženja interesov med ključnimi deležniki:

- Številne institucije opozarjajo, da zakonsko omejen vložek zaposlenih (največ 300 € na zaposlenega) ne zadošča za uskladitev interesov med zaposlenimi in financerji.
- Več bank je poudarilo psihološki vpliv vložka zaposlenih in omenilo solidarno poroštvo operativnega podjetja kot ustrezen instrument naslavljanja tega tveganja.
- Manjša lokalna banka na drugi strani želi zvišanje vložka zaposlenih, da se uravnotežijo interesi in se zagotovi motivacija zaposlenih.

10.2.2.4 Hitrost izstopa lastnika in izziv managerskega nasledstva

Vključene institucije kot ključno tveganje izpostavljajo nasledstvo upravljavske funkcije, saj se lahko kot posledica odkupa s strani zaposlenih zamenja tudi management (ta funkcija je v manjših podjetjih pogosto združena z lastniško) operativnega podjetja, s tem pa se ne smeta poslabšati poslovanje in finančna stabilnost.

Ob tem navajajo različne vidike in možne rešitve:

- večja regionalna banka z močno prisotnostjo bi priporočala izobraževanje zaposlenih za upravljanje podjetja in bi pri pridobitvi večinskih deležev uvajala striktne pogoje financiranja;
- večji regionalni banki z omejenim tržnim deležem pa se zdi pozitivna ohranitev lastnika v podjetju (prek izstopa v dveh fazah ali kupninskega kredita), sposobnosti managementa za upravljanje pa bodo prilagodili pogoje financiranja;
- manjša lokalna banka si ob tem za reševanje prenosa upravljavske funkcije želi imeti neodvisnega predstavnika a tako na nivoju Esop zadruge (na primer v nadzornem svetu) kot na nivoju operativnega podjetja, skladu zasebnega dolga pa se ohranitev vodstva v podjetju prav tako zdi pomembno in bi v ta namen podpirali postopno prodajo deleža ter ustvarjanje prave korporativne kulture.

Zgornji vidiki kažejo, da sta ključna predvsem postopen izstop obstoječih lastnikov in izobraževanje za zagotovitev odgovornega upravljanja po njihovem izstopu.

10.2.2.5 Pomanjkanje zavarovanj

Kot omenjeno, je v segmentu Esop posojil za poplačilo ključen denarni tok operativnega podjetja, ki pa lahko v času niha in s tem ogrozi zmožnost Esop zadruge ali operativnega podjetja za poplačilo:

- Zavarovanja so v tovrstnih primerih ključna, banke pa se strinjajo, da bi lahko leta sicer bila izziv za podjetja, ki imajo manj sredstev za zastavo, kot na primer storitvena podjetja. Višje tveganje pri kreditiranju tovrstnih podjetij bi lahko pomenil višjo ceno financiranja. Le-to pa bi lahko vsaj deloma ublažile javne jamstvene sheme.
- Še bolj poseben izziv banke izpostavljajo primere, ko bi se kreditiralo direktno samo Esop zadrugo, ki je kot ločena entiteta tako glede sredstev kot glede denarnega toka povsem "prazna":
    - Večina institucij bi tako raje kreditirala operativno podjetje.
    - Medtem ko bi nekateri akterji (skladi) sicer bili pripravljeni financirati zadrugo, ob financiranju Esop zadruge želel zastavo deleža v operativnem podjetju ter zaveze glede financiranja s strani operativnega podjetja.
    - Pri večji regionalni banki z omejenim deležem pa bi v primeru kreditiranja zadruge, od Esop zadruge v tem primeru sicer lahko zahtevali zastavitev poslovnega deleža v operativnem podjetju ter solidarno poroštvo operativnega podjetja. Kljub dodatnim zavarovanjem glede financiranja Esop zadruge pri večji regionalni banki z omejenim deležem poudarjajo, da jim tovrstna posojila nesorazmerno (glede na posojila operativnemu podjetju) dvigujejo vrednost tveganju prilagojene aktive (regulatorni vidik) in bi zato zanje zaračunavali višje cene (morda ne bi bila viabilna).
- Večina institucij se je strinjala, da bi garancija s strani javnega podjetja bila tukaj ključnega pomena – tako pri interni zaznambi tveganj, kot tudi pri regulatorni (sledenje je relevantno predvsem za banke).
- Sklad zasebnega kapitala bi javne garancije sicer pozdravil, saj bi povečal atraktivnost podjema, a bi, ob pomanjkanju ustreznih tradicionalnih zavarovanj (npr. nepremičnin) še vedno razvrščal tovrstne transakcije v nezavarovani segment posojil, kar ima neugoden učinek na ceno financiranja.

10.2.2.6 Ustrezna korporativna struktura

Več sogovornikov močno poudarja pomen ustrezno urejene strukture korporativnega upravljanja:

- Manjša lokalna banka bi tako postavila zahtevo, da imata tako Esop zadruga kot operativno podjetje neodvisne člane organov vodenja in nadzora, poudarjajo pa tudi pomen tehnične pomoči za zagotovitev ustrezne pravne in finančne strukture Esop zadruge.

- Regionalna banka z omejenim deležem v Sloveniji dodaja, da morajo zadružna pravila vzpostavljati etičen okvir korporativnega upravljanja ter jasno urejati potencialne konflikte interesov znotraj Esop, poleg tega pa standardizirano managementu onemogočati, da bi se prekomerno izplačeval mimo pravil, ki vežejo Esop zadrugo.
- Sklad zasebnega dolga zaključuje, da bo tukaj ključno vlogo igralo izobraževanje, ki naj zaposlene pripravi na prevzemanje lastniških funkcij.

10.2.2.7 Kompleksnost pravno-administrativne strukture posamezne transakcije

Kompleksnost transakcij s pravnega in administrativnega vidika lahko močno zmanjša interes bank zaradi visokih transakcijskih stroškov:

- Banke si želijo standardizacije strukture Esop zadruge in njenih zadružnih pravil, saj bodo z manj kompleksnosti in več standardizacije lahko financirali več Esop poslov.
- Kot pove ena izmed večjih bank, se jim glede na predvideno velikost transakcij poslovno ne splača poglobljeno ukvarjati s kompleksnimi nestandardnimi strukturami, zato je poleg standardizacije pomembno tudi, da ni vnaprej predvidenih preveč različnih oblik.

10.2.2.8 Pravna ureditev morebitnega stečaja ali likvidacije Esop zadruge

- Regionalna banka z omejenim deležem v Sloveniji kot posebno tveganje izpostavlja tudi vprašanje strukture likvidacijskega ali stečajnega postopka, ki bi se v primeru finančnih težav vodil glede Esop zadruge. V zvezi s tem se odpirajo pomembna vprašanja obravnave različnih upnikov, predvsem pa položaj kapitalskih računov članov zadruge v primeru stečaja ali likvidacije.
- Institucije tako izpostavljajo sorodne, a glede na svoj poslovni model specifične poglede na tveganja, ki se raztezajo od nezanesljivosti denarnih tokov do problemov upravljavskega nasledstva in kompleksnosti produktov financiranja. Razumevanje zgoraj navedenih tveganj je pri pripravi finančnih instrumentov ključno, saj je od uspešnosti njihovega naslavljanja odvisen interes finančnih institucij, ki so za zapolnitev obstoječe tržne vrzeli ključne.

10.2.3 Morebitne ovire pri razvoju produkta

V tem sklopu naslovimo možne ovire pri pripravi finančnih produktov za financiranje Esop odkupov.

10.2.3.1 Kratkoročno je načrtovana uporaba obstoječih produktov

Pričakovanja glede (hitrosti) razvoja povpraševanja po financiranju za namene Esop odkupov pa se med intervjuvanci razlikujejo:

- Ena izmed večjih bank ne pričakuje bistvene rasti v povpraševanju za odkup s strani zaposlenih. Tukaj izpostavljajo namensko oblikovane sklade privatnega kapitala, ki podpirajo nasledstvene prenose, ki bi lahko prevzeli del tovrstnega trga.
- Na drugi strani manjša lokalna banka v prihodnjih petih letih pričakuje povečano povpraševanje po financiranju (delnih) odkupov s strani zaposlenih.
- Institucije navajajo, da bi odkupe s strani zaposlenih vsaj v začetni fazi financirale prek obstoječe ponudbe produktov zato bi kratkoročno uporabili npr. običajen dolgoročni kredit za prevzem. V bližnji prihodnosti tako ne načrtujejo posebnega "Esop produkta".
- Vendar nekatere institucije izpostavljajo, da je končna dolgoročna izvedba odvisna od interesa samih strank. Večje banke so dolgoročno pripravljeni pripraviti poseben produkt, če je to v interesu slovenskega gospodarstva.
- Manjša banka je potrdila tudi pripravljenost na razvoj specializiranih ekip in produktov, če le-to upraviči povpraševanje in dobra gospodarska praksa.
- Skladi pa bi, v nasprotju z bankami, neglede na glede na višino povpraševanja tudi dolgoročno uporabljali instrumente, ki jih že uporabljajo – obveznice in komercialne zapise oziroma dolžniške instrumente.

10.2.3.2 Poudarjena pomembnost preproste strukture in standardizacije

- Vse intervjuvane institucije poudarjajo pomen enostavnosti finančnih instrumentov za podporo Esop transakcijam (poleg čim enostavnejše strukture posameznih Esop transakcij, kot omenjeno v prejšnjem poglavju).
- Za lažjo vpeljavo produktov je tako ključno, da kakršnakoli rešitev ne povzroča dodatnih večjih administrativnih obremenitev na strani financerjev ali podjetij in Esop zadrug. To je predvsem ključno tudi pri vključitvi javnih jamstvenih shem v tovrstne transakcije.

10.2.3.3 Profesionalna priprava Esop sheme

- Med intervjuvanci prevladuje ocena, da je profesionalna priprava Esop struktur in shem (vključujoč pravno dokumentacijo, financiranje, pripravo zadružnih pravil, izobraževanja zaposlenih kot bodočih lastnikov na področju upravljanja, finančne pismenosti, ipd), ključna, kljub morebitnim višjim stroškom vpeljave.
- Zaradi visokih stroškov vpeljave bi tako za uspeh Esop transakcij bila dobrodošla tudi nepovratna komponenta v obliki tehnične pomoči, s katero se zagotovi profesionalna vzpostavitev zadruge.
- Manjša lokalna banka celo poudarja pomembnost prisotnosti neodvisnih strokovnjakov za pravna, davčna in finančna vprašanja. Večja regionalna banka je omenila tudi pomembnost zavezanosti ključnih akterjev k etičnem poslovanju znotraj Esopa z namenom uravnoteženosti interesov med različnimi deležniki.

- Mogoče je torej zaključiti, da se lahko s tehnično pomočjo in ustrezno strukturo Esop zadrug zlasti na začetku naslovi nekatere skrbi trga, finančne institucije pa se strinjajo, da je kvalitetna struktura Esop zadruge in njenih internih pravil ključna (ob tem pa, kot poudarjajo nekatere, ne sme biti preveč kompleksna).

10.2.4 Pričakovana struktura in pogoji financiranja

V spodnjih odstavkih so predstavljene glavne značilnosti finančnih instrumentov, kot jih pričakujejo in so jih pripravljeni na trg ponuditi intervjuvani akterji. Z razumevanjem njihovih izhodišč je mogoče Esop finančni instrument zasnovati na način, da pritegne čim širši spekter zasebnih akterjev in na ta način doseže obseg, potreben za zapolnitev ugotovljene tržne vrzeli.

10.2.4.1 Izbira posojilojemalca med operativnim podjetjem in zadrugo

Eno izmed ključnih tveganj pri posojanju Esop zadrugi predstavlja dejstvo, da zadruga v splošnem nima drugih zastavljivih sredstev od deleža v operativnem podjetju, ob tem pa je edino drugo možno zavarovanje prej omenjeno korporativno poroštvo operativnega podjetja.

Intervjuvani akterji so poudarili, da bi kredit raje odobrili neposredno operativnemu podjetju kot Esop zadrugi, glede odobritve kredita zadrugi pa je njihova pripravljenost različna – banke se nagibajo k kreditiranju operativnega podjetja, med tem ko so skladi, ob primerni strukturi transakcije (poroštvo operativnega podjetja in zavarovanja z deležem), pripravljeni financirati tudi zadrugo:

- Večja regionalna banka z močno prisotnostjo kot posojilodajalec, ki gleda na denarni tok (”cash flow based” posojilodajalec) poudarja, da denarni tok nastaja le v operativnem podjetju, zato bi posojilo ne glede na delež odkupa in morebitno državno garancijo raje dali operativnemu podjetju. Podobno razmišlja tudi manjša lokalna banka, ki denarne tokove operativnega podjetja vidi kot edini vir poplačila.
- Regionalna banka z manjšim deležem v Sloveniji kljub navedbi, da so glede interne ocene tveganja med kreditiranjem operativnega podjetja in Esop zadruge indiferentni (ob predpostavki, da operativno podjetje poda zavarovanje oziroma poroštvo zadrugi), opozarja, da kreditiranje Esopa zaradi regulatornih zahtev pomeni višjo tveganju prilagojeno aktivo in s tem dražje posojilo (regulatorne obtežitve kredita Esopa ne znižuje niti korporativno poroštvo operativnega podjetja).
- Pokojninski sklad se pridružuje preferenci za financiranje operativnega podjetja, odprt pa je tudi za posojanje Esop zadrugi. V tem primeru bi dali poudarek na ustrezni finančni strukturi zadruge, zastavitvi deleža v operativnem podjetju in na zavezah samega operativnega podjetja za financiranje zadruge.

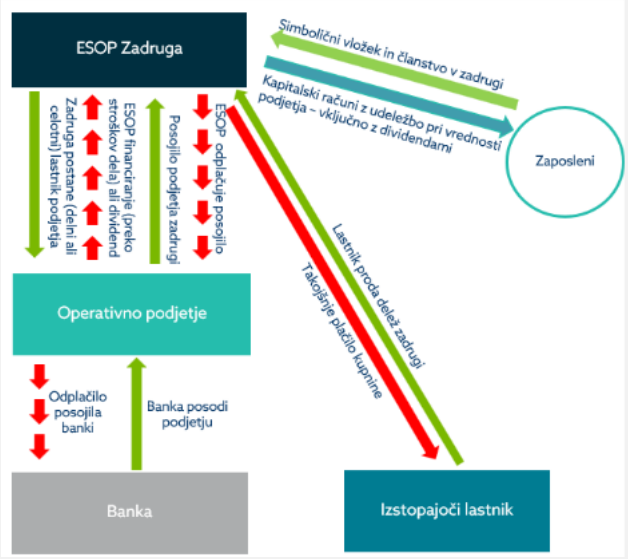
- Sklad zasebnega dolga pa izpostavlja primere, ko bi bil pri premostitvenem posojilu za prvih 10% obveznosti (npr. davčnih) pri odkupu 100% deleža zastavljen ta celotno operativno podjetje (100% delež).

Primer struktur z zunanjim financiranja za namen Esop odkupov (1/2)

Sliki 4 in 5 prikazujeta možni strukturi financiranja.

Na Sliki 4 je prikazan primer, ko finančna institucija odobri posojilo operativnemu podjetju, to pa nato sredstva posodi Esop zadrugi. Zadruga postopoma odplačuje posojilo operativnemu podjetju, slednje pa banki. Operativno podjetje financira zadrugo bodisi prek Esop prispevka (v skladu z ZLZD) bodisi prek izplačila dividend, saj je Esop lastnik podjetja.

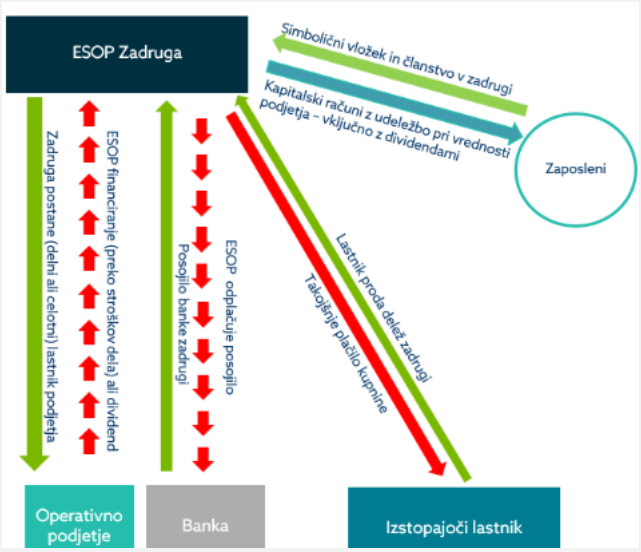
Slika 4: Struktura financiranja preko operativnega podjetja



Primer struktur z zunanjim financiranja za namen Esop odkupov (2/2)

Slika 5 prikazuje alternativni primer, v katerem finančna institucija posodi sredstva neposredno Esop zadrugi. Operativno podjetje zadrugo financira na enak način kot v primeru strukture prikazene pod Sliko 4.

Slika 5: Struktura financiranja preko operativnega podjetja



10.2.4.2 Višina deleža odkupa in obseg financiranja

Višina deleža odkupa (manjšinski/večinski delež) lahko pomembno vpliva na pripravljenost institucij za financiranje:

- Banke so izrazile večjo pripravljenost na financiranje odkupov manjšinskih deležev podjetij (do 50% deležev). Tovrstne odkupe bi na dolgi rok lahko standardizirali.
- Banke so pridobitvi večinskega deleža manj naklonjene, a ga ne zavračajo popolnoma; bile pripravljene oceniti možnost financiranja ob postavitvi striktnih zavez, dogovoru o načinu prehoda upravljavske funkcije in podobno. Vsakega izmed primerov bi individualno obravnavali, zatorej bodo možnosti standardizacije tu manjše.

Pri obsegu financiranja, na katerega so pripravljeni intervjuvani akterji, je potrebno upoštevati tudi njihove interne ali zakonske omejitve glede koncentracije naložb:

- Manjša lokalna banka tako navaja, da bo obseg angažiranih sredstev odvisen od velikosti podjetja, je pa najvišja dopustna izpostavljenost do 10% kapitala banke oziroma 10 milijonov evrov.
- Sklad zasebnega dolga, ki bi ponujal predvsem kratkoročna premostitvena posojila s katerimi bi financiral začetni del obveznosti odkupa, ima v segmentu nezavarovanih posojil (kamor bi bila uvrščena tudi posojila, zavarovana le z

garancijo ali s poroštvom) izpostavljenost prospektno omejeno na 1 milijon evrov, sicer pa velikosti zavarovanih poslov trenutno dosegajo tudi do 3 milijonov evrov.

- Podobno omejen (v eni od dejavnosti zakonsko, v drugi pa interno) je pokojninski sklad, katerega posamezna naložba ne sme presegati 5% portfelja, v praksi pa prag za posamezni posel postavijo bolj na 2-3%. Glede skupne vsote povedo, da je povsem odvisna od atraktivnosti obrestnih mer, ob donosu 5-6% bi bili v Esop kredite pripravljeni plasirati celo glavnino svojih trenutnih likvidnih sredstev.
- Večji banki tovrstnih omejitev ne omenjata, kar je najverjetneje treba pripisati njuni velikosti.

10.2.4.3 Ročnost in amortizacija

Ročnost posojil se razlikuje glede na vrsto institucije:

- Večja regionalna banka z močno prisotnostjo ob predpostavki državne garancije govori o ročnosti med 5 in 7 leti, v primerih dobrih podjetij s stabilnim denarnim tokom pa predvidevajo linearno amortizacijo. Predvideva se, da bodo nekatera podjetja potrebovala tudi daljšo ročnost.
- Manjša lokalna banka predvideva ročnost 7 let- in si želi čim hitrejše poplačilo, saj se po njihovem predlaganem modelu šele s tem trenutkom tako operativnemu podjetju kot Esop zadrugi omogoči izplačevanje dividend ter zaposlenih (ob njihovem morebitnem izstopu).
- Pokojninski sklad trenutno običajno najprej financira s komercialnimi zapisi z 1 letno ročnostjo, zatem pa z obveznicami s trajanjem 3–5 let, ob državni garanciji pa je pripravljen sprejeti tudi daljše ročnosti. V njihovi trenutni praksi so odplačila pri komercialnih zapisih balonska, pri obveznicah pa so bolj fleksibilni in upoštevajo denarne tokove iz poslovanja podjetja.
- Sklad zasebnega kapitala ponuja predvsem kratkoročno premostitveno financiranje s povprečno ročnostjo okoli enega leta, ki se kasneje refinancira (s strani bank). Odplačilo je v trenutni praksi glede na značilnosti primera amortizacijsko ali balonsko, odprti so za kolobarjenje in za podaljšanje financiranja (ob delnem odplačilu in dodatnem zavarovanju), tudi v prihodnosti pa nameravajo (tudi zato, ker so kot sklad omejeni z ročnostjo) ostati pri omenjenih izhodiščih.

Predvsem banke se strinjajo, da bi javne jamstvene sheme lahko pomembno vplivale na ročnost posojil.

10.2.4.4 Obrestne mere

V splošnem so za intervjuvane akterje pri določitvi obrestne mere še vedno ključna splošna vprašanja glede denarnega toka, upravljanja in finančne stabilnosti operativnega podjetja, pomembna je tudi zasnova same Esop zadruge.

Višina predvidenih obrestnih mer tako odraža različne ročnosti in različne apetite za tveganje posameznih akterjev:

- Manjša lokalna banka napoveduje višji pribitek okrog 3,5 % nad referenčno obrestno mero (na ravni projektnega financiranja).
- Večja regionalna banka z močno prisotnostjo bi obrestno mero oblikovali v skladu s tržnimi pogoji, a poudarjata, da bi nepreklicna (prvovrstna) državna garancija omogočila postavitev nižje obrestne mere.
- Večja regionalna banka z manjšo prisotnostjo poleg se omenjene razlike v ceni kreditov ob kreditiranju operativnega podjetja/Esop zadruge pridružuje filozofiji presoje od primera do primera, ključno pa jim je, da končna struktura finančnih instrumentov vodi v čim nižje kapitalske zahteve za banko, kar omogoča tudi postavitev nižje obrestne mere.
- Pokojninski sklad se zaradi svojega zmernega apetita za tveganje izogiba poslom s prenizko ali previsoko obrestno mero in (glede na boniteto podjetja) pričakuje donosnost med 4 % in 6 %.
- Sklad zasebnega dolga ima ciljno donosnost med 10 % in 13 % in zato ne sklepa poslov z obrestno mero pod 10% (Esop posli bi zaradi svojega pozitivnega učinka tako potencialno prednost imeli šele ob doseženi obrestni meri 10%). Izjemoma je postavitev nižje obrestne mere možna ob presežni likvidnosti brez drugih naložbenih priložnosti ter ob specifičnih časovnih obdobjih (ob vpoklicu sredstev in ugašanju sklada).

Banke poudarjajo, da javne jamstvene sheme lahko ugodno vplivajo na postavitev obrestne mere, a tovrstnega učinka niso kvantificirale.

10.2.4.5 Zaveze

Z vidika zavez je možnost izplačila dobička iz operativnega podjetja (v primeru, da kredit prejme operativno podjetje) izrednega pomena; Esop zadruga se namreč kot (delni) lastnik pogosto zanaša na dividende kot prihodek, s katerim poplačuje interni kredit, katerega operativno podjetje poda zadrugi po prejemu zunanjega financiranja za odkup deleža. Zato je za samo delovanje sheme ključno, da so financerji pripravljeni sprejeti možnost distribucije dobička v času trajanja kredita.

Tradicionalno banke najstrožje pristopajo k določanju zavez, medtem ko so skladi (pogosto tudi zaradi manjše standardizacije transakcij) bolj prilagodljivi:

- Večji regionalni banki nameravata v kreditne pogodbe vključiti standardne zaveze tovrstnih pogodb: zahteve glede finančnih kazalcev, prepoved izplačila dobička, prepoved dajanja poroštev, prepoved spremembe lastništva in prepoved spremembe dejavnosti. Pri prepovedi izplačila dobička so kljub načelni prepovedi glede smiselnih izplačil od primera do primera fleksibilni in bi bila možna vključitev določbe o zaporednih izplačilih, po kateri bi del izplačanega dobička moral najprej iti za poplačilo posojila.
- Manjša lokalna banka glede prepovedi izplačila dobička zahteva, da se do vračila določenega odstotka kredita ne izplačujejo dividende (na nivoju Esop zadruge in operativnega podjetja) ter izstopajoči zaposleni (iz namenskega sklada Esop zadruge). Hkrati bi kot omenjeno za uskladitev interesov in zmanjševanje tveganja zahtevala postavitev neodvisnih članov organov vodenja in nadzora tako na nivoju operativnega podjetja kot na nivoju Esop zadruge, ob tem pa se jim zdi dobro vključiti tudi določbo glede lojalnosti, ki bi zaposlene za določeno število let vezala na podjetje.
- Pokojninski sklad ob zavezah operativnega podjetja o financiranju Esop zadruge v primeru odobritve kredita Esop zadrugi pričakuje tudi redno poročanje in transparentno komunikacijo, a je glede tega manj rigiden in bolj prilagodljiv od bank.
- Sklad zasebnega dolga ob svoji višji izpostavljenosti tveganju (večina podjetij v njihovem portfelju je že v osnovi bolj zadolženih) navaja, da zaveze določa od primera do primera, klasične pa so kazalnik pokritosti dolga, omejitev dodatnega zadolževanja in kazalnik neto dolg/EBITDA.

10.2.4.6Zavarovanja

Zavarovanja igrajo pomembno vlogo pri finančnih strukturah, in lahko močno vplivajo na pripravljenost na financiranje. Banke morajo upoštevati tudi striktne regulatorne zahteve, zaradi česar transakcije s pomanjkljivimi zavarovanji pogosto postanejo neviabilne z vidika stroška kapitala. Skladi pa imajo tu več fleksibilnosti, vendar jih pogosto ustavljajo interni apetit za tveganje. Spodaj so navedeni ključne zahteve glede zavarovanj, v primeru, da ni podana jamstvena shema:

- Večja regionalna banka z manjšo prisotnostjo med zavarovanji (v primeru posojanja Esop zadrugi) omenja solidarno poroštvo operativnega podjetja (poudarjajo pomen nedvoumne pravne podlage glede vprašanja, ali se za tako poroštvo zahteva plačilo Esop zadruge), poleg tega pa na nivoju operativnega podjetja njegov denarni tok ter na nivoju Esop zadruge lastniški delež v operativnem podjetju.
- Manjša lokalna banka glede zavarovanj večinoma zahteva zavarovanje na nepremičninah, pri Esop odkupu bi zahtevali bančno garancijo.

- Večja regionalna banka z močno prisotnostjo pove, da so »cash flow based« posojilodajalci in kot taki primarno gledajo na denarne tokove (operativnega) podjetja, in manj na zavarovanja.
- Sklad zasebnega dolga pove, rdečo nit njihovega poslovanja predstavljajo dobra zavarovanja z nepremičninami, na katerih se kot upniki vpisujejo prvi. V zvezi s podjetji, ki imajo manj sredstev, se omenjajo tudi kombinacije zavarovanj, ki med drugim vključujejo primer zastavitve pravic intelektualne lastnine in zastavitve poslovnega deleža.
- Pokojninski sklad na splošno daje pozitivnemu in stabilnemu poslovanju večji pomen kot zavarovanjem. V praksi so med prvimi upniki, v zavarovanje pa sprejemajo zastavo deležev (zato jih ne motijo nujno primeri, ko so nepremičnine podjetja že zastavljene), terjatev in nepremičnin.

10.2.5 Pripravljenost na financiranje ob podpori finančnih instrumentov javnih skladov

Vsi sogovorniki so poudarili, da bi bil uspeh Esop projektov močno odvisen od primerno zasnovanih javnih jamstvenih shem in drugih podobnih instrumentov, pa tudi tehnične pomoči. Namesto novega produkta pričakujejo kombinacijo obstoječih kreditnih linij in državne podpore, pri čemer so posamezni elementi različno pomembni.

10.2.5.1 Javne jamstvene sheme (pari-passu in first-loss).

Pomembnost javnih jamstvenih shem za izvedljivost Esop transakcij, pod pogoji, ki naredijo takšne transakcije vzdržne (primerna ročnost, primerna obrestna mera, ipd.), je bila izpostavljena z vidika vseh institucij:

- Banke in skladi se strinjajo, da je garancija ključni instrument, ki znižuje kapitalske zahteve in obrestne mere ter omogoča prenos tveganja. Večina bank ni razlikovala med pari-passu (sorazmerno deljenje tveganja) in jamstvo za prvo izgubo, le ena je izpostavila preferenco za jamstvo za prvo izgubo (zaradi pričakovanega višjega odstotka kritja).
- Ena izmed večjih bank je izrazila mnenje, da nižji odstotek pari passu garancij (npr. 40%) sicer pozitiven, vendar šele višji odstotek (npr. 80 ali 85%) močno poveča atraktivnost potencialnih poslov ter zniža ceno financiranja
- Manjša lokalna banka ocenjuje, da bi potrebovala najmanj 80 % kritja tveganja, da bi sploh financirala Esop posel, saj v primeru, da podjetje ne bi imelo dodatnih zavarovanj (npr nepremičnin) takih kreditov ne bi odobrila.
- Pokojninski sklad je pripravljen sprejeti nižji delež kritja (60–80 %) in se pri strukturi garancije prilagoditi posameznemu primeru.
- Sklad privatnega dolga prav tako pozdravlja garancijo, a opozarja, da mora biti v pogojih jasno določeno, da gre za tržno transakcijo, v kateri ostane donosnost v skladu z njihovim mandatom.

Jamstvene sheme bi tako (predvsem pri bankah) močno znižale kapitalske zahteve in tako posledično znižale obrestne mere tovrstnih posojil, ali/in povišale najvišjo možno ročnost.

10.2.5.2 Dolžniški instrumenti s sorazmerno delitvijo tveganj in podrejeni instrumenti

Nekateri sogovorniki vidijo možnost, da javni sklad ponudi podrejeno posojilo ali dolžniški instrument s sorazmerno delitvijo tveganj kot naložbo v Esop zadrugo; vendar pa je le-to lahko pogosto nezadnostno pri mitigaciji tveganj, saj zadostno neznižuje kapitalskih zahtev na senior tranšo bank:

- Institucije pa kljub temu pa poudarjajo, da je koristno, če je v kapitalni strukturi prisotna podrejena tranša, ki absorbira začetno tveganje (nekateri omenjajo, da je v praksi pa pogosto vlogo pa pogosto prevzame kupninski kredit prodajalca, ki deluje kot podrejena tranša). Pozitivna stran podrejenega kupninskega kredita je tudi boljše uravnoteženje interesov med izstopajočim lastnikom in banko; zaradi le-ega obstoječi lastnik ostane finančno vključen, medtem ko podrejeni dolg s strani javne agencije nima enakega učinka.
- Le skladi bi do neke mere vidili vrednost v podrejeni tranši.

10.2.5.3 Subvencija obrestne mere

Zanimanje za instrument, ki bi prvovrstno subvencioniral obrestno mero z nepovratnimi sredstvi je bilo manjše, saj bistveno ne vpliva na znižanje tveganj:

- Večina bank jo vidi kot manj pomemben instrument v primerjavi z javno jamstveno shemo, saj jih prvovrstno zanima ublažitev tveganja.
- Hkrati poudarjajo, da ustrezne garancije vodijo tudi do nižjih obrestnih mer, vsaj do določene mere.
- Pokojninski sklad in sklad zasebnega dolga bi bili pripravljeni financirati Esop posle tudi brez subvencije obrestne mere, pod pogojem, da so druge garancije ustrezne.

10.2.5.4 Tehnična pomoč

Vsi anketirani sogovorniki so poudarili potrebo po podpornih dejavnostih, ki podjetjem pomagajo pripraviti Esop -strukturo:

- Kot izrednega pomena omenjajo pravno in davčno svetovanje ter izobraževanje zaposlenih o upravljanju podjetja, saj bi zmanjšalo operativna in druga tveganja vzpostavitve zadruge.

- Banke dodajajo, da bi državna tehnična pomoč lahko tudi razbremenila njihova pravna in kreditna oddelka, in tako naredila tovrstne transakcije tudi bolj vabilne z vidika transakcijskih stroškov.
- Poleg profesionalizacije individualnih transakcij, so se banke zavzele tudi za panožno standardizacijo zadružnih pravil in modelov pogodbenih zavez, za kar bi se lahko namenila javna sredstva. Menijo, da mora biti postopek preprost in standardiziran, da lahko vlogo obravnavajo v roku enega meseca.
- Pokojninski sklad in sklad tveganega kapitala dodajata, da je tehnična podpora pomembna predvsem v začetni fazi, saj podjetja nimajo izkušenj z Esop strukturami.

10.2.5.5 Zahteve glede poročanja ob prejemu javnih sredstev

Banke, ki so že imele izkušnje z javnimi jamstvenimi shemami (predvsem kohezijskimi), so izpostavile skrb glede administrativnih zahtev tako na njihovi strani kot tudi na strani posojilojemalcev:

- Za prejem nekaterih posojil, ki so podana v okviru javnih jamstvenih shem, je potrebno več rednega poročanja bankam kot običajno). Ena izmed bank navaja, da je v segmentu MSP kompleksnost produkta lahko celo večji faktor celo od same cene.
- Kakršnakoli državna (ali EU) podpora mora zato biti zasnovana na način, ki podjetja ne preobremenjuje s poročanjem (ki bi presegalo standardno poročanje), zase pa bi si želeli nepreklicno prvovrstno garancijo, ki je vezana zgolj na status Esop kredita in ni dodatno pogojevana.
- Tudi pokojninski sklad poudarja pomen enostavnega (z vidika poročanja in nadzora) financiranja in predlaga, da gredo morebitne ugodnosti direktno prejemniku financiranja, sami pa prejmejo povsem običajen vrednosti papir. V ta namen pokojninski sklad predlaga tudi, da se prva Esop transakcija izvede z enostavnim finančnim instrumentom (in na večjem zdravem podjetju), da se s tem pošlje signal trgu.

10.3 Ključne ugotovitve

Zaznana tveganja

- Banke trenutno ne financirajo odkupov s strani zaposlenih zaradi nizkega povpraševanja in zaznanih tveganj in striktnih regulatornih zahtev zaradi pomanjkanja zavarovanj ter odvisnosti od nestabilnih denarnih tokov po odkupu.
- Dodatno tveganje predstavlja neuravnoteženost interesov med financierji, zaposlenimi kot novimi solastniki z relativno nizkim vložkom in izstopajočim lastnikom (ki je pogosto tudi direktor podjetja). Zato banke prednostno podpirajo postopne odkupe z delnim izstopom lastnika in podrejenim kupninskim kreditom prodajalca.
- Ključno je profesionalno upravljanje Esop zadruge, preferenčno z neodvisnim nadzornim svetom, predvsem kadar Esop pridobi večinski delež v podjetju.

Razvoj produkta

- Banke ne kratkoročno ne bodo razvile novih produktov za Esop, temveč bi jih vključile v obstoječe kreditne okvirje s standardnimi zavarovanji in zavezami. Zadosten obseg financiranja ne bi bil ovira, če bi bile ustrezno urejene pravne podlage in jamstvene sheme.
- Poudarjajo potrebo po standardizaciji pravnih in finančnih mehanizmov (zadružna pravila, pogodbe, modelne strukture) ter po vnaprej jasno določenih stečajnih in likvidacijskih postopkih v primeru finančnih težav ESOP zadruge. S tem se pomembno znižajo transakcijski stroški ter poveča pripravljenost za sodelovanje.

Relevantnost javnih jamstvenih shem

- Javne garancijske sheme, zlasti jamstva za prvo izgubo, pomembno povečajo njihovo naklonjenost, saj znižujejo tveganje in kapitalske zahteve.
- Banke raje financirajo operativno podjetje kot Esop strukturo (ne le zaradi internih, temveč tudi regulatornih zahtev), razen če ta vključuje javna jamstva.
- Tehnična pomoč za postavitev Esop shem, finančnih struktur ter izobraževanje zaposlenih bi bila zelo dobrodošla, saj bi zmanjšala zaznano tveganje in spodbudila vključevanje finančnih institucij.
- Zahteve po poročanju v okviru javno podprtih finančnih instrumentov so se v preteklosti izkazale kot administrativno zahtevne, kar je pogosto omejevalo interes bank in podjetij za črpanje razpoložljivih sredstev.

11 Vidik in pripravljenost administratorja sredstev

11.1 Pripravljenost procesov za pilotni projekt

11.1.1 Izvedba razpisa in izvedbeni model

Kot upravljavka Holdiškega sklada ima SID Banka izkušnje z izvajanjem finančnih instrumentov na podlagi standardnega modela, ki ga zahteva Evropska komisija. Model predvideva objavo javnega razpisa, na katerega se prijavijo zainteresirane institucije; izbrana institucija bo nato s pomočjo sredstev iz Holdinškega sklada izdajala kredite končnim prejemnikom. SID Banka, v sodelovanju z MKRR, določi ključne parametre instrumenta. Pri tem mora institucija ugodnosti v celoti prenesti na končne prejemnike.

SID Banka ne želi ustvarjati ločenega administrativnega modela; namesto tega bo uporabila že vzpostavljene postopke upravljanja, nadzora in poročanja v okviru Holdinškega sklada. Posledično bo priprava dokumentacije (priprava razpisa, določitev pogojev, izbor banke) potekala po standardnih praksah, ki so v skladu s podobnimi programi EU.

Zaradi ustaljenih praks in postopkom, ki že ustrezajo kriterijem evropskih sredstev, se študija ne osredotoča na administrativni model in prakse.

11.1.2 Izbira finančnega posrednika

Glede na majhen obseg pilotnega projekta je SID banka v razgovorih poudarila, da razbitje omejene kvote sredstev med več bank ni ekonomično. Zato predlaga, da se razpis omeji na bančne institucije, pri čemer bo za potrebe pilota izbrana ena sama banka. Tak pristop preprečuje razdrobljenost portfelja, omogoča učinkovitejše upravljanje sredstev ter hkrati poenostavlja postopke izbire in nadzora, kar prispeva k hitrejšemu zagonu pilotnega instrumenta.

Bančni posrednik bo izbran na podlagi več kriterijev, ki jih dokončno določita MKRR in SID Banka, vključujoč:

- Krivulja obrestne mere, ki jo je banka pripravljena ponuditi (odstotek se lahko razlikuje glede na boniteto, zavarovanja, ročnost);
- Višina zavarovanj, ki jih banka želi pridobiti v zvezi s transakcijo; ter
- Ponujena ročnost.

V procesu se lahko določijo še dodatni kriteriji in pa utež posameznega kriterija.

11.1.3 Časovnica vzpostavitve procesa

Ocenjuje se, da bo pilotni instrument pripravljen za operativno izvajanje konec leta 2026, pod pogojem, da do marca 2026 dosežen dogovor o ključnih elementih instrumenta ter zagotovljena njegova čim bolj poenostavljena struktura.

11.2 Oblika finančnega instrumenta za pilotni projekt

11.2.1 Struktura instrumenta

Predlagan je posojilni instrument z vgrajenim elementom jamstva za kritje prve izgube v obliki podrejene tranše, pri čemer bi javni vložek pokrival do 30 % izgub na ravni portfelja ter do 100 % izgub pri posameznih transakcijah znotraj tega obsega. Kohezijska sredstva, posojena preko SID banke, bodo predvidoma presegala višino jamstva, in tako ponujala dodatno likvidnost bankam. Banke bodo omenjenim sredstvom dodala še svoja lastna sredstva, s čimer so bo dosegel multiplikativni učinek. Praktični primer delovanja instrumenta je predstavljen spodaj.[55]

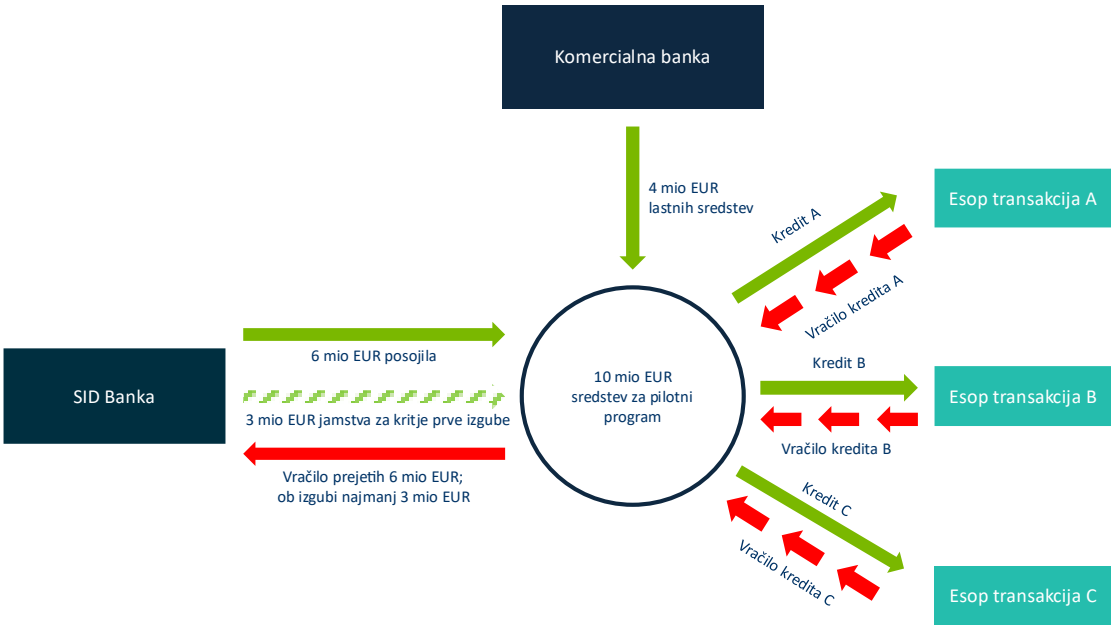
Primer uporabe 6 milijonov evrov kohezijskih sredstev

- Komercialna banka, ki izvaja pilotni projekt bi prejme 6 milijonov evrov kohezijskih sredstev:
  - Od tega, bi lahko 3 milijone evrov uporabila za kritje prvih izgub (torej v primeru nepoplačila kreditov v višini do 3 milijonov evrov teh sredstev ne vrača)
  - Tudi preostale 3 milijone evrov bi banka posodila naprej, a jih mora vrniti SID banki za nadaljnjo uporabo ne glede na morebitna nepoplačila (torej tudi v primeru, ko je višina nepoplačil višja od zgoraj omenjenih 3 milijonov)
- Poleg zgoraj omenjenih sredstev mora komercialna banka dodati še svoj delež sredstev, le ta pa bo odvisen od zahtev glede na regijo.
- Če bi komercialna banka dodala na primer 4 milijone evrov lastnih sredstev, bi bil dosežen multiplikacijski učinek 1,67x.

Slika 5 prikazuje strukturo pilotnega programa finančnih instrumentov za Esop odkupe, skupaj z vrednostjo namenjenih sredstev in višino javnega jamstva.

[55] Primer je poenostavljen in je namenjen predvsem lažji predstavi delovanja in uporabe instrumenta, zato izpušča nekatere pomembne podrobnosti, na primer uporabo dela kohezijskih sredstev za provizijo.

Slika 5: Struktura pilotnega programa[56]



11.2.2 Obrestna mera

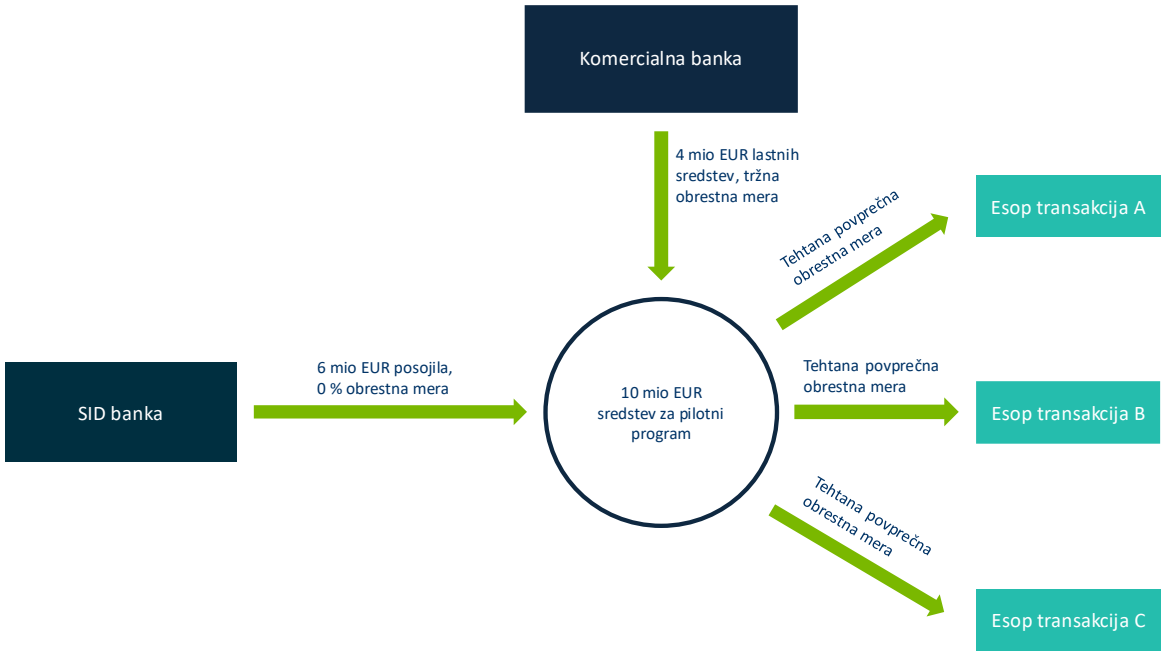
Za del kohezijskih sredstev, katera bi posredovala SID banka, bi bila obrestna mera praviloma določena pri 0 %, pri čemer bi bila uporaba višje obrestne mere dopustna zgolj v primeru potrebe po uskladitvi z določbami o dodeljevanju državnih pomoči (npr. pravilo de minimis).

Del sredstev, ki bi ga podala komercialna banka nosi (v naprej določeno) komercialno obrestno mero, ki upošteva dano jamstvo. Pri tem SID banka poudarja, da je cena kredita za končne prejemnike (ki jo mora banka prikazati v odvisnosti od bonitete in kvalitete zavarovanja) poleg provizije ključni kriterij za izbiro komercialne banke na razpisu. Prijavljeno obrestno mero za končnega prejemnika lahko komercialna banka pozneje (npr. v primeru manjšega povpraševanja) zniža, ne sme pa je zvišati.

[56] Gre za poenostavljen prikaz predvidenega delovanja pilotnega programa, ki zanemarja nekatere pomembne podrobnosti, na primer uporabo dela kohezijskih sredstev za provizijo.

Zaradi visoke komponente kohezijskih sredstev, posredovanih s strani SID Banke z ničelno obrestno mero, ima predlagani instrument tudi elemente subvencije obrestne mere oziroma gre z vidika pravil EU o državni pomoči za ugodni kredit z vidika končnega prejemnika (Slika 6).

Slika 6: Obrestna mera v pilotnem programu



11.2.3 Ročnost, višina in druge operativne preference

SID banka je navedla, da za kredite v primeru prevzemov ne predvidevajo ročnosti, ki bi bila krajša od sedmih let. Za tovrstne posle se torej predvideva daljša ročnost, s katero se zagotovi postopnost obremenitve denarnega toka podjetja ter dolgoročna vzdržnost finančne strukture.

Višina kreditov za manjše deleže ne bo posebej določena. V primeru prevzemov večinskega deleža je SID banka opozorila na dodatna tveganja, zlasti v povezavi z nasledstvom menedžmenta, ter ocenila, da je izvedba instrumenta ekonomsko upravičena pri transakcijah z ocenjeno vrednostjo nad 1 milijon evrov.

SID banka je v okviru intervjujev izrazila preferenco, da se kredit nameni namenski entiteti – denimo Esop zadrugi ali podobni pravni osebi, ki izvaja prevzem deleža – namesto neposredno operativnemu podjetju. Ob tem bi za tovrstne namenske instrumente komercialnih bank kot pogoj predpisali poroštvo operativnega podjetja, ki mora biti ocenjeno z bonitetno oceno BBB- ali višje (naložbena kakovost ali »investment grade«),

SID banka je dodatno opozorila na potrebo po preverjanju statusa »enotnega podjetja« in kumulacije pomoči, ter navedla, da bi bila kreditna kvota na posamezno Esop entiteto omejena tako po višini kot po času koriščenja, z namenom preprečevanja preseganja dovoljenih pragov državne pomoči.

11.2.4 Utemeljitev predlaganega instrumenta

Ker gre za pilotni projekt, je SID banka predlaga uporabo instrumenta, ki je bil v preteklosti že uporabljen in je tako poznan tudi institucijam (bankam), kar pa omogoča hitrejšo izvedbo programa.

Tovrstna struktura je primera za trg, ki je šele v razvoju in ima zaznano višji profil tveganosti, saj javna tranša absorbira visok delež morebitnih izgub v portfelju, preden je izgube dolžna poravnati banka.

Uporaba »pari passu« delitve tveganj bi sicer enakomerno porazdelila breme med javnim in zasebnim sektorjem, vendar bi v primeru poslabšanja portfelja lahko pomenila večje tveganje za izgubo javnih sredstev (v primeru višje portfelijske kapice).

Instrument posredno nosi tudi značilnosti subvencije obrestne mere (ugodni kredit za končnega prejemnika z vidika pravil EU o državni pomoči), kar močno izboljša možnosti viabilnosti projektov odkupov s strani zaposlenih.

Predlagani finančni instrument se opira na izkušnje SID banke pri izvajanju mikroposojil ter na okvir, ki ga določajo evropska in nacionalna pravila.

11.3 Oblika nepovratnih sredstev za pilotni projekt

V zvezi s tehnično pomočjo sta bili obravnavani tako možnost enotnega instrumenta, ki bi hkrati obsegal financiranje in imel tudi nepovratno komponento v obliki tehnične pomoči, kot tudi možnost dveh ločenih shem.

Vidik SID Banke je, da je v obravnavanem primeru primernejše, da sta ti dve shemi ločeni. Med njima bi ena bila finančni instrument v administraciji SID banke, druga pa tehnična pomoč, podeljena prek javnega razpisa Ministrstva ali drugega subjekta. Ob tem poudarjajo, da z odobravanjem nepovratnih sredstev za tehnično pomoč nimajo izkušenj in tako tega podpornega segmenta ne bi administrirali sami. Kot prednost dveh ločenih shem izpostavljajo tudi primere, ko podjetje ne bi hkrati potrebovalo obeh oblik pomoči.

Iz navedenega je mogoče zaključiti, da je primernejši operativni model za dodeljevanje tehnične pomoči vzpostavitev dveh ločenih shem, kot sta opisani zgoraj.

Izpostavijo še, da je tudi glede tehnične pomoči treba biti previden, saj se njena vrednost kumulira in lahko (skupaj z drugimi oblikami pomoči) preseže de minimis. Hkrati pa poudarjajo, da je na področju majhnih in srednjih podjetij tudi več možnosti za skupinske izjeme (18. člen GBER) in bi tovrstno pomoč lahko strukturirali na način, da je izvzeta iz kvote de minimis pomoči.

- SID Banka je pripravljena prevzeti vlogo administratorja finančnih instrumentov v okviru pilotnega programa, pri čimer bi se uprli na obstoječi administrativni model.
- Ocenjuje se, da bo pilotni instrument za operativno izvajanje pripravljen v zadnjem četrtletju 2026.
- Za pilotni projekt se glede na njegovo omejeno velikost predvideva omejitev razpisa na bančne institucije in dodelitev sredstev eni banki.
- V okviru pilotnega programa SID banka predlaga posojilni instrument z elementom jamstva za kritje prve izgube, pri katerem javni vložek krije do 30 % izgub na ravni portfelja. Pri tem se pričakuje, da komercialna banka doda del lastnih sredstev, pri čimer se doseže nizek do zmeren multiplikacijski učinek. Slednji bo odvisen od višine zahtevanih sredstev, ki jih morajo podati banke.
- Pilotni instrument je zasnovan tako, da končni prejemnik prejme cenovno ugodno obrestno mero.
- SID Banka izkušenj z administracijo nepovratnih sredstev (tehnične pomoči) nima, zato se je za izvedbeni model potrebno dogovoriti oziroma izbrati alternativnega administratorja.

11.4 Ključne ugotovitve

12 Ključne ugotovitve in priporočila

To poglavje povzema ključne ugotovitve analize na osnovi sinteze analitičnih sklopov, predstavljenih v prejšnjih poglavjih, in oblikuje priporočila za zasnovo finančnega instrumenta ter spremljajočih podpornih mehanizmov. Namen poglavja je predstaviti celovito sliko ugotovljene tržne vrzeli ter na podlagi zbranih spoznanj predlagati konkretne ukrepe za njeno premostitev.

12.1 Ključni akterji in njihova vloga pri premostitvi zaznane tržne vrzeli

12.1.1 Pomen solastništva in vpliv na ohranitev delovnih mest

- Solastištvo (preko Esop modela) prinaša dokazano večplastne koristi za zaposlene, ki so v evropskih politikah prepoznani kot končni upravičenci intervencij. Študije iz ZDA kažejo, da podjetja z Esop strukturami rastejo v povprečju 4–5 % hitreje, imajo do 25 % višjo produktivnost in trikrat večje pokojninsko premoženje zaposlenih kot primerljiva podjetja. Zaposleni s solastništvom so bolj motivirani in manj pogosto izgubijo zaposlitev. Koristi se kažejo tudi širše – v večji odpornosti podjetij, ohranjanju delovnih mest ter krepitvi lokalnih skupnosti in dolgoročne gospodarske stabilnosti.
- Odkup s strani zaposlenih je kot zelo primerno ali zmerno primerno možnost izhoda v naslednjem desetletju označilo približno 32,8 % lastnikov, ki načrtujejo umik iz lastništva. Ker številni med njimi, zlasti v segmentu MSP, nimajo drugih izvedljivih možnosti nasledstva, bi lahko bilo v primeru neizvedenih prenosov lastništva ogroženih med okrog 3.000 in 20.000 delovnih mest. Dobro delujoč trg odkupov s strani zaposlenih je zato ključen za ohranjanje delovnih mest in podjetij v obdobju množičnega prenosa lastništva.

Priporočila

- Vzpostavitev **pravnega in davčnega okvira za lastništvo zaposlenih predstavlja ključen mehanizem za ohranjanje podjetij in delovnih mest**, zlasti v segmentu mikro, malih in srednjih podjetij; razvoj ESOP struktur, podprt z davčnimi spodbudami in prilagojenimi finančnimi instrumenti, bi prispeval k stabilnejšemu gospodarstvu, večji socialni koheziji ter uspešnejšemu prenosu lastništva v prihodnjih letih.

12.1.2 Narava in obseg tržne vrzeli

- Obstoj tržne vrzeli na področju financiranja lastniških odkupov zaposlenih je potrjen z rezultati obsežne ankete med 365 podjetji, izvedene v okviru *raziskave Analiza lastniških struktur v slovenskem gospodarstvu in potenciala za spodbujanje družbeno-odgovornega lastništva*, ter z dodatnim naborom poglobljenih kvalitativnih intervjujev. Ugotovitve kažejo, da bo pomemben delež lastnikov pri izvedbi prenosov lastništva potreboval zunanje vire financiranja. Ocenjena skupna potreba po takšnih virih znaša med 300 milijoni in 1 milijardo evrov, glede na uporabljeni scenarij (ožji oziroma širši interes). Ugotovljeni razpon kaže na zmerno, vendar strateško pomembno vrzel na trgu financiranja lastniških prenosov zaposlenim.

- Mednarodne prakse, zlasti iz ZDA in Združenega kraljestva, potrjujejo, da brez aktivne vloge države in javnih razvojnih institucij tovrstnih tržnih vrzeli ni mogoče učinkovito premostiti – razen v okoljih z izjemno razvitimi kapitalskimi trgi. Hkrati pa ustrezno zasnovani javni instrumenti, kot so jamstvene sheme, subvencionirane obrestne mere in drugi podporni mehanizmi tako bistveno pospešijo vzpostavitev in rast trga financiranja odkupov s strani zaposlenih.

- V primerjavi z državami, ki so pri razvoju trga lahko izkoristile globoke kapitalske trge in prisotnost alternativnih financerjev, slovenski finančni sistem teh pogojev nima. Plitkost lokalnega kapitalskega trga in omejena ponudba dolgoročnih virov tveganega kapitala pomenita, da trg sam ne more učinkovito zagotoviti potrebnih finančnih instrumentov za izvedbo lastniških prenosov zaposlenim.

- Čeprav je velik del lastnikov pripravljen zagotoviti kupninski kredit, je treba upoštevati, da imajo pri tem tudi lastne izdatke, povezane z davčnimi obveznostmi, administrativnimi stroški in pogosto izraženo željo po delnem takojšnjem izplačilu ob prodaji. Za finančno vzdržno izvedbo prenosov lastništva se zato pričakuje, da bo v praksi najprimernejša kombinacija kupninskega kredita prodajalca za večji del transakcije ter udeležbe zunanjega financiranja (bančnega posojila ali druge oblike kapitala) za preostali del kupnine. Takšna struktura ne le omogoča prodajalcem delno poplačilo ob prenosu, temveč tudi potrjuje potrebo po aktivnem sodelovanju bank in drugih financerjev pri izvedbi Esop transakcij.

Priporočila

- Glede na ugotovitve analize, ki na eni strani potrjuje močno zanimanje podjetnikov za prenose lastništva po modelu Esop, na drugi strani pa razkriva izrazito tržno vrzel zaradi omejenega dostopa do zunanjih finančnih virov, se je **zaznana potreba po finančnih instrumentih za podporo odkupom s strani zaposlenih.**

- Glede na razmere na slovenskem finančnem trgu in mednarodne izkušnje, ki potrjujejo ključno vlogo javnih podpornih mehanizmov pri razvoju trgov Esop financiranja, bi **finančni instrument z elementi delitve tveganj in ugodnejšega financiranja predstavljal ključen prvi korak k vzpostavitvi trajnega in učinkovitega trga odkupov s strani zaposlenih v Sloveniji.**

12.1.3 Pripravljenost finančnih institucij in administratorja na sodelovanje pri financiranju odkupov s strani zaposlenih

- Vse vrste finančnih institucij so izrazile pripravljenost sodelovati pri oblikovanju in izvajanju tovrstnih shem, pod pogojem vzpostavitve ustreznih instrumentov za delitev tveganj.
- Banke, ki že imajo izkušnje z izvajanjem programov, financiranih iz kohezijskih sredstev, opozarjajo na obsežne zahteve poročanja, ki v nekaterih primerih zahtevajo sistemske IT-nadgradnje, kar predstavlja pomemben stroškovni in organizacijski izziv. Prezahtevna administracija bi lahko oviralo tudi njihovo sodelovanje v pilotni shemi.
- Administrator sredstev (SID banka) je potrdil pripravljenost za vzpostavitev in izvedbo pilotnega programa finančnih instrumentov, ne pa tudi za administriranje nepovratnih sredstev (tehnične pomoči). Takšen pilotni program bi omogočil postopno vzpostavitev trga financiranja Esop transakcij in testiranje ključnih operativnih rešitev. Ob pravočasnem dogovoru glede zasnove in ključnih parametrov programa v začetku prihodnjega leta bi bilo mogoče program operacionalizirati že do konca istega leta.

Priporočila

- Izražen interes lastnikov, pripravljenost finančnih institucij za sodelovanje ob ustrezni delitvi tveganj ter zmožnost SID banke za upravljanje programa finančnih instrumentov skupaj ustvarjajo trdno osnovo za vzpostavitev finančnih instrumentov.
- Pri zasnovi programa je pomembno **zagotoviti enostavne in sorazmerne zahteve poročanja, ki izhajajo iz uporabe kohezijskih sredstev,** da bodo banke pripravljene aktivno sodelovati že v času pilotne faze, brez potrebe po zahtevnih in dragih IT-nadgradnjah.
- SID banka je izrazila pripravljenost za administriranje finančnih instrumentov (kar ne vključuje tehnične pomoči). Ker bi se naslonili na obstoječi izvedbeni model, bi **pilotni program bi lahko zaživel že konec leta 2026**, če se ključni parametri opredelijo v začetku naslednjega leta.

12.1.4 Izbira institucij za izvajanje finančnih instrumentov

- Vse intervjuvane bančne institucije so izrazile pripravljenost podpreti tovrstne transakcije ob ustreznih mehanizmih delitve tveganj, vendar pa kratkoročno ne načrtujejo razvoja posebnih produktov, namenjenih financiranju odkupov s strani zaposlenih. Če se na trgu oblikuje zadostno povpraševanje, pa so dolgoročno pripravljene vložiti tudi v razvoj posebnih produktov. Ocenjujejo, da imajo dovolj likvidnosti in kapacitet, da ob ustrezni delitvi tveganj lahko podprejo pomemben del trga tovrstnih transakcij.

- Komercialne banke sicer delujejo v okviru strogega regulatornega okvira, ki omejuje njihovo izpostavljenost in strukturo kreditov, vendar se te omejitve lahko učinkovito premostijo z ustreznimi instrumenti delitve tveganj. Ti jim omogočajo odobravanje kreditov z daljšo ročnostjo ter večjo fleksibilnost pri velikosti posameznih transakcij, kar je ključno za izvedbo Esop modelov v praksi.

- Poleg bank so tudi investicijski in zasebni skladi izrazili interes za sodelovanje pri financiranju odkupov, vendar bi praviloma delovali v okviru obstoječih instrumentov, brez večjih prilagoditev.

- Zaradi manjšega obsega sredstev lahko podprejo le omejen del trga, pri čemer so njihove naložbene značilnosti pogosto specifične – bodisi krajše ročnosti (do enega leta, pri skladih zasebnega dolga) bodisi dodatne operativne zahteve (npr. izdaja dolga v obliki obveznic v primeru pokojninskih skladov).

Priporočila

- **Komericalne banke predstavljajo najprimernejše partnerje za vključitev v pilotni program izvajanja finančnih instrumentov, saj lahko – ob ustrezni državni intervenciji in delitvi tveganj – ponudijo enostavne finančne produkte z ustrezno ročnostjo in zadostnim obsegom.** Ob uspešni vzpostavitvi trga so pripravljene dolgoročno razvijati specializirane produkte, prilagojene financiranju delavskih odkupov.

- **Sklade pa bi bilo smiselno vključiti v kasnejših fazah, ko se trg dodatno razvije in stabilizira.** Zaradi svojih specifičnih naložbenih strategij lahko pomembno prispevajo k večji globini trga, diverzifikaciji ponudbe in razvoju alternativnih oblik financiranja, kar bi dopolnilo bančne vire ter povečalo celotno učinkovitost sistema.

12.2 Oblika finančnega instrumenta

12.2.1 Oblika predlaganega finančnega instrumenta

- Lastniki podjetij, ki razmišljajo o uvedbi modela Esop, izpostavljajo potrebo po finančnih produktih z daljšo amortizacijsko dobo, možnostjo moratorija na odplačila v začetnih letih ter zmerno oziroma subvencionirano obrestno mero, ki bi omogočala finančno izvedljivost transakcij in postopno stabilizacijo poslovanja po prenosu lastništva.

- Komercialne banke zaradi regulatornih zahtev, omejenega zavarovalnega potenciala in tveganja nestabilnih denarnih tokov trenutno ne zaznavajo izvedljivega poslovnega modela financiranja Esop transakcij, ki bi omogočal razvoj standardiziranih finančnih produktov. Njihov interes bi se povečal predvsem ob vzpostavitvi instrumentov za delitev tveganj, pri čemer imajo javni jamstveni mehanizmi, zlasti jamstva za prvo izgube, ključno vlogo pri zniževanju kapitalskih zahtev in izboljšanju sprejemljivosti tovrstnih naložb.

- Izkušnje iz ZDA, kjer delujejo obsežne javne garancijske sheme, potrjujejo, da so ti instrumenti osrednji mehanizem razvoja trga financiranja Esop prevzemov. Nasprotno pa v Združenem kraljestvu, kjer takšnih shem ni bilo vzpostavljenih, banke v večji meri niso sodelovale pri Esop financiranju; vlogo tam še danes prevzemajo alternativni financerji. Ti primeri potrjujejo, da brez instrumentov za delitev tveganj banke zaradi lastnih politik tveganj in regulatornih zahtev tovrstnih transakcij ne financirajo, razen v primerih z izjemno bonitetno podprtimi projekti.

- Hkrati finančne institucije poudarjajo, da je v sistemu trenutno zadostna likvidnost, ki bi omogočila financiranje tovrstnih projektov, če bi obstajali ustrezni mehanizmi za delitev tveganj.

Priporočila

- **Za zmanjšanje tveganj in spodbujanje kreditiranja je priporočljivo vzpostaviti jamstveno shemo s portfeljskim kritjem prve izgube,** kot je to praksa na manj razvitih trgih (kot je trg odkupov s strani zaposlenih) z višjo zaznano stopnjo tveganja. **Subvencija obrestne mere je zaželena kot podporni nepovratni instrument,** vendar ne zadostuje kot samostojni instrument.

- Na podlagi odzivov bank in podjetnikov bi (v naboru standardnih ESS+ instrumentov) bila najustreznejša struktura instrumenta **kombinacija jamstva za prvo izgubo (višini vsaj 25 % na ravni portfelja, in čim višjim možnim odstotkom na ravni posamezne transakcije) in ter subvencije obrestne mere vsaj v prvih letih odplačevanja, ko je breme obresti najvišje.** Takšna kombinacija bi zagotovila učinkovit mehanizem delitve tveganj ter ustvarila zadosten spodbujevalni učinek za vključitev komercialnih bank v financiranje ESOP odkupov.

- S tovrstnim instrumentom bi se doseglo tudi **zmerni multiplikacijski učinek** (ob 25% portfeljski kapici bi lahko bil 4x).

12.2.2 Oblika finančnega instrumenta v pilotnem programu

- SID banka predlaga, da se za izvedbo pilotnega programa uporabi eden izmed obstoječih in preverjenih finančnih instrumentov, kar bi omogočilo hitrejšo pripravo in operativno izvedbo programa. Predlagani model temelji na instrumentu posojila z elementi jamstva za prvo izgubo, pri čemer bi javni vložek pokrival do 30 % izgub na ravni portfelja, znotraj tega pa do 100 % izgube na posamezni transakciji. Komercialna banka bo omenjenim sredstvom dodala še svoja lastna sredstva, s čimer so bo dosegel multiplikativni učinek.

- Obrestna mera na kohezijski del sredstev bi bila 0 %, izjemoma lahko višja, če bi bilo to nujno za preprečitev prekoračitve praga pomoči de minimis. Skupna obrestna mera, dosežena na ravni končnih upravičencev, bi bila eden ključnih kriterijev pri izbiri sodelujoče komercialne banke na javnem razpisu, kar bi za podjetja pomenilo ugodno obliko financiranja.

Priporočila

- **Instrument predlagan s strani SID banke (posojilo z jamstvi za prvo izgubo, s portfelijsko kapico 30%) izpolnjuje ključne pogoje za uspešno izvedbo pilotnega programa.** Zagotavlja ustrezno razmerje med delitvijo tveganj in administrativno izvedljivostjo, omogoča nižjo obrestno mero za končne upravičence ter se naslanja na obstoječe, že preverjene operativne mehanizme SID banke. **Zaradi tega je priprava instrumenta izvedljiva v razmeroma kratkem času (v zadnjem kvartalu 2026), s čimer se zmanjšajo tako transakcijski stroški kot tveganje zamud pri implementaciji**.

- Čeprav ima instrument nekoliko nižji finančni multiplikator, se ga zaradi preglednosti in skladnosti z obstoječim institucionalnim okvirjem se instrument ocenjuje kot primeren model za pilotno fazo.

- V primeru uspešne izvedbe pilotnega programa in ob morebitni širitvi v nacionalni program bi bilo smiselno razmisliti o nadgradnji zasnove instrumenta z vključitvijo kombiniranih mehanizmov, na primer povezave jamstvene sheme s subvencijo obrestne mere. Takšna nadgradnja bi lahko povečala multiplikator, omogočila širši dostop do sredstev za podjetja in dodatno izboljšala stroškovno učinkovitost programa v prihodnjih fazah.

12.2.3 Uporaba kohezijskih sredstev in regionalne razlike

- Finančni instrumenti so predvideni v okviru programa ESS+, ki sledi ciljem evropske kohezijske politike. Različne stopnje sofinanciranja med Zahodno in Vzhodno kohezijsko regijo predstavljajo izziv pri oblikovanju enotnih pogojev izvajanja.

- Možne rešitve vključujejo usmeritev instrumenta v tisto regijo, kjer je zaznano največje povpraševanje, oblikovanje dveh ločenih instrumentov oziroma portfeljev z ločenim izvajanjem po kohezijskih regijah, ali pa pripravo prošnje Evropski komisiji za dovoljenje pri vzpostavitvi enotnega instrumenta z mešano obrestno mero, ki bi upoštevala različne stopnje sofinanciranja. Tak pristop bi omogočil usklajeno izvajanje ob hkratnem spoštovanju kohezijskih pravil in optimizaciji administrativnih postopkov.[57]

- Rezultati analize tržne vrzeli kažejo, da je potencialno povpraševanje nekoliko večje v Zahodni kohezijski regiji, kar izhaja predvsem iz večje koncentracije srednjih podjetij ter večjega števila mikro družb s 5 – 9 zapolsenimi. Kljub temu pa je interes za Esop strukture geografsko razpršen.

- Oblikovanju dveh ločenih instrumentov (zlasti ob vzpostavitvi pilotnega programa manjšega obsega) ni naklonjen niti administrator sredstev, saj takšna rešitev povečuje operativno kompleksnost ter tveganje pretiranega razdrobljenja sredstev. V primeru, da bi bilo dejansko povpraševanje med regijama neenakomerno, bi to lahko privedlo do neporabljenih sredstev v eni regiji in pomanjkanja sredstev v drugi.

Priporočila

- **Najprimernejša rešitev je vzpostavitev enotnega finančnega instrumenta na ravni države**. Takšen pristop omogoča enake pogoje za podjetja v obeh regijah, poenostavlja upravljanje in nadzor ter zagotavlja skladnost z zahtevami revizijskih organov.

[57] V tednih po pripravi tega poročila je Evropska komisija odobrila uporabo sredstev, prvotno namenjenih Vzhodni kohezijski regiji, za financiranje pilotnega programa, ki poteka v obeh regijah.

12.3 Oblika nepovratnih sredstev

12.3.1 Pomen tehnične pomoči za standardizacijo dokumentacije in razvoj dobrih praks

- Finančne institucije poudarjajo, da so Esop transakcije praviloma kompleksne in zahtevajo poglobljeno pravno ter finančno presojo. To predstavlja oviro zlasti pri manjših transakcijah, kjer visoki stroški priprave in preverjanja dokumentacije zmanjšujejo ekonomsko izvedljivost posla. Banke zato izpostavljajo potrebo po večji standardizaciji ključnih pravnih in organizacijskih elementov Esop modela – med drugim zadružnih pravil, pogodb med zadrugo in operativnim podjetjem ter vzorčnih pogodb o financiranju.

- Nekatere banke ob tem izražajo zadržke glede korporativnega upravljanja po izvedenem odkupu. Opozarjajo, da se v praksi pojavljajo dileme glede razmerja med upravo podjetja, upravo zadruge in skupščino zaposlenih ter pomanjkanja jasnih smernic o delovanju teh organov po prenosu lastništva. Pomanjkanje enotnih standardov vodi v raznoliko in pogosto nejasno prakso, kar povečuje zaznano tveganje financerjev.

- Poleg tega banke opozarjajo na nejasno pravno ureditev v primeru insolventnosti – tako zadruge kot operativnega podjetja. Trenutno ni dovolj jasno, kako se v takih primerih obravnavajo premoženjska razmerja med njima (in med zaposlenimi kot člani zadruge), kakšen je vrstni red poplačil ter kdo nosi odgovornost za dolgove zadruge v primeru njenega prenehanja ali nesolventnosti podjetja. Takšne nejasnosti otežujejo ocenjevanje tveganj in zmanjšujejo pripravljenost bank za financiranje Esop transakcij.

- Tehnična pomoč, usmerjena v pripravo tovrstnih praks na nivoju industrije, bi močno razbremenila kreditne in pravne oddelke bank, in jim hkrati pomagala razviti strokovnost na področju financiranja delavskih odkupov. Glede na kompleksnost Esop struktur, bi lahko bila koristna tudi uvedba izobraževanjih za kreditne, pravne in druge oddelke bank, s čimer bi ključni akterji razvili poglobljeno razumevanje Esop transakcij.

Priporočila

- **Del sredstev tehnične pomoči naj bo namenjene pripravi in financiranju vzorčne dokumentacije na nacionalni ravni,** ki bi zajemala modelna zadružna pravila, tipizirane pogodbe o financiranju ter osnovne pravne vzorce za prenos lastništva.
- Hkrati naj tehnična pomoč **vključuje pripravo pravnih mnenj in interpretacij, ki bi pojasnila posledice insolventnosti zadruge ali operativnega podjetja**, vključno z razmejitvijo odgovornosti in postopki likvidacije.
- Poleg tega naj se v okviru tehnične pomoči **oblikujejo smernice najboljših praks za korporativno upravljanje v podjetjih v lasti zaposlenih**. Tak pristop bi zagotovil večjo pravno predvidljivost, zmanjšal administrativno breme ter omogočil učinkovitejšo in varnejšo izvedbo ESOP transakcij v praksi.

12.3.2 Pomen tehnične pomoči pri ustrezni priprava Esop struktur

- Vsi deležniki se strinjajo, da je uvedba Esop modela zahtevna z vidika finančne strukture, pravne izvedbe, notranje organizacije podjetij ter tudi izobraževanja zaposlenih, ki morajo prevzeti vlogo odgovornih in aktivnih lastnikov. Ustrezna upravljavska struktura ter razumevanje odgovornosti zaposlenih so ključni pogoji za dolgoročno stabilnost in uspešnost modela.

- Kompleksnost postopkov in razmeroma visoki stroški priprave predstavljajo pomembno oviro, zlasti za mala in srednja podjetja, ki nimajo dostopa do specializiranih svetovalnih znanj. Številna manjša podjetja izražajo potrebo po celoviti podpori, ki bi združevala pravno, finančno in organizacijsko svetovanje v enoten okvir, prilagojen njihovim potrebam.

- V primerih kjer so lastniki pripravljeni omogočiti prenos lastništva prek prodajalčevega kredita, se podjetja verjetno ne bodo obračala na banke po financiranje. Obstaja zato tveganje, da se na trgu razvije segment pomanjkljivo strukturiranih Esop transakcij, ki ne bodo imele dostopa do strokovne podpore bank in drugih financerjev ter s tem tudi ne do ustreznih smernic in dobrih praks. To bi lahko dolgoročno vplivalo na kakovost in ugled Esop modela v Sloveniji.

- Ločitev tehnične pomoči od finančnih instrumentov omogoča tudi ločitev administrativnih postopkov. SID Banka, ki bo administrirala sredstva v povezavi s finančnimi instrumenti poudarja, da so njene izkušnje z dodeljevanjem nepovratnih sredstev končnim prejemnikom omejene; zato je tu potreben dogovor z ministrstvom o operativnem modelu/izbiri drugega administratorja za nepovratna sredstva.

Priporočila

- **Priporoča se vzpostavitev programa tehnične pomoči, namenjen individualni podpori podjetjem pri pripravi in izvedbi Esop transakcij**, vključno z možnostjo sofinanciranja svetovalnih storitev. Kakovostna tehnična pomoč je ključna za profesionalno pripravo projektov, zmanjšanje pravnih in finančnih tveganj ter znižanje transakcijskih stroškov.

- **Ker se pričakuje, da bo del transakcij izveden brez vključitve zunanjih financerjev, je primernejše, če je tehnična pomoč organizacijsko in finančno ločena od bančnih instrumentov.** Na ta način se zagotovi, da se najboljše prakse in strokovna znanja prenašajo tudi na podjetja, ki prenos lastništva izvedejo z uporabo prodajalčevega kredita, ter da se vzpostavi enoten standard kakovosti Esop transakcij na nacionalni ravni.

12.3.3 Administrativni model izvajanja tehnične pomoči

- Ker se pričakuje, da bo del Esop transakcij izveden brez vključitve zunanjih financerjev (tj. zgolj s kupninskim kreditom izstopajočega lastnika), je smiselno, da je tehnična pomoč organizacijsko in finančno ločena od bančnih instrumentov. Takšna ureditev omogoča profesionalno vzpostavitev Esop zadrug tudi v primerih, ko zunanji finančni posredniki niso vključeni.
- Poleg tega bi bilo smiselno del tehnične pomoči nameniti standardizaciji dokumentacije in modelnih struktur, kar dodatno utemeljuje potrebo po ločitvi tehnične pomoči od finančnega instrumenta.
- Ločitev obeh komponent prinaša tudi operativne koristi, saj omogoča ločeno administriranje in poenostavitev postopkov. SID banka, ki je pripravljena upravljati finančne instrumente, je opozorila, da nima izkušenj z neposrednim dodeljevanjem nepovratnih sredstev končnim prejemnikom, zato bo treba z ministrstvom dogovoriti operativni model ali izbor drugega administratorja za tehnično pomoč.

Priporočila

- **Tehnično pomoč je smiselno organizacijsko in finančno ločiti od programa finančnih instrumentov**, saj to omogoča učinkovito izvajanje obeh komponent, podporo ESOP transakcijam tudi brez zunanjih financerjev ter razvoj standardiziranih orodij in dokumentacije.
- **Upravljanje tehnične pomoči naj se uredi ločeno od upravljanja finančnih instrumentov;** bodisi prek ministrstva bodisi drugega specializiranega administratorja.

12.4 Zahteve glede strukture transakcije

12.4.1 Pomen uravnoteženje interesov med ključnimi akterji

- Finančne institucije so večkrat poudarile pomisleke glede omejenega lastnega vložka zaposlenih v shemi, kar pomeni tudi omejeno prevzemanje tveganj in posledično nizko raven lastniškega kapitala v zadrugi. Kapitalska podpora v obliki nepovratnega vložka bi sicer kratkoročno okrepila bilanco zadruge, vendar ne bi odpravila temeljnega problema – da vložek ne izvira neposredno od zaposlenih, zato ne krepi njihove lastniške zavezanosti niti zaznanega tveganja, ki ga banke povezujejo z udeležbo zaposlenih.

- Interese lastnika je po drugi strani bistveno lažje uravnotežiti z interesi zaposlenih in financerjev prek kupninskega kredita prodajalca. Ta mehanizem omogoča, da izstopajoči lastnik ostane delno finančno vključen v podjetje tudi po prenosu lastništva, kar deluje kot podrejena tranša financiranja in signalizira zaupanje v dolgoročno uspešnost podjetja.

- Izkušnje iz tujine potrjujejo, da ima kupninski kredit prodajalca pogosto ključni stabilizacijski učinek v strukturi financiranja, saj zmanjšuje tveganje zunanjih posojilodajalcev in hkrati spodbuja bolj postopno in odgovorno lastniško tranzicijo.

Priporočila

- Čeprav bi javna investicijska nepovratna sredstva povečala kapitalsko osnovo zadruge, to ne bi v celoti naslovilo pomislekov bank glede omejene finančne izpostavljenosti zaposlenih kot lastnikov - ob upoštevanju razmerja med učinkom in intenzivnostjo pomoči je treba presoditi, če je takšen pristop optimalen.

- **Za uravnoteženje interesov ter zmanjšanje tveganj zunanjih financerjev je priporočljivo spodbujati lastnike, da del kupnine zagotovijo v obliki prodajnega kredita Esop zadrugi kot podrejeno tranšo**. Takšna struktura omogoča boljše usklajevanje interesov med prodajalcem in banko, saj imata oba skupen cilj – da podjetje po odkupu uspešno posluje in redno izpolnjuje svoje obveznosti.

12.4.2 Ostale strukturne in operativne zahteve v zvezi s posojili končnim prejemnikom

- V programih ESS+ so finančni instrumenti praviloma usmerjeni na končnega prejemnika – v tem primeru je to Esop zadruga. Vendar pa imajo vse finančne institucije izrazito preferenco, da je posojilojemalec operativno podjetje, ki ustvarja denarni tok za odplačevanje dolga. Takšna ureditev je skladnejša z notranjimi bonitetnimi pravili in regulatornimi zahtevami bank. Če je prejemnik posojila Esop vozilo, se s tem praviloma poveča zaznano tveganje za banke in zmanjša njihova pripravljenost za financiranje tovrstnih transakcij. Posledično bi bile takšne strukture izvedljive le v primerih visoko intenzivnih finančnih instrumentov, kjer bi del tveganja prevzel javni sektor.

- Standardne zaveze, ki jih banke uporabljajo pri klasičnih kreditih, se pogosto ne izkažejo kot primerne v Esop strukturah. Ena izmed tovrstnih zavez je prepoved izplačila dobička (operativne družbe) v času financiranja. Pri tovrstnih transakcijah so dividende iz operativne družbe glavni vir za odplačevanje posojil, zato je politika razdelitve dobička neposredno povezana z vzdržnostjo financiranja. Prestrogo določene zaveze glede omejitve razdelitve dobička ali kapitalskih kazalnikov lahko dejansko onemogočijo redno poplačevanje dolga Esop-a. Banke bodo zato potrebovale poseben okvir za oblikovanje zavez, ki upošteva posebnosti lastniške tranzicije in dejstvo, da se del dobička v začetnih letih namensko uporablja za poplačilo odkupa.

- Večina Esop transakcij zahteva daljše ročnosti in postopno amortizacijo, saj se prenos lastništva izvaja v več fazah, medtem ko se denarni tokovi podjetja stabilizirajo šele po prenosu. Zato morajo biti finančni instrumenti dovolj potrpežljivi, da omogočajo dolgoročno odplačevanje. Hkrati pa se lahko pojavi potreba po krajših ročnostih, kadar se prenos lastništva izvaja postopno ali v delnih fazah – preozko postavljene ročnosti tako lahko zmanjšajo primernost financiranja.

Priporočila

- Za učinkovito delovanje finančnega instrumenta je bistveno, **da je program zasnovan prilagodljivo in omogoča obravnavo posameznih primerov od primera do primera.** Trg delavskih odkupov vključuje zelo raznolika podjetja, zato mora biti instrument dovolj širok, da omogoča uporabo različnih pravnih in finančnih struktur, brez nepotrebnih omejitev.

- Banke bodo morale **razviti razumevanje razlik med klasičnimi in Esop posojili ter temu ustrezno prilagoditi zaveze, bonitetne zahteve in zavarovanja.** Uvedba izobraževanj za ključne kadre v bankah bi tako lahko bila ključna (kot omenjeno v poglavju 10.3.1).

13 Zaključek

Študija nakazuje, da v slovenskem prostoru obstaja tržna vrzel na področju financiranja odkupov s strani zaposlenih, ocenjena v razponu od približno 300 milijonov evrov do ene milijarde evrov. Ta vrzel izhaja predvsem iz dejstva, da obstoječi finančni sistem in produkti niso prilagojeni posebnostim tovrstnih transakcij – te namreč zahtevajo daljše ročnosti, ugodnejše obrestne mere ter bolj prilagodljivo obravnavo kreditnega tveganja. Na trgu ni institucije ali instrumenta, ki bi se sistematično ukvarjal z zagotavljanjem oziroma bil namenjen zagotavljanju finančnih sredstev za namene odkupa podjetij s strani zaposlenih.

ZLZD predstavlja prvi korak k institucionalizaciji modela Esop v Sloveniji in v dobri meri odpravlja finančne ovire, ki zaposlenim pogosto onemogočajo kolektivni vstop v lastništvo. Kljub temu zakon sam po sebi še ne zagotavlja mehanizma, ki bi omogočil takojšnje izplačilo odhajajočega lastnika v enkratnem znesku oziroma hibridni pristop, pri katerem bi se odkup delno financiral s kupninskim kreditom, delno pa z zunanjimi sredstvi – kar bi bistveno povečalo privlačnost možnosti odkupa prek Esop sheme.

Za učinkovito implementacijo ZLZD bo zato ključna vzpostavitev namenskega finančnega instrumenta, ki bo imel vlogo katalizatorja trga za financiranje odkupov s strani zaposlenih. Priporoča se kombinacija jamstvene sheme s portfeljskim kritjem prve izgube in subvencije obrestne mere, kar bi zagotovilo učinkovito delitev tveganj, spodbudilo vključevanje bank ter omogočilo nižjo obrestno mero za končne upravičence. Predlog SID banke izpolnjuje ključne pogoje za izvedbo pilotnega programa in je zaradi svoje izvedljivosti ter skladnosti z obstoječim institucionalnim okvirjem ocenjen kot primeren model za prvo fazo izvajanja.

Za zagotavljanje uspešnosti lastniških prestrukturiranj, podprtih z ZLZD, bo prav tako bistveno zagotoviti dostop do programov, ki bodo nove lastnike opremili z znanjem in veščinami, potrebnimi za sprejemanje strateških odločitev in odgovorno upravljanje podjetja. Ali bo model široko implementiran pa bo odvisno tudi od nivoja zavedanja ključnih deležnikov in širše javnosti o prednostih (so)lastništva zaposlenih. Ob upoštevanju navedenega se predlaga, da se del kohezijskih sredstev nameni za razvoj specializirane tehnične podpore, ki bo podjetjem nudila pomoč pri pripravi, strukturiranju in izvedbi Esop odkupov, ter za izvedbo informativnih in ozaveščevalnih aktivnosti, namenjenih izboljšanju razumevanja in večjemu sprejemanju tega modela.

Tuja praksa, zlasti iz ZDA in Združenega kraljestva, potrjuje, da kombinacija finančnih instrumentov, davčnih spodbud, izobraževalne in tehnične podpore ter ozaveščevalnih ukrepov pomembno prispeva k uspehu in privlačnosti Esop transakcij ter posledično k širši uveljavitvi tega modela. Po drugi strani ima (so)lastništvo zaposlenih številne pozitivne učinke, ki presegajo zagotavljanje poslovne kontinuitete ob prehodu lastništva

– vpliva namreč na večjo motiviranost zaposlenih, večjo stabilnost podjetij, krepitev socialne kohezije ter dolgoročno odpornost gospodarstva.

Za uveljavitev modela Esop v Sloveniji bo pomembno tesno sodelovanje med ključnimi deležniki – državo, finančnim sektorjem, delodajalskimi združenji in predstavniki zaposlenih. Le z usklajenim pristopom, ki bo obsegal finančne, pravne, ozaveščevalne in izobraževalne ukrepe, bo mogoče zagotoviti, da (so)lastništvo zaposlenih postane uveljavljeno nasledstveno orodje ter pomembno gonilo konkurenčnejšega, bolj vključujočega in odpornega slovenskega gospodarstva.

14 Viri

Bank at First. (2022). *The straightforward guide to ESOP financing*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.bankatfirst.com/business/resources/commercial/straightforward-guide-esop-financing.html

Bank of America Private Bank. (n.d.). *ESOP benefits*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.privatebank.bankofamerica.com/articles/esop-benefits.html

Bunnell, R., Levine, D., Slee, M., & Zaklad, J. R. (2023, May 30). *Small Business Administration guidance streamlines process for loans to ESOPs*. Groom Law Group. https://www.groom.com/resources/small-business-administration-guidance-streamlines-process-for-loans-to-esops/

Capital for Colleagues. (n.d.). *Investment policy*. https://www.capitalforcolleagues.com/about-us/investment-policy/

Chatzouz, M., Gereben, Á., Lang, F., & Torfs, W. (2017). *Credit guarantee schemes for SME lending in Western Europe* (EIF Working Paper 2017/42). European Investment Fund. https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_42.pdf

Co-operatives UK. (n.d.). *uk.coop* [Spletna stran]. https://www.uk.coop/

Cwmpas. (n.d.). *Cwmpas* [Spletna stran]. https://cwmpas.coop/

Delo. (2025, 16. oktober). *Razvojna razlika med zahodno in vzhodno Slovenijo v 2021 večja*. Delo. Pridobljeno 21. 10. 2025 s https://www.delo.si/novice/slovenija/razvojna-razlika-med-zahodno-in-vzhodno-slovenijo-v-2021-vecja

Direktorat za evropske sklade. (2025, 22. marec). *Politika kohezije*. Fondos Europeos. Pridobljeno 21. oktobra 2025 s https://fondoseuropeos.gob.es/en-gb/Paginas/Cohesi%C3%B3n.aspx

Državni zbor Republike Slovenije. (n.d.). *Izbrana zakonodaja* [Spletna stran]. https://www.dz-rs.si/wps/portal/Home/zakonodaja/izbran/!ut/p/z1/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfljo8zivSy9Hb283Q0N3E3dLQwCQ7z9g7w8nAwsnMz1w9EUGAWZGgS6GDn5BhsYGwQHG-pHEaPfAAdwNCBOPx4FUfiNL8gNDQ11VFQEAAXcoa4!/dz/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/?uid=5D1AB9E8096D81A2C1258CD1003B1DBE&db=pre_zak&mandat=IX&tip=doc&utm_

Employee Ownership Association. (n.d.). *EmployeeOwnership.co.uk* [Spletna stran]. https://employeeownership.co.uk/

European Commission, Directorate-General for Regional and Urban Policy. (2023). *Summary data on financial instruments 2014–2020: Summary of the data on the progress made in financing and implementing the financial instruments for the programming period 2014–2020 (situation as at 31 December 2022)* [Report]. Publications Office of the European Union. https://ec.europa.eu/regional_policy/sources/funding/financial-instruments/summary_data_fi_1420_2022.pdf

European Investment Bank & European Commission, Directorate-General for Regional and Urban Policy (fi-compass). (2024). *ERDF guarantee financial instruments: Factsheet* (fi-compass). https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/ERDF_Guarantees_factsheet_RTW.pdf

European Investment Bank (fi-compass) & European Commission, Directorate-General for Regional and Urban Policy. (2015). *First Loss Portfolio Guarantee — Case study* (fi-compass). https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/case-study-first-loss-portfolio-guarantee_0.pdf

European Investment Bank (fi-compass). (2021, maj). *Combination of financial instruments and grants under shared management funds in the 2021-2027 programming period* [Factsheet]. https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/Combination%20of%20financial%20instruments%20and%20grants_1.pdf

Evropska komisija. (2012). *Facilitating the transfer of business: A guide to good practice* [Vodnik o dobrih praksah]. Bruselj: Evropska komisija. Pridobljeno s https://hyrrat.metropolia.fi/wp-content/uploads/2014/12/ec_guide_transfer_of_business_2012.pdf

fi-compass / European Investment Bank & European Commission. (2024, oktober). *ERDF guarantee financial instruments – Factsheet* [PDF-dokument]. https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/ERDF_Guarantees_factsheet_RTW.pdf

fi-compass. (2025). *ESF+ Study on Workers' Buyout — SLOVENIA — Country Report* [PDF]. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/ESF%2BCountry_Report_Slovenia_RTW.pdf

ICAEW Insights. (2025, 18. februarja). *Need to know: employee ownership trusts*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.icaew.com/insights/tax-news/2025/feb-2025/need-to-know-employee-ownership-trusts

J.P. Morgan. (n.d.). *Employee Stock Ownership Plan*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.jpmorgan.com/credit-and-financing/employee-stock-ownership-plan

KKR. (2025). *Investing in an ownership culture* (Ownership Cultures). Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.kkr.com/approach/ownership-cultures

Kruse, D., Blasi, J., Weltmann, D., Kang, S., Kim, J. O., & Castellano, W. (2021). Do Employee Share Owners Face Too Much Financial Risk? ILR Review, 75(3), 716-740. https://doi.org/10.1177/00197939211007394 (Original work published 2022)

Lazear Capital Partners. (2025). *Employee stock ownership plan (ESOP) advisory*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.lazearcapital.com/esops/

Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti. (2024, 8. november). *Navodila posredniškega telesa MDDSZ za izvajanje operacij in upravičenih stroškov v okviru Programa evropske kohezijske politike 2021–2027 (verzija 1.2)*. Pridobljeno 21. oktobra 2025 s https://www.gov.si/assets/ministrstva/MDDSZ/Urad-za-izvajanje-EKP/PEKP-2021-2027/Navodilo_PT_ver-1-2_cp.pdf

Ministrstvo za solidarno prihodnost. (2025). *Spodbujanje lastništva zaposlenih*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.gov.si/zbirke/projekti-in-programi/lastniska-zadruga-delavcev/

Mulholland, P. (2025, May 8). *Bill introduced to support ESOP financing*. Plan Sponsor Council of America (PSCA). https://www.psca.org/news/psca-news/2025/5/bill-introduced-to-support-esop-financing/

Nuttall, J. (2012). *Sharing success: The Nuttall review of employee ownership* (Department for Business, Innovation and Skills). Gov.uk. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31706/12-933-sharing-success-nuttall-review-employee-ownership.pdf

Oregon Small Business Development Center Network. (n.d.). *Small business transition planning tips & strategies*. https://oregonsbdc.org/understanding-small-business-succession-planning/

Pečar, J. (2020). *Cilji regionalne politike Slovenije v obdobju 2021–2027* (Delovni zvezek 3/2020). Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Pridobljeno 21. oktobra 2025 s https://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/dz/2020/DZ3_2020.pdf

Phoenix Strategy Group. (2024, December 20). *Comprehensive guide to valuation multiples for small businesses: SDE, EBITDA, and revenue metrics explained*. https://www.phoenixstrategy.group/blog/comprehensive-guide-to-valuation-multiples-for-small-businesses-sde-ebitda-and-revenue-metrics-explained

Rosen, C. (2024, 25. septembra). *Six percent of UK business transfers are now to employee ownership trusts*. Employee Ownership Blog — National Center for Employee Ownership. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.nceo.org/employee-ownership-blog/six-percent-uk-business-transfers-are-now-employee-ownership-trusts

Rosen, C., Nuttall, G., Shell, J., Mirabel, T., & Gonza, T. (2025). *Expanding employee ownership models in the US, UK, Canada, France, and Slovenia* [PDF]. National Center for Employee Ownership. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.nceo.org/hubfs/Expanding-Employee-Ownership-Models-Five-Countries-NCEO-2025.pdf

Rutgers University, School of Management and Labor Relations. (2018, March 21). *Main Street Employee Ownership Act* [Fact sheet]. https://smlr.rutgers.edu/sites/smlr/files/Documents/Faculty-Staff-Docs/3-21-18_main_street_employee_ownership_act_summary_5_copy.pdf

Scottish Enterprise. (n.d.). *How we can help — Business strategy: Business models*. https://www.scottish-enterprise.com/how-we-can-help/business-strategy/business-models

Thincats. (n.d.). *EOT funding* (funding guide). https://www.thincats.com/business-funding/funding-guides/eot-funding

TLT LLP. (2025). *Tax in the financial services sector 2025*. https://www.tlt.com/insights-and-events/insight/tax-in-the-financial-services-sector-2025/

U.S. Department of the Treasury. (2023, April 27). *State Small Business Credit Initiative: ESOP factsheet* (SSBCI ESOP factsheet). https://home.treasury.gov/system/files/136/SSBCI-ESOP-Fact-Sheet.pdf

U.S. Small Business Administration. (2024, December 5). *Terms, conditions, and eligibility* (7(a) loan program). https://www.sba.gov/partners/lenders/7a-loan-program/terms-conditions-eligibility

Westfield Bank. (2025, 15. maja). *Posojila ESOP (Employee Stock Ownership Plan)*. Pridobljeno 6. 10. 2025 s https://www.westfield-bank.com/business-banking/esop

Whitcomb, V. J., & Shipper, F. (2024). Operationalizing critical success factors of employee ownership using principles of learning management. *International Review of Applied Economics*. https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/02692171.2024.2410218

World Bank. (2016). *Investment Plan for Europe: The Juncker Plan* [Report]. World Bank. https://documents1.worldbank.org/curated/en/536331590472160307/pdf/Investment-Plan-for-Europe-The-Juncker-Plan.pdf

Kruse, D. L., Blasi, J. R., & Park, R. (2008). Shared capitalism in the U.S. economy? Prevalence, characteristics, and employee views of financial participation in enterprises (Working Paper No. 14225).

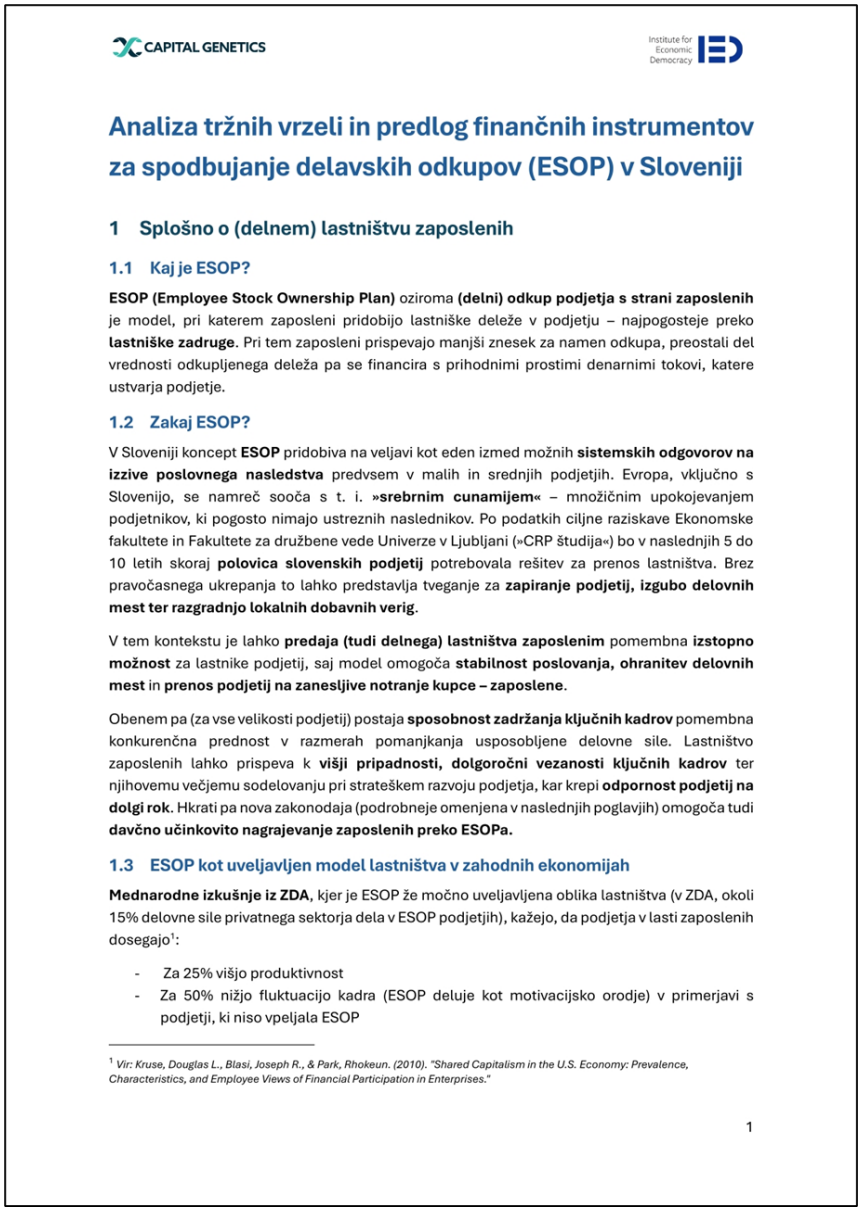
Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Pridobljeno 28. oktobra 2025, s https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14225/w14225.pdf

The ESOP Association. (2019, May 4). ESOPs address wealth inequality, new study finds. Pridobljeno 28. 10. 2025, s https://www.esopassociation.org/articles/esops-address-wealth-inequality-new-study-finds

15 Priloge

15.1 Vprašalniki za intervjuje s finančnimi institucijami

15.1.1 Gradivo in vprašalnik za banke



CAPITAL GENETICS

Institute for Economic Democracy

Analiza tržnih vrzeli in predlog finančnih instrumentov za spodbujanje delavskih odkupov (ESOP) v Sloveniji

1 Splošno o (delnem) lastništvu zaposlenih

1.1 Kaj je ESOP?

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) oziroma **(delni) odkup podjetja s strani zaposlenih** je model, pri katerem zaposleni pridobijo lastniške deleže v podjetju – najpogosteje preko **lastniške zadruge**. Pri tem zaposleni prispevajo manjši znesek za namen odkupa, preostali del vrednosti odkupljenega deleža pa se financira s prihodnimi prostimi denarnimi tokovi, katere ustvarja podjetje.

1.2 Zakaj ESOP?

V Sloveniji koncept **ESOP** pridobiva na veljavi kot eden izmed možnih **sistemskih odgovorov na izzive poslovnega nasledstva** predvsem v malih in srednjih podjetjih. Evropa, vključno s Slovenijo, se namreč sooča s t. i. **»srebrnim cunamijem«** – množičnim upokojevanjem podjetnikov, ki pogosto nimajo ustreznih naslednikov. Po podatkih ciljne raziskave Ekonomske fakultete in Fakultete za družbene vede Univerze v Ljubljani (»CRP študija«) bo v naslednjih 5 do 10 letih skoraj **polovica slovenskih podjetij** potrebovala rešitev za prenos lastništva. Brez pravočasnega ukrepanja to lahko predstavlja tveganje za **zapiranje podjetij, izgubo delovnih mest ter razgradnjo lokalnih dobavnih verig**.

V tem kontekstu je lahko **predaja (tudi delnega) lastništva zaposlenim** pomembna **izstopno možnost** za lastnike podjetij, saj model omogoča **stabilnost poslovanja, ohranitev delovnih mest** in **prenos podjetij na zanesljive notranje kupce – zaposlene**.

Obenem pa (za vse velikosti podjetij) postaja **sposobnost zadržanja ključnih kadrov** pomembna konkurenčna prednost v razmerah pomanjkanja usposobljene delovne sile. Lastništvo zaposlenih lahko prispeva k **višji pripadnosti, dolgoročni vezanosti ključnih kadrov** ter njihovemu večjemu sodelovanju pri strateškem razvoju podjetja, kar krepi **odpornost podjetij na dolgi rok**. Hkrati pa nova zakonodaja (podrobneje omenjena v naslednjih poglavjih) omogoča tudi **davčno učinkovito nagrajevanje zaposlenih preko ESOPa.**

1.3 ESOP kot uveljavljen model lastništva v zahodnih ekonomijah

Mednarodne izkušnje iz ZDA, kjer je ESOP že močno uveljavljena oblika lastništva (v ZDA, okoli 15% delovne sile privatnega sektorja dela v ESOP podjetjih), kažejo, da podjetja v lasti zaposlenih dosegajo[1]:

- Za 25% višjo produktivnost
- Za 50% nižjo fluktuacijo kadra (ESOP deluje kot motivacijsko orodje) v primerjavi s podjetji, ki niso vpeljala ESOP

[1] *Vir: Kruse, Douglas L., Blasi, Joseph R., & Park, Rhokeun. (2010). "Shared Capitalism in the U.S. Economy: Prevalence, Characteristics, and Employee Views of Financial Participation in Enterprises."*

1

- 3x nižjo verjetnost neplačila posojil

V zadnjih letih se je model ESOP močno uveljavil tudi v Veliki Britaniji, kjer ga podpirajo prilagojeni davčni in pravni okvirji. V kontinentalni Evropi pa se vzpostavljajo različne lokalne oblike lastništva zaposlenih, zlasti v Franciji, Španiji in Italiji, kjer so ti modeli že pomemben del gospodarstva.

1.4 Individualen pristop kot osnova delavskega lastništva

Glavna značilnost lastništva preko ESOPa je, da zaposleni postanejo lastniki podjetja preko **zadruge**, ki združuje njihove lastniške deleže.

Za vsakega zaposlenega se vodi **individualni kapitalski račun**, na katerega se beleži vrednost njegovega deleža v podjetju. Vrednost, ki se nalaga na kapitalski račun, se lahko razporeja po različnih ključih, na primer glede na **čas zaposlitve**, glede na **stopnjo odgovornosti ali funkcijo zaposlenega**, ali **glede na merila uspešnosti** in prispevek k rasti podjetja.

Ko zaposleni zapusti podjetje – bodisi zaradi **upokojitve, prenehanja delovnega razmerja ali prenosa deleža** – mu podjetje izplača sredstva, evidentirana na njegovem kapitalskem računu. Zaposleni poleg vrednosti podjetja uveljavljajo tudi pravico do sorazmernega dela dobička (po poplačilu zapadlih obveznosti (npr. financiranje) zadruge).

1.5 Nova zakonska podlaga in davčne spodbude

Dodatno **zakonodajna podlaga**, potrebna za implementacijo slovenskega modela ESOP, je bila **potrjena s strani vlade Republike Slovenije 23. julija 2025**. Novi zakon o lastniški zadrugi delavcev uvaja pravno priznano strukturo, ki omogoča postopno lastninjenje podjetja s strani zaposlenih.

Zakon predvideva tudi **številne davčne spodbude:**

1. **Nižja davčna stopnja za prodajalce deleža:**
   Prodajalcem, ki lastniški delež prodajo ESOP-zadrugi v okviru sistema delavskega lastništva, je predvidena **znižana davčna stopnja (20 %)** na prodajno vrednost.

2. **Davčne olajšave za podjetja:**
   Podjetja lahko **vrednost deležev**, ki se razdelijo zaposlenim preko zadruge, odpišejo iz osnove davka od dohodka pravnih oseb kot strošek dela – strošek financiranja ESOP je tako **davčno priznan (tako imenovan ESOP prispevek).** Najvišji znesek prispevka podjetja ESOP-zadrugi je omejen na zmnožek ESOP-ovega deleža v podjetju in EBITDA preteklega leta.

3. **Spodbude za zaposlene:**
   - Sredstva, ki jih lastniška zadruga prejme iz dobička operativnega podjetja (poleg morebitnih ESOP prispevkov), se lahko razdeli med zaposlene. Takšna izplačila se obdavčijo kot dividende.
   - Ob izstopu zaposlenega iz podjetja mu pripada izplačilo valoriziranega deleža, katerega vrednost je vezana na vrednost operativnega podjetja. Za ta izplačila velja enaka davčna stopnja kot pri odsvojitvi kapitalskih naložb.

2

1.6 Financiranje odkupov

Preko zadruge je mogoče odkupiti bodisi manjšinski delež (npr. nekaj odstotkov lastništva) bodisi večinski delež podjetja, če finančne zmožnosti podjetja to dopuščajo. Odkup podjetja se praviloma financira z naslednjimi viri:

- **vložki zaposlenih**, ki običajno predstavljajo manjši del potrebnih sredstev (v Sloveniji so ti zakonsko omejeni na največ 300 € na zaposlenega), ter
- **presežni denarni tokovi podjetja**, torej dodana vrednost, ki jo ustvarijo podjetje in njegovi zaposleni.

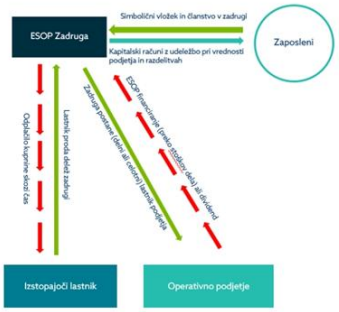
V tujini pri tovrstnih odkupi pogosto sodelujejo tudi finančne institucije, kot so banke, skladi privatnega kapitala in dolžniški skladi, ki zagotavljajo posojila bodisi zadrugam bodisi neposredno operativnim podjetjem za izvedbo odkupa.

Uveljavljo pa se sledeči načini financiranja, ki pa pogosto nastopata v kombinaciji:

1) **Kupninski kredit prodajalca oziroma lastnika**

Lastnik podjetja proda delež, kupnino pa prejema postopno v obliki obročnega odplačevanja, pri čemer je vloga financiranja v celoti na podjetju, brez zunanjih virov. Tak način je pogost, kadar je lastnik pripravljen čakati na izplačilo, ko podjetje nima dostopa do zunanjega kapitala, a ima stabilen denarni tok, ter je praviloma bolj ustrezen za manjša podjetja z nizko zadolženostjo. Lahko nastopa tudi v kombinaciji z bančnim kreditom.

Financiranje ESOP deleža s kupninskim kreditom prodajalca



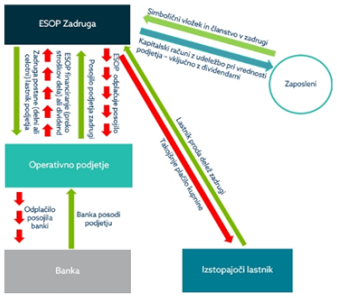
3

2) Financiranje z bančnim posojilom ali posojilom sklada zasebnega dolga

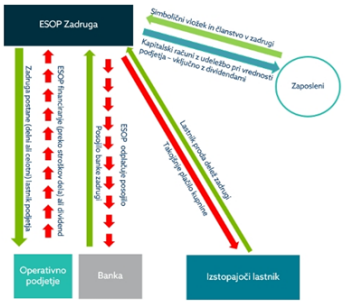
Operativno podjetje najame kredit, s katerim takoj odkupi delež od lastnika, kredit pa se nato postopno odplačuje iz prostega denarnega toka podjetja. Tak način je primeren, kadar lastnik želi izplačilo takoj, ko ima podjetje stabilne denarne tokove in je kreditno sposobno, ter se pogosteje uporablja pri večjih podjetjih. Lahko nastopi tudi v kombinaciji z drugimi načini financiranja.

Alternativno, lahko banka ali sklad podata kredit tudi direktno ESOP zadrugi – ob tem se kredit poplača z ESOP prispevki, in dobičkom operativnega podjetja, katerega je zadruga deležna kot (delni) lastnik.

Financiranje ESOP odkupa preko Operativnega podjetja



Financiranje ESOP odkupa direktno preko ESOP zadruge



4

1.7 Zagon in naslednji koraki

Zaradi potrditve zakona in preteklih aktivnosti se že oblikuje konkretna **lista projektov**, ki bodo pripravljeni za implementacijo v naslednjih mesecih. Po pričakovanjih bo interes narasel po uveljavitvi zakonodaje.

Ministrstvo za kohezijo in regionalni razvoj (MKRR) ob tem **pripravlja finančno podporo za izvajanje modela**, zlasti v obliki **finančnih instrumentov** iz sredstev ESS+. Ekipa Kapitalske Genetike v sodelovanju z Inštitutom za Ekonomsko Demokracijo je zadolžena za pripravo študije, ki vključuje **analizo finančne vrzeli**, **oceno potreb trga** in **predlog strukture instrumentov**.

Vaše sodelovanje v tem intervjuju je ključno – želimo razumeti:

- kakšne ovire pri financiranju takšnih transakcij zaznavate finančne institucije;
- katere produkte bi bile pripravljene ponuditi, če bi bila tveganja delno krita z državnimi jamstvi ali drugimi mehanizmi delitve tveganja;
- in pod kakšnimi pogoji bi bili ti produkti tržno sprejemljivi z vaše strani in učinkoviti za končne prejemnike.

5

2 Oblika in vsebina intervjuja – Finančne institucije

V okviru študije tržne vrzeli in priprave finančnega instrumenta za podporo delavskim odkupom (ESOP), katero financira Ministrstvo za Kohezijo in Regionalni Razvoj vas vabimo k sodelovanju v **strukturiranem strokovnem intervjuju**. Intervju bo zajemal **5 vsebinskih sklopov**, ki naslavljajo:

1. obstoječe kreditne aktivnosti,
2. zaznana tveganja pri (delnih) odkupih s strani zaposlenih,
3. pripravljenost za razvoj tovrstnega financiranja oziroma finančnega produkta,
4. primerno strukturo finančnih inštrumentov za (delno) financiranje odkupa s strani zaposlenih,
5. Analiza študije primera delavskega odkupa.

Predlagamo, da se vprašanja iz prvega sklopa, ki vključujejo statistične podatke, odgovorijo **pisno preko elektronske pošte. Če želite, lahko mi prevzamemo koordinacijo z relevantnimi oddelki pri vas.**

Za izvedbo intervjuja priporočamo udeležbo vsaj dveh sogovornikov – predstavnika **komerciale** in **funkcije upravljanja s tveganji**. V določenih primerih je lahko vključen tudi kdo iz **produktnega razvoja ali področja javnega financiranja** (če imate tovrstne funkcije).

Trajanje:

Glede na vsebino in globino pogovora ocenjujemo, da bo intervju trajal **približno 60–90 minut**.

6

2.1 Struktura intervjuja:

2.1.1 Sklop 1 – Kreditiranje podjetij – trenutni obseg in značilnosti

Predvideni sogovornik: —

Na ta sklop predlagamo pisni odgovor, saj so morda potrebni statistični podatki.

1. Kakšen je vaš letni obseg posojanja MSP-jem v Sloveniji?
2. Kakšen delež posojil (glede na obseg in število MSP) je namenjen prejemnikom v Vzhodni in Zahodni kohezijski regiji?
3. Kakšen delež (v %) vašega trenutnega portfelja predstavljajo podjetja, ki so vključena v lastniške prenose ali nasledstvo podjetja?
4. Ste že financirali kakšen delavski odkup ali podoben prenos podjetja (tu nas zanimajo tudi primeri financiranja manjšega dela podjetja, ne nujno večine oziroma celote) s strani zaposlenih? Če da, prosimo opišite vrsto transakcij, velikost in sektorje.
5. Kakšna je vaša povprečna/minimalna/maksimalna velikost posojil v MSP segmentu in segmentu večjih podjetij? Bi za namene lastniškega prenosa bil ta znesek drugačen?
6. Kakšna je tipična zapadlost posojil za podjetja, vključena v lastniške prenose, ali nasledstvo?
7. Katere so glavne vrste posojilnih produktov, ki jih ponujate na trgu (npr. kratkoročna investicijska posojila, dolgoročna investicijska posojila, obratna sredstva, podrejeni dolg)?

Sklop 2 – Zaznana tveganja pri (delnih) odkupih s strani zaposlenih

Predvideni sogovornik: ***Predstavnik funkcije upravljanja s tveganji***

8. Kaj vidite kot glavna tveganja oziroma ovire za financiranje (delnih) odkupov podjetja s strani zaposlenih?
9. Katere so najpogostejše oblike zavarovanja, ki jih zahtevate pri financiranju prenosa lastništva ali prevzemov MSP?

7

Sklop 3 – Pripravljenost za razvoj tovrstnega financiranja oziroma finančnega produkta

Predvideni sogovornik: ***Predstavnik komercialne dejavnosti*** *(in/ali druge ustrezne funkcije v banki – npr. če ima vaša banka posebne produktne oddelke za MSP, specializirane produkte ali inovacije v financiranju)*

10. Ali pričakujete povečano povpraševanje po financiranju (delnega) odkupa s strani zaposlenih v naslednjih 5 letih? Zakaj?
11. Ali imate specializirane ekipe/strokovnjake, ki obravnavajo podjetja v procesu lastniških prenosov ali nasledstva?
12. Ali imate notranje politike in postopke, prilagojene podpori (delnega) odkupa s strani zaposlenih?
13. Bi bila vaša institucija pripravljena razviti namenske produkte za ta segment? Zakaj da/ne?
14. Imate izkušnje z upravljanjem nepovratnih sredstev (EU ali nacionalnih)? Če ne, ali bi vas to zanimalo?

Sklop 4 – Primerna struktura finančnih inštrumentov

Predvideni sogovornik: ***Predstavnik komercialne dejavnosti*** *(in/ali druge ustrezne funkcije v banki – npr. če ima vaša banka posebne produktne oddelke za MSP, specializirane produkte ali inovacije v financiranju) in* ***predstavnik funkcije upravljanja tveganj***

15. Vas zanima sodelovanje pri finančnih instrumentih z delitvijo tveganj (podrejeno posojilo ali garancija) za podporo (delnega) odkupa s strani zaposlenih v okviru ESS+? Če ne, kaj bi bilo treba spremeniti, da bi vas to pritegnilo?
16. Kakšna bi bila vaša preferenca glede strukture tovrstnega finančnega instrumenta (npr. omejena/neomejena garancija, portfeljsko deljenje tveganj, podrejeno posojilo)?
17. Kakšno kritje tveganja bi bilo za vas sprejemljivo?
18. Kakšen okvirni obseg sredstev bi lahko angažirali prek takšnega instrumenta v naslednjih 2–3 letih?
19. Kakšni naj bodo glavni elementi novih posojil, podprtih s finančnimi instrumenti za (delni) odkup s strani zaposlenih (npr. dospelost, namen, profil odplačevanja, obrestna mera)?
20. Ali vidite potrebo po nepovratni komponenti (npr. subvencija obrestne mere, povračilo kapitala, tehnična pomoč)? Če da, v kakšni obliki in zakaj?
21. Ali imate dodatne predloge v zvezi z oblikovanjem finančnih instrumentov, namenjenih (delnemu) odkupu podjetja s strani zaposlenih?

Sklop 5 – Analiza študije primera odkupa s strani zaposlenih

Predvideni sogovornik: ***Predstavnik komercialne dejavnosti*** *(in/ali druge ustrezne funkcije v banki – npr. če ima vaša banka posebne produktne oddelke za MSP, specializirane produkte ali inovacije v financiranju) in* ***predstavnik funkcije upravljanja tveganj***

Priložen je dodatni dokument z opisom študije primera in vprašanji

8

15.1.2 Gradivo in vprašalnik za sklade

CAPITAL GENETICS

Institute for Economic Democracy

Analiza tržnih vrzeli in predlog finančnih instrumentov za spodbujanje delavskih odkupov (ESOP) v Sloveniji

Vprašalnik za sklade dolžniškega kapitala

1 Splošno o (delnem) lastništvu zaposlenih

1.1 Kaj je ESOP?

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) oziroma **(delni) odkup podjetja s strani zaposlenih** je model, pri katerem zaposleni pridobijo lastniške deleže v podjetju – najpogosteje preko **lastniške zadruge**. Pri tem zaposleni prispevajo manjši znesek za namen odkupa, preostali del vrednosti odkupljenega deleža pa se financira s prihodnimi prostimi denarnimi tokovi, katera ustvarja podjetje.

1.2 Zakaj ESOP?

V Sloveniji koncept **ESOP** pridobiva na veljavi kot eden izmed možnih **sistemskih odgovorov na izzive poslovnega nasledstva** predvsem v malih in srednjih podjetjih. Evropa, vključno s Slovenijo, se namreč sooča s t. i. **»srebrnim cunamijem«** – množičnim upokojevanjem podjetnikov, ki pogosto nimajo ustreznih naslednikov. Po podatkih ciljne raziskave Ekonomske fakultete in Fakultete za družbene vede Univerze v Ljubljani (»CRP študija«) bo v naslednjih 5 do 10 letih skoraj **polovica slovenskih podjetij** potrebovala rešitev za prenos lastništva. Brez pravočasnega ukrepanja to lahko predstavlja tveganje za **zapiranje podjetij, izgubo delovnih mest ter razgradnjo lokalnih dobavnih verig**.

V tem kontekstu je lahko **predaja (tudi delnega) lastništva zaposlenim** pomembna **izstopno možnost** za lastnike podjetij, saj model omogoča **stabilnost poslovanja, ohranitev delovnih mest** in **prenos podjetij na zanesljive notranje kupce – zaposlene**.

Obenem pa (za vse velikosti podjetij) postaja **sposobnost zadržanja ključnih kadrov** pomembna konkurenčna prednost v razmerah pomanjkanja usposobljene delovne sile. Lastništvo zaposlenih lahko prispeva k **višji pripadnosti, dolgoročni vezanosti ključnih kadrov** ter njihovemu večjemu sodelovanju pri strateškem razvoju podjetja, kar krepi **odpornost podjetij na dolgi rok**. Hkrati pa nova zakonodaja (podrobneje omenjena v naslednjih poglavjih) omogoča tudi **davčno učinkovito nagrajevanje zaposlenih preko ESOPa.**

1.3 ESOP kot uveljavljen model lastništva v zahodnih ekonomijah

Mednarodne izkušnje iz ZDA, kjer je ESOP že močno uveljavljena oblika lastništva (v ZDA, okoli 15% delovne sile privatnega sektorja dela v ESOP podjetjih), kažejo, da podjetja v lasti zaposlenih dosegajo[1]:

- Za 25% višjo produktivnost

[1] *Vir: Kruse, Douglas L., Blasi, Joseph R., & Park, Rhokeun. (2010). "Shared Capitalism in the U.S. Economy: Prevalence, Characteristics, and Employee Views of Financial Participation in Enterprises."*

- Za 50% nižjo fluktuacijo kadra (ESOP deluje kot motivacijsko orodje) v primerjavi s podjetji, ki niso vpeljala ESOP
- 3x nižjo verjetnost neplačila posojil

V zadnjih letih se je model ESOP močno uveljavil tudi v Veliki Britaniji, kjer ga podpirajo prilagojeni davčni in pravni okvirji. V kontinentalni Evropi pa se vzpostavljajo različne lokalne oblike lastništva zaposlenih, zlasti v Franciji, Španiji in Italiji, kjer so ti modeli že pomemben del gospodarstva.

1.4 Individualen pristop kot osnova delavskega lastništva

Glavna značilnost lastništva preko ESOPa je, da zaposleni postanejo lastniki podjetja preko **zadruge**, ki združuje njihove lastniške deleže.

Za vsakega zaposlenega se vodi **individualni kapitalski račun**, na katerega se beleži vrednost njegovega deleža v podjetju. Vrednost, ki se nalaga na kapitalski račun, se lahko razporeja po različnih ključih, na primer glede na **čas zaposlitve**, glede na **stopnjo odgovornosti ali funkcijo zaposlenega**, ali **glede na merila uspešnosti** in prispevek k rasti podjetja.

Ko zaposleni zapusti podjetje – bodisi zaradi **upokojitve, prenehanja delovnega razmerja ali prenosa deleža** – mu podjetje izplača sredstva, evidentirana na njegovem kapitalskem računu. Zaposleni poleg vrednosti podjetja uveljavljajo tudi pravico do sorazmernega dela dobička (po poplačilu zapadlih obveznosti (npr. financiranje) zadruge).

1.5 Nova zakonska podlaga in davčne spodbude

Dodatno **zakonodajna podlaga**, potrebna za implementacijo slovenskega modela ESOP, je bila **potrjena s strani vlade Republike Slovenije 23. julija 2025**. Novi zakon o lastniški zadrugi delavcev uvaja pravno priznano strukturo, ki omogoča postopno lastninjenje podjetja s strani zaposlenih.

Zakon predvideva tudi **številne davčne spodbude:**

1. **Nižja davčna stopnja za prodajalce deleža:**
   Prodajalcem, ki lastniški delež prodajo ESOP-zadrugi v okviru sistema delavskega lastništva, je predvidena **znižana davčna stopnja (20 %)** na prodajni razrez.

2. **Davčne olajšave za podjetja:**
   Podjetja lahko **vrednost deležev**, ki se razdelijo zaposlenim preko zadruge, odpišejo iz osnove davka od dohodka pravnih oseb kot strošek dela – strošek financiranja ESOP je tako **davčno priznan (tako imenovan ESOP prispevek).** Najvišji znesek prispevka podjetja ESOP-zadrugi je omejen na zmnožek ESOP-ovega deleža v podjetju in EBITDA preteklega leta.

3. **Spodbude za zaposlene:**
   - Sredstva, ki jih lastniška zadruga prejme iz dobička operativnega podjetja (poleg morebitnih ESOP prispevkov), se lahko razdeli med zaposlene. Takšna izplačila se obdavčijo kot dividende.

- Ob izstopu zaposlenega iz podjetja mu pripada izplačilo valoriziranega deleža, katerega vrednost je vezana na vrednost operativnega podjetja. Za ta izplačila velja enaka davčna stopnja kot pri odsvojitvi kapitalskih naložb.

1.6 Financiranje odkupov

Preko zadruge je mogoče odkupiti bodisi manjšinski delež (npr. nekaj odstotkov lastništva) bodisi večinski delež podjetja, če finančne zmožnosti podjetja to dopuščajo. Odkup podjetja se praviloma financira z naslednjimi viri:

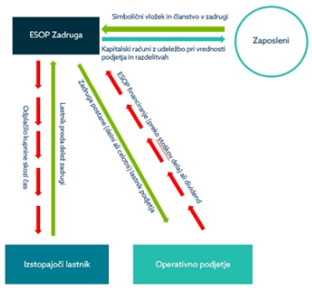
- **vložki zaposlenih**, ki običajno predstavljajo manjši del potrebnih sredstev (v Sloveniji so ti zakonsko omejeni na največ 300 € na zaposlenega), ter
- **presežni denarni tokovi podjetja**, torej dodana vrednost, ki jo ustvarijo podjetje in njegovi zaposleni.

V tujini pri tovrstnih odkupi pogosto sodelujejo tudi finančne institucije, kot so banke, skladi privatnega kapitala in dolžniški skladi, ki zagotavljajo posojila bodisi zadrugam bodisi neposredno operativnim podjetjem za izvedbo odkupa.

Uveljavljo pa se sledeči načini financiranja, ki pa pogosto nastopata v kombinaciji:

1) **Kupninski kredit prodajalca oziroma lastnika**

   Lastnik podjetja proda delež, kupnino pa prejema postopno v obliki obročnega odplačevanja, pri čemer je vloga financiranja v celoti na podjetju, brez zunanjih virov. Tak način je pogost, kadar je lastnik pripravljen čakati na izplačilo, ko podjetje nima dostopa do zunanjega kapitala, a ima stabilen denarni tok, ter je praviloma bolj ustrezen za manjša podjetja z nizko zadolženostjo. Lahko nastopa tudi v kombinaciji z bančnim kreditom.



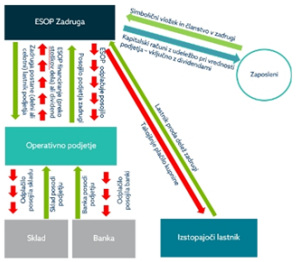
2) **Financiranje z bančnim posojilom ali posojilom sklada zasebnega dolga**

Operativno podjetje najame bančni kredit oziroma posojilo dolžniškega sklada, s katerim takoj odkupi delež od lastnika, kredit pa se nato postopno odplačuje iz prostega denarnega toka podjetja. Tak način je primeren, kadar lastnik želi izplačilo takoj, ko ima podjetje stabilne denarne

tokove in je kreditno sposobno, ter se pogosteje uporablja pri večjih podjetjih. Lahko nastopi tudi v kombinaciji z drugimi načini financiranja.

Alternativno, lahko banka ali/in sklad podata kredit tudi direktno ESOP zadrugi – ob tem se kredit poplača z ESOP prispevki, in dobičkom operativnega podjetja, katerega je zadruga deležna kot (delni) lastnik.

Financiranje preko Operativnega podjetja



1.7 Zagon in naslednji koraki

Zaradi potrditve zakona in preteklih aktivnosti se že oblikuje konkretna **lista projektov**, ki bodo pripravljeni za implementacijo že v naslednjih mesecih. Po pričakovanjih bo interes narasel takoj po uveljavitvi zakonodaje.

Ministrstvo za kohezijo in regionalni razvoj (MKRR) ob tem **pripravlja finančno podporo za izvajanje modela**, zlasti v obliki **finančnih instrumentov** iz sredstev ESS+. Ekipa Kapitalske Genetike v sodelovanju z Inštitutom za ekonomsko demokracijo je zadolžena za pripravo študije, ki vključuje **analizo finančne vrzeli**, **oceno potreb trga** in **predlog strukture instrumentov**.

Vaše sodelovanje v tem intervjuju je ključno – želimo razumeti:

- kakšne ovire pri financiranju takšnih transakcij zaznavate finančne institucije,
- katere produkte bi bile pripravljene ponuditi,
- in pod kakšnimi pogoji bi bili ti produkti tržno sprejemljivi z vaše strani in učinkoviti za končne prejemnike.

2 Oblika in vsebina intervjuja – Finančne institucije

V okviru študije tržne vrzeli in priprave finančnega instrumenta za podporo delavskim odkupom (ESOP), katero financira Ministrstvo za Kohezijo in Regionalni Razvoj vas vabimo k sodelovanju v **strukturiranem strokovnem intervjuju**. Intervju bo zajemal **5 vsebinskih sklopov**, ki naslavljajo:

1. obstoječe kreditne aktivnosti,
2. zaznana tveganja pri (delnih) odkupih s strani zaposlenih,
3. pripravljenost za razvoj tovrstnega financiranja oziroma finančnega produkta,
4. primerno strukturo finančnih inštrumentov za (delno) financiranje odkupa s strani zaposlenih,
5. analiza študije primera delavskega odkupa.

Trajanje:

Glede na vsebino in globino pogovora ocenjujemo, da bo intervju trajal **približno 60–90 minut**.

CAPITAL GENETICS

Institute for Economic Democracy

2.1 Struktura intervjuja:

2.1.1 Sklop 1 – Kreditiranje podjetij – trenutni obseg in značilnosti

1. Kakšen je vaš letni obseg posojanja MSP-jem v Sloveniji? Kakšno je število transakcij?
2. Katere so glavne vrste posojilnih produktov, ki jih ponujate na trgu? Kakšne so vaše tipične obrestne mere, ročnost, zahteve po zavarovanjih, vrstni red poplačila (seniority)?
3. Ali ste že financirali podjetja pri lastniških prenosih oziroma spremembi nasledstva? Kakšen delež (v %) vašega trenutnega portfelja predstavljajo tovrstne transakcije?
4. Ste že financirali kakšen delavski odkup ali podoben prenos podjetja (tu nas zanimajo tudi primeri financiranja manjšega dela podjetja, ne nujno večine oziroma celote) s strani zaposlenih?
5. Kakšna je vaša povprečna/minimalna/maksimalna velikost posojil v segmentih prestrukturiranja podjetij, tranzicije lastništva ali podobnih? Za namene lastniškega prenosa, je ta znesek drugačen?
6. Kakšna je tipična zapadlost posojil za podjetja, vključena v lastniške prenose, ali nasledstvo?

Sklop 2 – Zaznana tveganja pri (delnih) odkupih s strani zaposlenih

7. Kaj vidite kot glavna tveganja oziroma ovire za financiranje (delnih) odkupov podjetja s strani zaposlenih?
8. Katere so najpogostejše oblike zavarovanja, ki jih zahtevate pri financiranju prenosa lastništva ali prevzemov MSP?
9. Katere so ključne zaveze, katere morajo prejemniki financiranja izpolnjevati (DSCR, ipd)?

Sklop 3 – Pripravljenost za razvoj tovrstnega financiranja oziroma finančnega produkta

10. Ali pričakujete povečano povpraševanje po financiranju (delnega) odkupa s strani zaposlenih v naslednjih 5 letih? Bi bili pripravljeni razmisliti o financiranju tovrstnih transakcij?
11. Imate izkušnje z upravljanjem nepovratnih sredstev (EU ali nacionalnih)? Če ne, ali bi vas to zanimalo?

Sklop 4 – Primerna struktura finančnih inštrumentov

12. Vas zanima sodelovanje pri finančnih instrumentih z delitvijo tveganj (npr. garancija) za podporo (delnega) odkupa s strani zaposlenih? Ali bi tovrstna garancija ugodno vplivala na ponujeno obrestno mero in pogoje financiranja?
13. Bi sodelovali pri finančnih instrumentih, ki subvencionirajo obrestno mero, za namene (delnega) odkupa s strani zaposlenih?
14. Ali vidite potrebo po nepovratni komponenti (npr. tehnična pomoč pri ustanovitvi ESOP-a)? Če da, v kakšni obliki in zakaj?
15. Imate še kakšne druge predloge imate glede zasnove finančnih inštrumentov za namene (delnega) odkupa s strani zaposlenih?

Sklop 5 – Analiza študije primera delavskega odkupa

Priložen dodatni dokument z opisom podjetja in vprašanji

15.1.3 Gradivo in vprašalnik z administratorjem

CAPITAL GENETICS

Institute for Economic Democracy

Analiza tržnih vrzeli in predlog finančnih instrumentov za spodbujanje delavskih odkupov (ESOP) v Sloveniji

1 Splošno o (delnem) lastništvu zaposlenih

1.1 Kaj je ESOP?

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) oziroma **(delni) odkup podjetja s strani zaposlenih** je model, pri katerem zaposleni pridobijo lastniške deleže v podjetju – najpogosteje preko **lastniške zadruge**. Pri tem zaposleni prispevajo manjši znesek za namen odkupa, preostali del vrednosti odkupljenega deleža pa se financira s prihodnimi prostimi denarnimi tokovi, katere ustvarja podjetje.

1.2 Zakaj ESOP?

V Sloveniji koncept **ESOP** pridobiva na veljavi kot eden izmed možnih **sistemskih odgovorov na izzive poslovnega nasledstva** predvsem v malih in srednjih podjetjih. Evropa, vključno s Slovenijo, se namreč sooča s t. i. **»srebrnim cunamijem«** – množičnim upokojevanjem podjetnikov, ki pogosto nimajo ustreznih naslednikov. Po podatkih ciljne raziskave Ekonomske fakultete in Fakultete za družbene vede Univerze v Ljubljani (»CRP študija«) bo v naslednjih 5 do 10 letih skoraj **polovica slovenskih podjetij** potrebovala rešitev za prenos lastništva. Brez pravočasnega ukrepanja to lahko predstavlja tveganje za **zapiranje podjetij, izgubo delovnih mest ter razgradnjo lokalnih dobavnih verig**.

V tem kontekstu je lahko **predaja (tudi delnega) lastništva zaposlenim** pomembna **izstopno možnost** za lastnike podjetij, saj model omogoča **stabilnost poslovanja, ohranitev delovnih mest** in **prenos podjetij na zanesljive notranje kupce – zaposlene**.

Obenem pa (za vse velikosti podjetij) postaja **sposobnost zadržanja ključnih kadrov** pomembna konkurenčna prednost v razmerah pomanjkanja usposobljene delovne sile. Lastništvo zaposlenih lahko prispeva k **višji pripadnosti, dolgoročni vezanosti ključnih kadrov** ter njihovemu večjemu sodelovanju pri strateškem razvoju podjetja, kar krepi **odpornost podjetij na dolgi rok**. Hkrati pa nova zakonodaja (podrobneje omenjena v naslednjih poglavjih) omogoča tudi **davčno učinkovito nagrajevanje zaposlenih preko ESOPa.**

1.3 ESOP kot uveljavljen model lastništva v zahodnih ekonomijah

Mednarodne izkušnje iz ZDA, kjer je ESOP že močno uveljavljena oblika lastništva (v ZDA, okoli 15% delovne sile privatnega sektorja dela v ESOP podjetjih), kažejo, da podjetja v lasti zaposlenih dosegajo[1]:

- Za 25% višjo produktivnost
- Za 50% nižjo fluktuacijo kadra (ESOP deluje kot motivacijsko orodje) v primerjavi s podjetji, ki niso vpeljala ESOP

[1] *Vir: Kruse, Douglas L., Blasi, Joseph R., & Park, Rhokeun. (2010). "Shared Capitalism in the U.S. Economy: Prevalence, Characteristics, and Employee Views of Financial Participation in Enterprises."*

1

- 3x nižjo verjetnost neplačila posojil

V zadnjih letih se je model ESOP močno uveljavil tudi v Veliki Britaniji, kjer ga podpirajo prilagojeni davčni in pravni okvirji. V kontinentalni Evropi pa se vzpostavljajo različne lokalne oblike lastništva zaposlenih, zlasti v Franciji, Španiji in Italiji, kjer so ti modeli že pomemben del gospodarstva.

1.4 Individualen pristop kot osnova delavskega lastništva

Glavna značilnost lastništva preko ESOPa je, da zaposleni postanejo lastniki podjetja preko **zadruge**, ki združuje njihove lastniške deleže.

Za vsakega zaposlenega se vodi **individualni kapitalski račun**, na katerega se beleži vrednost njegovega deleža v podjetju. Vrednost, ki se nalaga na kapitalski račun, se lahko razporeja po različnih ključih, na primer glede na **čas zaposlitve**, glede na **stopnjo odgovornosti ali funkcijo zaposlenega**, ali **glede na merila uspešnosti** in prispevek k rasti podjetja.

Ko zaposleni zapusti podjetje – bodisi zaradi **upokojitve, prenehanja delovnega razmerja ali prenosa deleža** – mu podjetje izplača sredstva, evidentirana na njegovem kapitalskem računu. Zaposleni poleg vrednosti podjetja uveljavljajo tudi pravico do sorazmernega dela dobička (po poplačilu zapadlih obveznosti (npr. financiranje) zadruge).

1.5 Nova zakonska podlaga in davčne spodbude

Dodatno **zakonodajna podlaga**, potrebna za implementacijo slovenskega modela ESOP, je bila **potrjena s strani vlade Republike Slovenije 23. julija 2025 in poslana v Državni zbor**. Novi zakon o lastniški zadrugi delavcev uvaja pravno priznano strukturo, ki omogoča postopno lastninjenje podjetja s strani zaposlenih.

Zakon predvideva tudi **številne davčne spodbude:**

1. **Nižja davčna stopnja za prodajalce deleža:**
   Prodajalcem, ki lastniški delež prodajo ESOP-zadrugi v okviru sistema delavskega lastništva, je predvidena **znižana davčna stopnja (20 %)** na prodajno vrednost.

2. **Davčne olajšave za podjetja:**
   Podjetja lahko **vrednost deležev**, ki se razdelijo zaposlenim preko zadruge, odpišejo iz osnove davka od dohodka pravnih oseb kot strošek dela – strošek financiranja ESOP je tako **davčno priznan (tako imenovan ESOP prispevek).** Najvišji znesek prispevka podjetja ESOP-zadrugi je omejen na zmnožek ESOP-ovega deleža v podjetju in EBITDA preteklega leta.

3. **Spodbude za zaposlene:**
   - Sredstva, ki jih lastniška zadruga prejme iz dobička operativnega podjetja (poleg morebitnih ESOP prispevkov), se lahko razdeli med zaposlene. Takšna izplačila se obdavčijo kot dividende.
   - Ob izstopu zaposlenega iz podjetja mu pripada izplačilo valoriziranega deleža, katerega vrednost je vezana na vrednost operativnega podjetja. Za ta izplačila velja enaka davčna stopnja kot pri odsvojitvi kapitalskih naložb.

2

2 Tržna vrzel na področju financiranja odkupov v Sloveniji

2.1 Financiranje z notranjimi ali zunanjimi viri in tuja praksa

Preko zadruge je mogoče odkupiti bodisi manjšinski delež (npr. nekaj odstotkov lastništva) bodisi večinski delež podjetja, če finančne zmožnosti podjetja to dopuščajo.

Odkup podjetja se praviloma financira z naslednjimi notranjimi viri, preko katerih se znotraj določnega časovnega obdobja poplača delež prvotnemu lastniku (prodajalcu, ki tako ESOP-u poda kupninski kredit za odplačilo deleža):

- **vložki zaposlenih**, ki običajno predstavljajo manjši del potrebnih sredstev (v Sloveniji so ti zakonsko omejeni na največ 300 € na zaposlenega), ter
- **presežni denarni tokovi podjetja**, torej dodana vrednost, ki jo ustvarijo podjetje in njegovi zaposleni.

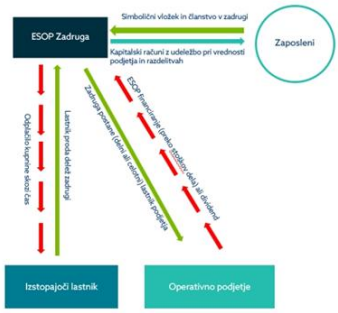
V tujini pri tovrstnih odkupi pogosto sodelujejo tudi finančne institucije, kot so banke, skladi privatnega kapitala in dolžniški skladi, ki zagotavljajo posojila bodisi zadrugam bodisi neposredno operativnim podjetjem za izvedbo odkupa. V tem primeru se lahko del ali celotno kupnino izplača prodajalcu (prvotnemu lastniku) takoj.

V tuji zaznamo sledeča načina financiranja, ki pa pogosto nastopata v kombinaciji:

1) **Kupninski kredit prodajalca oziroma lastnika**

Lastnik podjetja proda delež, kupnino pa prejema postopno v obliki obročnega odplačevanja, pri čemer je vloga financiranja v celoti na podjetju, brez zunanjih virov. Tak način je pogost, kadar je lastnik pripravljen čakati na izplačilo, ko podjetje nima dostopa do zunanjega kapitala, a ima stabilen denarni tok, ter je praviloma bolj ustrezen za manjša podjetja z nizko zadolženostjo. Lahko nastopa tudi v kombinaciji z bančnim kreditom.

Financiranje ESOP deleža s kupninskim kreditom prodajalca



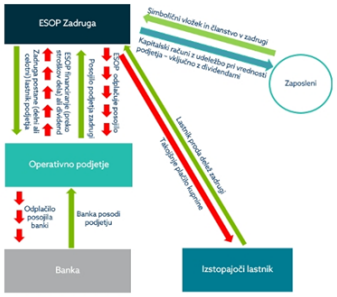
2) **Financiranje z bančnim posojilom ali posojilom sklada zasebnega dolga**

3

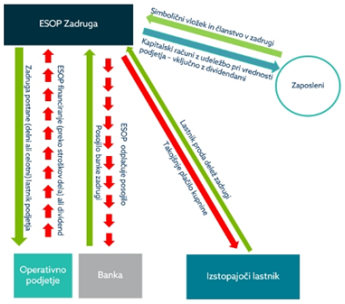
Operativno podjetje najame kredit, s katerim takoj odkupi delež od lastnika, kredit pa se nato postopno odplačuje iz prostega denarnega toka podjetja. Tak način je primeren, kadar lastnik želi izplačilo takoj, ko ima podjetje stabilne denarne tokove in je kreditno sposobno, ter se pogosteje uporablja pri večjih podjetjih. Lahko nastopi tudi v kombinaciji z drugimi načini financiranja.

Alternativno, lahko banka ali sklad podata kredit tudi direktno ESOP zadrugi – ob tem se kredit poplača z ESOP prispevki, in dobičkom operativnega podjetja, katerega je zadruga deležna kot (delni) lastnik.

Financiranje ESOP odkupa preko Operativnega podjetja



Financiranje ESOP odkupa direktno preko ESOP zadruge



4

2.2 Zaznava tržne vrzeli na slovenskem trgu

Financiranje odkupov s strani komercialnih bank

Večina slovenskih bank nima posebnih, namensko oblikovanih produktov za financiranje prenosa lastništva podjetij. Slovenske banke ponujajo predvsem splošne kreditne linije za podjetja (kratkoročne in dolgoročne kredite za investicije, obratna sredstva, projektno financiranje ipd.), ki jih prilagajajo posameznim primerom (nobena izmed bank ne oglašuje posebnega »kredita za nasledstvo«). Financiranje odkupa podjetja se praviloma obravnava individualno znotraj običajnega posojilnega procesa, pri čemer zahtevajo ustrezno kreditno sposobnost in zavarovanja.

Primeri, kjer so banke sodelovale pri financiranju prenosa lastništva, so redki in običajno zahtevajo zelo dobra zavarovanja ali vključitev tretjih institucij. Banke praviloma niso pripravljene odobriti kredita za odkup podjetja brez ustreznih jamstev (pogosto se zahteva osebno premoženje kupcev ali druge oblike zavarovanja), zaradi zaznanega tveganja pri tovrstnih transakcijah. To še posebej velja pri poskusih odkupov s strani zaposlenih ali širšega kroga fizičnih oseb, ki običajno nimajo zadostnih lastnih sredstev ali premoženja za zavarovanje posojil.

Posledično specifičnih bančnih posojil za financiranje nasledstva praktično ni – podjetniki se morajo zanesti na standardne oblike financiranja, kot so investicijski krediti, pogosto z dodatnim zavarovanjem v obliki nepremičnin ali drugega premoženja.

Financiranje odkupov s strani skladov zasebnega kapitala in dolžniškega financiranja

Poleg bančnih virov so se v zadnjih letih v Sloveniji oblikovali tudi skladi zasebnega kapitala, namenjeni financiranju podjetij ob menjavi lastništva, kot so PRVA Capital Partners, MSIN in podobni, pri čimer so nekateri specifično ciljajo na nasledstveni problem. Ti skladi vstopajo kot lastniški investitorji (ne kot posojilodajalci): odkupujejo deleže ali dokapitalizirajo podjetja, kjer obstoječi lastniki izstopajo zaradi upokojitve ali drugih razlogov. Namenjeni so predvsem malim in srednjim družinskim podjetjem, kjer:

- ni primernega družinskega naslednika,
- nasledniki nimajo dovolj kapitala, ali
- lastnik potrebuje partnerja za nadaljnjo rast.

Skupno bodo ti skladi predvidoma razpolagali z nekaj sto milijoni sredstev. S tem zapolnjujejo del tržne vrzeli, a pokrivajo predvsem podjetja z večjim potencialom, ki so zanimiva za kapitalske vlagatelje.

Dolžniških skladov ali posebnih mezzanin produktov oblikovanih namensko za prenose lastništva v Sloveniji trenutno ni; obstajajo sicer posamezne družbe za upravljanje premoženja, ki ponujajo mezzanin ali zasebne kredite podjetjem, a ti produkti niso javno strukturirani posebej kot "sklad za odkupe s strani zaposlenih" in so zelo redko uporabljeni v segmentu malih in srednjih podjetij v Sloveniji.

Financiranje tehnične pomoči (nepovratna sredstva)

Slovenski podjetniški sklad (SPS) nudi vavčer za prenos lastništva, ki predstavlja dobrodošel instrument za sofinanciranje pripravljalnih aktivnosti, kot so cenitve podjetja, pravno in davčno

5

svetovanje ter izdelava načrtov nasledstva. Ti ukrepi so pomembni za ozaveščanje podjetnikov in pravočasno načrtovanje prenosa lastništva.

Vendar pa vavčerji niso neposredno zasnovani za delavske odkupe in so zato v tem kontekstu uporabni le v omejenem obsegu. Ostaja izrazita potreba po oblikovanju instrumentov, ki bi omogočili financiranje implementacije odkupnih shem s strani zaposlenih – od vzpostavitve struktur, kot je ESOP, do priprave celovitih finančnih načrtov in postopkov izvedbe. Le z ustreznim financiranjem vseh teh procesov bi lahko podjetja postavila trdne temelje za trajnostno delovanje ESOP shem in s tem zagotovila dolgoročno stabilnost lastništva ter kontinuiteto poslovanja.

2.3 Sklepne ugotovitve in nadaljnji koraki

Slovenski finančni trg za financiranje prenosa podjetij je nerazvit, z izjemo prvih pobud na kapitalski strani (npr. skladi SEGIP). Za uspešno reševanje izziva nasledstev bo nujen razvoj dodatnih instrumentov in ugodnega regulativnega okvira z davčnimi spodbudami ter mehanizmi za odkupe s strani zaposlenih. To predstavlja priložnost za ohranitev podjetij v domačih rokah, zaščito več tisoč delovnih mest in ublažitev vpliva »srebrnega cunamija«.

Ministrstvo za kohezijo in regionalni razvoj (MKRR) v tem okviru pripravlja finančno podporo za izvajanje modela, zlasti v obliki finančnih instrumentov iz sredstev ESS+. Ekipa Kapitalske Genetike v sodelovanju z Inštitutom za ekonomsko demokracijo pripravlja študijo, ki vključuje analizo finančne vrzeli, oceno potreb trga in predlog strukture instrumentov. Projekt se osredotoča na več vidikov:

- vidik finančnih institucij (katere ovire zaznavajo pri financiranju in katere produkte bi lahko razvile),
- vidik lastnikov podjetij (kaj jih ovira pri prenosu lastništva), ter
- vidik administratorja potencialnih instrumentov (npr. SID banka), ki bi lahko pomagal zapolniti tržno vrzel.

MKRR trenutno preučuje možnost zagotovitve začetnih 10 mio EUR, pri čemer je namen posvetov z deležniki preveriti pripravljenost za administracijo teh sredstev, predvsem glede:

- načina administracije (možnost uporabe obstoječih modelov),
- primernih finančnih instrumentov, ter
- ustrezne strukture (npr. kombinacije z drugimi viri ali oblikami financiranja).

6

3 Oblika in vsebina intervjuja – SID Banka

V okviru študije tržne vrzeli in priprave finančnega instrumenta za podporo delavskim odkupom (ESOP), katero financira Ministrstvo za Kohezijo in Regionalni Razvoj vas vabimo k sodelovanju v **strukturiranem strokovnem intervjuju**, ki je zasnovan po naslednjih sklopih:

- Pripravljenost na vlogo administratorja
- Izvedbeni model
- Vsebinski pogled na možne instrumente
- Tehnična pomoč
- Multiplikator in učinkovitost
- Časovnica

Trajanje:

Glede na vsebino in globino pogovora ocenjujemo, da bo intervju trajal **približno 60–90 minut**.

7

3.1 Struktura intervjuja:

3.1.1 Pripravljenost na vlogo administratorja

1. Ali bi bila SID Banka pripravljena prevzeti vlogo upravljavca predlaganega finančnega instrumenta za podporo delavskim odkupom (ESOP) iz kohezijskih virov (npr. ESS+, ESRR)?
2. Ali ima SID Banka že izkušnje z upravljanjem podobnih finančnih instrumentov, financiranih iz evropskih kohezijskih sredstev?
3. Ali v SID Banki obstaja kakšen obstoječ operativni model ali struktura, ki bi ga lahko uporabili oziroma prilagodili za namen izvajanja tega novega instrumenta?

   Odprto vprašanje: Imate še kakšne druge komentarje ali pobude glede pripravljenosti in sposobnosti SID Banke za upravljanje takšnega instrumenta, ki bi jih želeli izpostaviti?

3.1.2 Izvedbeni model

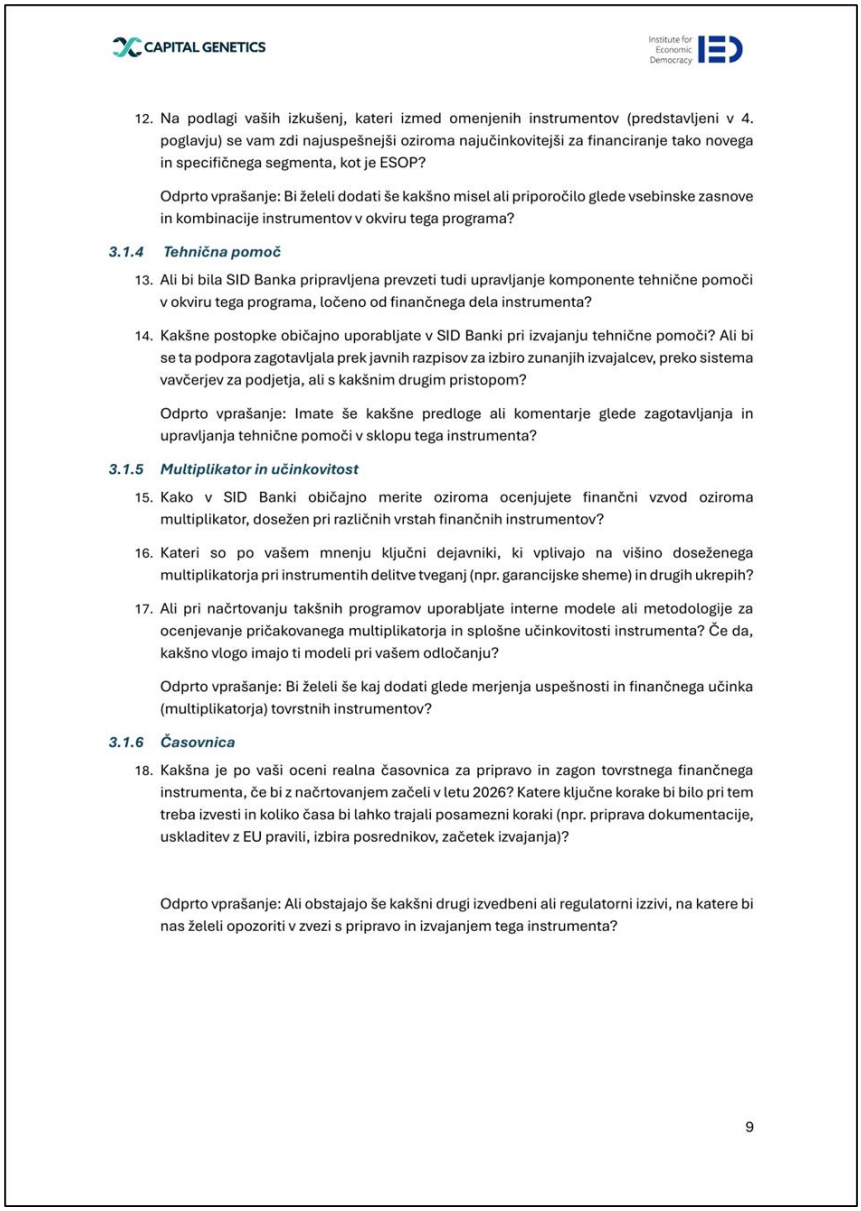
4. Kakšen je običajen postopek SID Banke za izbiro sodelujočih poslovnih bank ali drugih finančnih posrednikov pri izvajanju finančnih instrumentov? Poteka izbira prek javnih razpisov ali kakšne druge oblike sodelovanja?
5. Ali vidite možnost, da bi se v to shemo vključili tudi dolžniški skladi oziroma drugi nebančni posojilodajalci kot partnerji pri izvajanju instrumenta?
6. Kdo bi bil po vašem mnenju odgovoren za pripravo pravne dokumentacije (npr. pogodbe o jamstvu, pogodbe z bankami, pogodbe z operativnimi podjetji)? Bi SID Banka to dokumentacijo pripravila sama, ali bi jo morala pripraviti posamezna banka?
7. Ali ima SID Banka stališče ali omejitve glede tega, ali so krediti oziroma podprti instrumenti namenjeni neposredno operativnemu podjetju (OpCo) ali ESOP zadrugi?
8. Ali bi SID Banka izvajala predhodni screening posameznih projektov oziroma kreditov, ali bi zgolj postavila parametre (npr. ciljni segment, maksimalna velikost posojil, ročnost, delež kritja), banke pa bi same odločale o posameznih primerih?
9. Kako bi SID Banka zagotovila, da banke spoštujejo postavljene parametre? Ali bi bile potrebne naknadne kontrole oziroma redno poročanje s strani bank?
10. Kdo bi po vašem mnenju prevzel vlogo koordinacije med različnimi deležniki (npr. banke, dolžniški skladi, ESOP zadruge)? Ali bi to SID Banka vodila centralno?

    Odprto vprašanje: Kakšne izkušnje imate iz drugih programov glede razdelitve vlog med SID Banko, posredniki in končnimi upravičenci pri pripravi dokumentacije, preverjanju pogojev in izvajanju nadzora?

3.1.3 Vsebinski pogled na instrumente

11. Kateri model izvajanja finančnega instrumenta (predstavljeni v 4. poglavju) se vam zdi najprimernejši za spodbujanje delavskih odkupov – na primer portfeljsko jamstvo, sklad prve izgube (*first-loss* sklad) ali kombinacija različnih instrumentov? Prosimo za obrazložitev vaše izbire.

8



CAPITAL GENETICS

Institute for Economic Democracy

12. Na podlagi vaših izkušenj, kateri izmed omenjenih instrumentov (predstavljeni v 4. poglavju) se vam zdi najuspešnejši oziroma najučinkovitejši za financiranje tako novega in specifičnega segmenta, kot je ESOP?

Odprto vprašanje: Bi želeli dodati še kakšno misel ali priporočilo glede vsebinske zasnove in kombinacije instrumentov v okviru tega programa?

3.1.4 Tehnična pomoč

13. Ali bi bila SID Banka pripravljena prevzeti tudi upravljanje komponente tehnične pomoči v okviru tega programa, ločeno od finančnega dela instrumenta?

14. Kakšne postopke običajno uporabljate v SID Banki pri izvajanju tehnične pomoči? Ali bi se ta podpora zagotavljala prek javnih razpisov za izbiro zunanjih izvajalcev, preko sistema vavčerjev za podjetja, ali s kakšnim drugim pristopom?

Odprto vprašanje: Imate še kakšne predloge ali komentarje glede zagotavljanja in upravljanja tehnične pomoči v sklopu tega instrumenta?

3.1.5 Multiplikator in učinkovitost

15. Kako v SID Banki običajno merite oziroma ocenjujete finančni vzvod oziroma multiplikator, dosežen pri različnih vrstah finančnih instrumentov?

16. Kateri so po vašem mnenju ključni dejavniki, ki vplivajo na višino doseženega multiplikatorja pri instrumentih delitve tveganj (npr. garancijske sheme) in drugih ukrepih?

17. Ali pri načrtovanju takšnih programov uporabljate interne modele ali metodologije za ocenjevanje pričakovanega multiplikatorja in splošne učinkovitosti instrumenta? Če da, kakšno vlogo imajo ti modeli pri vašem odločanju?

Odprto vprašanje: Bi želeli še kaj dodati glede merjenja uspešnosti in finančnega učinka (multiplikatorja) tovrstnih instrumentov?

3.1.6 Časovnica

18. Kakšna je po vaši oceni realna časovnica za pripravo in zagon tovrstnega finančnega instrumenta, če bi z načrtovanjem začeli v letu 2026? Katere ključne korake bi bilo pri tem treba izvesti in koliko časa bi lahko trajali posamezni koraki (npr. priprava dokumentacije, uskladitev z EU pravili, izbira posrednikov, začetek izvajanja)?

Odprto vprašanje: Ali obstajajo še kakšni drugi izvedbeni ali regulatorni izzivi, na katere bi nas želeli opozoriti v zvezi s pripravo in izvajanjem tega instrumenta?

9

15.2 Vprašalnik namenjen intervjujem z lastniki

Izhodiščna vprašanja so bila oblikovana v okviru štirih sklopov, ki so bili predhodno usklajeni z naročnikom študije, in sicer:

I. Interes za prehod v lastništvo zaposlenih in vloga tega pri ohranjanju delovnih mest (referenčno poglavje dogovora z naročnikom št. 1.3.1)

a. Ali ste seznanjeni s kakšnim izmed modelov solastništva zaposlenih?

b. Ali ste naklonjeni prehodu v (so)lastništvo zaposlenih? Da, morda, ne? Prosimo obrazložite.

c. Kakšen potencial vidite v lastništvu zaposlenih za stabilnost in dolgoročen razvoj vašega podjetja?

d. Ali menite, da bi prehod v lastništvo zaposlenih lahko pripomogel k ohranitvi delovnih mest v vašem podjetju? Zakaj ste takega mnenja?

e. Katere koristi (za podjetje, zaposlene, lokalno skupnost) bi lahko prinesla takšna oblika (so)lastništva?

f. Ali obstajajo primeri iz vaše panoge ali okolja, ki bi vam lahko predstavljali vzor? Zakaj ste takega mnenja (blagovna znamka podjetja, informacije od lastnikov, zaposlenih, medijev; osebno spremljanje/zanimanje ipd.)?

II. Ovire za prehod v solastništvo zaposlenih (referenčno poglavje dogovora z naročnikom št. 1.3.2)

a. Ali menite, da bi solastništvo zaposlene zanimalo? Zakaj?

b. Kaj se vam zdi glavna ovira za uvedbo solastništva zaposlenih v vašem podjetju?

c. Kako po vašem mnenju zaposleni gledajo na možnost, da bi postali lastniki ali solastniki podjetja? So vam to kdaj namignili/naznanili? Posamično/v večjem številu? Opažate kakšno skupno lastnost pri tistih, ki so podali tovrstno pobudo (starost, delovno mesto/izobrazba, nazor ipd.)?

d. Ali menite, da zaposleni razpolagajo z dovolj znanja in pripravljenosti za prevzem večje odgovornosti, povezane z lastništvom?

e. Kako bi ocenili pravne in administrativne ovire pri prehodu v solastništvo zaposlenih? Glede na oceno... - katere se vam zdijo najpomembnejše in zakaj?

f. Katere ovire bi izpostavili kot finančne?

g. Katere kot organizacijske ali kulturne?

h. Ali je kakšna druga ovira, ki bi jo posebej izpostavili (predvidljivost poslovnega okolja, varnostne/geostrateške razmere, predvidljivost normativnega okvirja idr.)?

i. Kako v splošnem ocenjujete podporno okolje za morebiten prehod v solastništvo zaposlenih? Odvisno od ocene - kaj se vam zdi, da deluje oz. kaj ne deluje oz. obstaja?

j. Kaj bi bili po vašem mnenju ključni gradniki kakovostnega podpornega okolja, ki bi vam pomagalo premostiti ovire? Informiranost, strokovna/tehnična pomoč, finančni instrumenti, komunikacijska podpora, osveščanje različnih javnosti, obstoj skupnosti podjetij, ki so to pot že opravila oz. razmišljajo, da bi se na to pot podala idr.?

III. Vrsta sredstev in finančnih inštrumentov za prehod (referenčno poglavje dogovora z naročnikom št. 1.3.3)

a. Kako gledate na kupninski kredit prodajalca (t.j. odlog plačila kupnine) ali morda na kakšnega od alternativnih pristopov (dokapitalizacija)? Kako dolgo bi bili pripravljeni čakati na plačilo celotne kupnine, kakšna bi bila po vašem primerna dinamika?

b. Kakšne oblike finančne podpore ali instrumentov bi po vašem mnenju najbolj omogočile prehod v lastništvo zaposlenih?

c. Kakšne lastnosti bi po vašem mnenju moral imeti katerikoli finančni instrument, da bi ga šteli kot zanimivega oz. uporabnega za prehod v solastništvo zaposlenih?

d. Bi bile po vašem učinkovitejše neposredne subvencije, ugodna posojila, davčne olajšave ali garancijske sheme?

e. Ali menite, da bi bilo potrebno oblikovati posebne podporne institucije (npr. sklade, zadruge, ministrstvo, zasebne banke/SID) za lažji prehod? Katere/kakšne, kaj bi bila njihova vloga?

IV. Obstoječe izkušnje z dostopanjem do finančnih sredstev (referenčno poglavje dogovora z naročnikom št. 1.3.4)

a. Kako ocenjujete dostopnost in pogoje financiranja za mikro, mala oz. srednja podjetja v Sloveniji (odvisno od konkretnega intervjuvanca)?

b. Kakšne so vaše izkušnje z dostopanjem do kapitalskih, kreditnih, obvezniških, javnih ali drugih virov financiranja? Kako gledate na prihodnost? Bodo pogoji/možnosti/priložnosti boljši ali slabši? Kje vidite največ potenciala?

c. Ali ste se že kdaj srečali s posebnimi programi, ki podpirajo lastništvo zaposlenih ali zadružno lastništvo?

d. Kaj bi po vašem bili (oz. so bili) glavni izzivi pri uporabi teh finančnih virov?

e. Kaj vam predstavlja "rdečo črto" pri odločanju glede pridobitve zunanjega financiranja? Osebno poroštvo oz. kakšen izmed drugih pogojev oz. ali je kakšen vidik, za katerega ocenjujete, da bi lahko negativno vplival na prihodno perspektivo vašega podjetja (npr. sprememba kreditnih kazalnikov, bonitetne ocene)?

f. Ste mnenja, da bi zaposleni morali prispevati (pretežni) del sredstev za prevzem? Bi morali prevzeti tveganja? Katera in v kakšni meri (brez možnosti izgube česarkoli, izguba do vložka, izguba brez omejitev,...)?

g. S katerimi finančnimi institucijami ste doslej sodelovali?