

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
**PRIMERJAVA PRAVNIH PODLAG ODKUPA LASTNIH DELNIC V
SLOVENIJI IN ZDA**

Ljubljana, april 2016

MATEJ PUSTOVRH

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Matej Pustovrh, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom PRIMERJAVA PRAVNIH PODLAG ODKUPA LASTNIH DELNIC V SLOVENIJI IN ZDA, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Brankom Koržetom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da:

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OSNOVNI KAPITAL	3
1.1 Delnica kot alikvotni del osnovnega kapitala ter sistem delnic.....	5
1.2 Funkcije osnovnega kapitala	7
1.2.1 Zaščita deležnikov z ohranjanjem kapitala	8
1.2.2 Bilančno pravo in zaščita deležnikov.....	10
1.3 Kapitalska ustreznost.....	12
2 LASTNE DELNICE.....	12
2.1 Taksativne izjeme derivativnega pridobivanja lastnih delnic.....	13
2.1.1 Pogoji trgovanja (cene, količine, način) ter omejitve po Uredbi (ES) št. 2273/2003	16
2.1.2 Informacije glede lastnih delnic	17
2.1.3 Sankcije nedopustno pridobljenih lastnih delnic	18
2.1.4 Odškodninska odgovornost po ZFPPIPP	20
2.1.5 Načela pri pridobivanju lastnih delnic	21
2.1.6 Prepoved vpisa lastnih delnic.....	21
2.1.7 Fiktivni posli	22
2.1.8 Pravice delniške družbe iz lastnih delnic	23
2.2 Pridobitveni motivi lastnih delnic.....	24
2.2.1 Hipoteze pridobitvenih motivov lastnih delnic po Dittmarju	24
2.2.1.1 Hipoteza presežnega kapitala	25
2.2.1.2 Hipoteza podcenjenosti	25
2.2.1.3 Hipoteza optimalnega razmerja finančnega vzvoda.....	25
2.2.1.4 Hipoteza spodbude upravljanja	25
2.2.1.5 Hipoteza odvracanja prevzema	26
2.3 Prednosti in slabosti odkupa lastnih delnic.....	27
2.3.1 Prednosti odkupa lastnih delnic	27
2.3.2 Slabosti odkupa lastnih delnic	28
2.4 Metode pridobivanja lastnih delnic	28
2.4.1 Nakup preko borze	29
2.4.2 Javna ponudba odkupa	29

2.4.2.1 Fiksna cena	29
2.4.2.2 Nizozemska avkcija.....	30
2.4.2.3 Izdaja prenosa pravic.....	30
2.4.3 Odkup od določenega delničarja.....	30
3 VIRI FINANCIRANJA TER BILANČNI PRIKAZ PRIDOBITVE LASTNIH DELNIC	31
3.1 Zakonski vrstni red uporabe čistega dobička	33
3.2 Lastna delnica po splošno sprejetih računovodskih načelih	34
3.2.1 Stroškovna metoda.....	34
3.2.2 Metoda nominalne vrednosti.....	35
3.2.3 Konstruktivna metoda umika	35
4 ZLORABE TRGA (NOTRANJE INFORMACIJE IN TRŽNA MANIPULACIJA)...	38
4.1 Notranje informacije in prepoved trgovanja na njihovi podlagi.....	38
4.1.1 Pravni posel sklenjen na podlagi notranjih informacij	39
4.1.2 Insiderji	40
4.2 Tržna manipulacija	41
4.2.1 Domneve tržne manipulacije	42
4.2.2 Kazalniki tržne manipulacije	42
4.2.3 Prepoved tržne manipulacije.....	43
5 ANALIZA ODKUPA LASTNIH DELNIC 6 SLOVENSКИH DELNIŠKIH DRUŽB IZ 1. KOTACIJE LJUBLJANSKE BORZE ZA OBDOBJE 2011 – 2014	44
5.1 Podjetje Gorenje	44
5.2 Podjetje Krka	45
5.3 Podjetje Luka Koper.....	47
5.4 Podjetje Petrol.....	49
5.5 Podjetje Pozavarovalnica Sava	50
5.6 Podjetje Zavarovalnica Triglav	51
5.7 Rezultati analize odkupa lastnih delnic ter problem slovenskega trga kapitala	52
6 PRAVNI VIRI AMERIŠKEGA KORPORACIJSKEGA PODROČJA.....	53
6.1 Dopolnjen vzorčni zakon o poslovnih organizacijah	53
6.2 Delaware splošni korporacijski zakon	54
6.3 Newyorški zakon o poslovnih korporacijah	57
6.4 Kalifornijski splošni korporacijski zakon.....	58
6.5 Zakon o menjavi vrednostnih papirjev 1934	60

6.5.1 Odobritev nakupa pred izvedbo	60
6.5.2 Javna objava nakupa lastnih delnic	60
6.5.3 Obveznost poročanja v zvezi z nakupom lastnih delnic	61
6.5.4 Načrt trgovanja po pravilu 10b5 – 1	61
6.5.4.1 Pogoji za uskladitev s pravilom 10b5 – 1	61
6.5.4.2 Zahteve o načrtu za trgovanje pravila 10b5 – 1	62
6.5.5 Pravilo 10b – 18	63
6.5.5.1 Kumulativni pogoji	63
6.5.5.2 Trgovanje na podlagi notranjih informacij	64
6.6 Varstvo upnikov v ZDA	66
6.7 Konceptualna razhajanja sistema ZDA s sistemom Slovenije	67
SKLEP	68
LITERATURA IN VIRI	71

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Knjiženje pridobitve lastnih delnic po stroškovni metodi, metodi nominalne vrednosti in konstruktivni metodi umika</i>	36
<i>Tabela 2: Knjiženje ponovne prodaje delnic po stroškovni metodi, metodi nominalne vrednosti in konstruktivni metodi umika</i>	37
<i>Tabela 3: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Gorenje</i>	45
<i>Tabela 4: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Krka</i>	45
<i>Tabela 5: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Luka Koper</i>	47
<i>Tabela 6: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Petrol</i>	49
<i>Tabela 7: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Pozavarovalnica Sava</i>	50
<i>Tabela 8: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Zavarovalnica Triglav</i>	52

UVOD

V obdobju šibke gospodarske rasti in nizkih obrestnih mer, ki sta posledici strmoglavljenja finančnih trgov v letih 2007 in 2008, se pojavlja čedalje več dokazov, da se znane in uveljavljene delniške družbe, ki slovijo po stabilnem poslovanju in rednih izplačilih dividend in kotirajo na najpomembnejših svetovnih borzah (angl. *blue chips*), predvsem ameriških, ukvarjajo s finančnim presežkom svoje vrste, nevarno zasvojenostjo, ki jo lahko poimenujemo kar korporativni kokain, z **nakupom lastnih delnic**. Ameriške korporacije tako nakupu lastnih delnic namenjajo velike vsote denarja. Samo v letu 2014 družbe, ki sestavljajo indeks S&P 500, nakupijo za več kot 500 milijard dolarjev (v nadaljevanju \$) lastnih delnic. Fenomen je manj skrajn v drugih državah, vendar postaja vse bolj priljubljen tudi v konservativnih korporativnih kulturah. Na mestu je vprašanje, zakaj korporacije za nakup lastnih delnic namenjajo tako visoke zneske. Ali gre v tej korporativni igri šaha le za manipulacijo **dobička na delnico** (angl. *earnings per share*), katerega ciljna vrednost je pogostokrat vezana na kompenzacije in nagrade vodstva, ali pa gre dejansko za ustvarjanje **vrednosti za delničarje** (angl. *shareholder value*)?

Lastne delnice so tiste, ki jih ima v lasti delniška družba, ki jih je izdala. Delniška družba je torej delničar svoje delniške družbe (Cepec & Kovač, 2012, str. 232). Prepoved pridobivanja lastnih delnic ni absolutna. Zakon o gospodarskih družbah (Ur. l. RS, št. 55/15, v nadaljevanju ZGD-1) jo, enako kot tuje zakonodaje, omejuje na določeno višino in za določene primere, natančneje v svojem 247. členu. Po ZGD-1 velja načelna prepoved tako **izvirne (originarne)** kot **izvedene (derivativne)** pridobitve lastnih delnic, razlika med obema oblikama je v tem, da je prepoved originarne pridobitve absolutna, prepoved derivativne pridobitve lastnih delnic pa relativna, saj ZGD-1 v 1. odstavku 247. člena taksativno določa 8 možnih izjem. Originarno pridobivanje je pridobivanje delnic bodisi ob ustanovitvi delniške družbe bodisi ob povečanju osnovnega kapitala ali pri statusnem preoblikovanju z vpisovanjem lastnih delnic. Derivativno pridobivanje pa je pridobivanje delnic na sekundarnem trgu od drugega delničarja. Osnutek statuta evropske delniške družbe (lat. *Societas Europaea*, SE) tudi prepoveduje pridobivanje lastnih delnic. Da delniška družba ne more postati sama svoj delničar in prepoved vračila vložkov sta načeli korporacijskega prava, iz katerih izhaja načelna prepoved derivativne pridobitve lastnih delnic.

Če delniška družba po ustanovitvi ne bi povečala svojega premoženja, bi v primeru nakupa svojih delnic s strani delničarjev po enaki ceni, kot so bile delnice vplačane, v celoti izgubila realno premoženje. Tako bi bil realni substrat delniške družbe kot pravne osebe sestavljen le iz lastnih delnic te družbe, ki bi bile realno brez vrednosti, prav tako pa za družbo ne bi mogel nihče uresničevati glasovalne pravice (Ivanjko & Kocbek, 2001, str. 266). Omenjena delniška družba bi bila sama s seboj v protislovju. Do tako ekstremnega protislovja sicer ne pride, če družba ne pokupi vseh lastnih delnic. Pride pa do pomembnih sprememb v lastniški strukturi. Porušijo se razmerja v upravljavski strukturi družbe, kajti spremenijo se proporcionalna lastniška upravičenja in s tem proporcionalno število glasov posameznih delničarjev.

Primerjalna korporacijska zakonodaja določa prepoved pridobivanja t. i. lastnih delnic, kajti večji nakup le-teh lahko pomeni relativno osamosvojitve menedžmenta od lastnih delničarjev. Podobno implikacijo je zaslediti v primeru nakupa lastnih delnic s strani delniške družbe v uresničevanju premoženjske pravice, to je delitve dividend med različne razrede prednostnih in navadnih delničarjev. **Predmet** magistrskega dela je primerjava pravnih podlag odkupa lastnih delnic v Sloveniji in ZDA. Ugotoviti želim, kako je pridobivanje lastnih delnic zakonsko urejeno v Sloveniji in ZDA, podati temeljna konceptualna razhajanja v pridobivanju lastnih delnic med omenjenima državama ter s primerjalno pravnega vidika ugotoviti zbirokratiziranost določenih pravnih institutov v Sloveniji glede na pravni sistem ZDA. Navedeno je **namen** magistrske naloge.

Cilj magistrske naloge je preveriti sledeče hipoteze:

- HIPOTEZA 1: Ureditev odkupa lastnih delnic po ameriškem pravu ima prednosti glede na ureditev v slovenskem pravem redu.
- HIPOTEZA 2: Namen oziroma smisel zakona (lat. *ratio legis*) ureditve odkupa lastnih delnic delniških družb po slovenskem pravem redu ni skladen z *ratio legis* po ameriški ureditvi.
- HIPOTEZA 3: Pri pridobitvi lastnih delnic v sistemu ZDA gre dejansko za vrnitev vložka delničarjem, zato so pravila za njihovo pridobitev podobna pravilom za izplačilo (angl. *distribution*) delničarjem.
- HIPOTEZA 4: Zasnova ureditve delniške družbe z vidika osnovnega kapitala v smislu njegove sestave iz kosovnih in nominalnih delnic se v slovenskem pravem sistemu razlikuje od ameriškega pravnega sistema.

Hipoteze preverjam z ustreznimi (primerjalno) pravnimi zakonskimi podlagami.

Magistrska naloga je pripravljena s kabinetno metodo raziskovanja, primerjalno pravno študijo vsebinskih in formalnih pravnih razlik ter z induktivnimi in deduktivnimi metodami znanstvenega raziskovanja, z vsebinsko analizo posameznih institutov in vprašanj. Kabinetna metoda raziskovanja temelji predvsem na proučevanju določil nacionalnih zakonodaj obravnavanih držav kot tudi sekundarnih pravnih aktov, ki jih tvorijo uredbe, direktive, odločbe, priporočila in mnenja. S pomočjo deduktivne metode znanstvenega raziskovanja (sklepanja iz splošnega na posamezno) je mogoče splošna spoznanja iz primerjalno pravnega prostora uporabiti pri oblikovanju posameznih spoznanj o vprašanjih, ki se pojavljajo v obravnavanih temah. S pomočjo induktivne metode znanstvenega raziskovanja (sklepanja iz posameznega na splošno) je mogoče posamezna spoznanja domače in primerjalno pravne ureditve glede določenih vprašanj strniti v splošen oris in prikaz teh vprašanj ali zaokroženega področja, ki ga tvorijo ta vprašanja. Konzultacije z mentorjem prof. dr. Brankom Koržetom

potekajo skozi celotno oblikovanje geneze magistrske naloge. V nalogi raziskujem pravne podlage odkupa lastnih delnic v Sloveniji in ZDA. Težišče naloge in osrednja pozornost sta namenjena analizi primerjalno pravnih podlag odkupa lastnih delnic v Sloveniji in ZDA.

Magistrsko delo je poleg uvodnega in sklepnega dela sestavljeno iz 6 glavnih vsebinskih sklopov (**struktura**). V začetnem poglavju opredeljujem osnovni kapital, funkcije osnovnega kapitala, delnico kot sorazmerni (aliquotni) del osnovnega kapitala in sistem delnic. Institut osnovnega kapitala povezujem z zaščito deležnikov in kapitalsko ustreznostjo. V 2. poglavju se navezujem na lastne delnice, podajam taksativne izjeme derivativnega pridobivanja lastnih delnic, kot jih opredeljuje ZGD-1, navajam sankcije nedopustno pridobljenih lastnih delnic ter opredeljujem odškodninsko odgovornost po zakonu o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (v nadaljevanju ZFPPIPP). To poglavje zajema tudi načela pri pridobivanju lastnih delnic, pridobitvene motive lastnih delnic, prednosti in slabosti odkupa lastnih delnic in metode pridobivanja lastnih delnic.

3. poglavje obravnava vire financiranja in bilančni prikaz pridobitve lastnih delnic. V tem sklopu podajam zakonski vrstni red uporabe dobička. Opredeljujem tudi lastno delnico ter navajam 3 metode za obravnavo lastnih delnic po splošno sprejetih računovodskih načelih. V 4. poglavju se osredotočim na zlorabe trga, tu mislim na notranje informacije in tržno manipulacijo. Opredeljujem tudi pojem insiderja. 5. poglavje obravnava analizo odkupa lastnih delnic 6 slovenskih delniških družb iz 1. kotacije ljubljanske borze za obdobje 2011–2014 kjer tudi podajam komentar po ZGD-1. 6. poglavje pa je namenjeno obravnavi virov ameriškega korporacijskega področja, analizi pravnih podlag odkupa lastnih delnic v ZDA, opredelitvi trgovanja na podlagi notranjih informacij, obravnavi varstva upnikov v ZDA in konceptualnim razhajanjem sistema ZDA s sistemom Slovenije.

1 OSNOVNI KAPITAL

Osnovni kapital (nem. *Grundkapital (Aktienkapital)*, angl. *share capital (legal capital)*, temeljni kapital) je v denarju izražena vrednost tistega, kar morajo člani družbe (delničarji) vnesti v delniško družbo v imenu vplačil zneskov za delnice (Bratina et al., 2008, str. 147). Delniška družba je kapitalska družba, ki ima osnovni kapital razdeljen na delnice (168. člen ZGD-1). Je pravna oseba, ki upnikom za svoje obveznosti odgovarja z vsem svojim premoženjem, medtem ko delničarji za obveznosti ne odgovarjajo. Kot pravna oseba je delniška družba nosilka pravic in obveznosti, celotno premoženje je njena last (Korže, 2010, str. 78).

Začetni oziroma osnovni kapital je nosilec eksistence družbe, kar je bistvo kapitalskih družb. Za družbo in njeno poslovanje predstavlja osnovni kapital začetno in obenem obratno glavnico. Za razmerja navzven pa pomeni, vsaj na začetku, jamstveno premoženje družbe za njene obveznosti. Osnovni kapital delniške družbe daje družbi njeno pravno naravo in

predstavlja družbo kot pravno osebnost (poosebljen - personificiran kapital). Zato je tudi kapital nosilec vseh pravic in obveznosti delniške družbe (Bratina et al., 2008, str. 149).

Knjigovodsko se osnovni kapital uvršča na pasivno stran bilance stanja, vendar to samo po sebi ne pomeni, da družba zaradi tega morda dolguje ta kapital svojim delničarjem. Delničarji niso upniki družbe: kot imetniki delnic so njeni člani in nimajo pravice terjati od družbe na delnici zapisanih zneskov (Ivanjko et al., 2009, str. 464). Za delniški kapital velja načelo trajnosti in nespremenljivosti. ZGD-1 v 1. odstavku 227. člena določa, da se vložki ne smejo vrniti in ne obrestovati, 2. odstavek omenjenega člena pa navaja, da se plačilo deleža v bilančnem dobičku in plačilo zaradi dopustne pridobitve lastnih delnic v skladu s tem zakonom ne štejeta za vrnitev vložka. Poseben postopek in zahteve so določene za povečanje ali zmanjšanje osnovnega kapitala, vključno s spremembo družbinega statuta.

Premoženje družbe se izkazuje na aktivni strani bilance. Sestavljeno je iz denarja, stvari in pravic v najrazličnejših pojavnih oblikah. Ob ustanovitvi delniške družbe je premoženje identično z osnovnim kapitalom, kasneje pa dejansko premoženje družbe praviloma doseže večkratno vrednost osnovnega kapitala. Za obstoj družbinega premoženja je delniški kapital prvi pogoj. Družba ne jamči le z osnovnim kapitalom, temveč z vsem svojim premoženjem. V razmerju do dejanskega premoženja je osnovni kapital čista abstrakcija. Zakonodaje določajo razumno visoko raven najnižjega zneska osnovnega kapitala, čeprav zgolj višina osnovnega kapitala ni odločilni motiv pričakovane gospodarske uspešnosti delniške družbe. Razlog je v zagotovitvi razumno potrebnega osnovnega kapitala za začetek opravljanja pridobitne dejavnosti te pravnoorganizacijske oblike in zagotovitvi vsaj minimalne ekonomske varnosti v pričakovanju izpolnitve obveznosti delniške družbe do njenih morebitnih upnikov.

V skladu s 171. členom ZGD-1 mora osnovni kapital delniške družbe znašati najmanj 25.000 evrov (v nadaljevanju EUR) in se v skladu s 170. členom ZGD-1 glasi na nominalni znesek v EUR. Delnica predstavlja sorazmerni del osnovnega kapitala, vsota vseh delnic je enaka osnovnemu kapitalu. Pod predpisan najnižji znesek se osnovni kapital nikoli ne sme zmanjšati. Kombinirano zmanjšanje in povečanje osnovnega kapitala je edina izjema, ki velja. V tem primeru se osnovni kapital zmanjša pod najnižji znesek. Zato morata biti sprejeta sklep o povečanju in potrebna izvedba v določenem roku. ZGD-1 v 378. členu določa, da mora biti sklep o zmanjšanju in povečanju osnovnega kapitala sprejet sočasno. Povečanje s stvarnimi vložki ni možno.

Razlikovati je treba med vplačanim osnovnim kapitalom in registriranim osnovnim kapitalom. Slednji nikoli ne more biti nižji od zakonsko določenega najnižjega nominalnega zneska osnovnega kapitala. Seveda je lahko večji, takšen kot ga določa statut delniške družbe. ZGD-1 določa, da ob ustanovitvi delniške družbe ni treba vplačati celotnega delniškega kapitala, ki se registrira in je s statutom definiran kot osnovni kapital. Če se delnice v celoti vplačajo v denarju, je odlog plačila mogoč. 3. odstavek 191. člena ZGD-1 predpisuje, da je treba na

vsako delnico vplačati le 25 odstotkov njenega najmanjšega emisijskega zneska. V primeru, da se delnice prodajajo nad najmanjšim emisijskim zneskom, mora biti plačana tudi premija, ki jo predstavlja presežek. Na podlagi zahteve, ki jo poda uprava družbe, je treba plačati preostanek nad 25 odstotkov že vplačanega. ZGD-1 tu za zahtevo uprave ne predpisuje nobenega zakonsko predpisanega roka. Vplačilo vložkov je ena izmed glavnih obveznosti delničarjev. Družba lahko tega prisilno izterja (222. do 225. člen ZGD-1). Čeprav osnovni kapital še ni v celoti vplačan, tako še zmeraj predstavlja jamstveno maso.

1.1 Delnica kot alikvotni del osnovnega kapitala ter sistem delnic

Primerjalna korporacijska doktrina pozna 2 sistema delnic. Prvi sistem, t. i. sistem nominalnih delnic (angl. *par value shares, stated, nominal value shares*), zahteva, da ima delnica svojo nominalno vrednost, torej zapisan znesek, ki predstavlja alikvotni del osnovnega kapitala, izraženo zneskovno. Na drugi strani pri sistemu delnic brez nominalne vrednosti, kosovnih delnicah (angl. *non par value shares*), vrednost delnic zneskovno ni označena. Slednje so uveljavljene predvsem v ameriškem pravu, kjer večina državnih zakonodaj dopušča izdajo obeh vrst delnic. Novodobne zakonodaje posameznih držav so sicer bolj naklonjene sistemu nominalnih delnic.

Razlikovanje med delnicami *par value* in *non par value* je v primerjalnem pravu pomembno zaradi davčnih razlogov zaradi opredelitve finančne strukture in pomena kapitalskega presežka ter zaradi zahtev pri določanju nadomestila za izdajo delnic. Ker so za izdajo delnic v posameznih državah predpisane različne takse, ki se ponavadi določajo od določenega zneska delnice, ponekod, predvsem v ZDA, poskušajo davčne obveznosti omiliti z izdajo delnic *non par value* (Ivanjko et al., 2009, str. 478). Bratina et al. (2008, str. 174) poudarjajo, da ima ideja *no par value* delnic svojo vrednost predvsem zaradi obdavčitve (zneska taks, angl. *stamp tax*) izdaje delnic, ker se obdavči izdaja delnic procentualno glede na nominalno vrednost, ki je navedena na delnici. V smislu takšne opredelitve izdaja delnic brez nominalnega zneska doseže svoj namen, dokler oblasti leta 1958 ne maksimizirajo zneska taks pri izdaji delnic, ne glede na njihov nominalni znesek oziroma tudi v primeru, če tega ni. Delitev na nominalne delnice in delnice brez nominalnega zneska z uvedbo takšnega obdavčenja vsaj iz davčnih razlogov izgubi svoj smisel.

V ameriškem pravu je razlikovanje delnic na *par value* in *non par value* pomembnejše pri oblikovanju presežnega kapitala (angl. *capital surplus*). V ZDA namreč posamezne države razlikujejo med zasnovo presežnega in osnovnega kapitala (angl. *stated capital*) in omejujejo izplačevanje dividend, različnih stroškov in sredstev za ponovno pridobivanje delnic od korporacije samo na presežni kapital. Osnovni kapital predstavlja celoten znesek, ki ga korporacija pridobi za izdane delnice. V primeru izdaje zgolj delnic *par value* torej predstavlja vsoto vseh nominalnih delnic. V primeru sočasne (simultane) izdaje obeh vrst delnic pa predstavlja vsota vseh nominalnih delnic in višina nadomestila za delnice *non par value*, ki jih korporacija določi sama, vrednost osnovnega kapitala. Če je višina nadomestila

manjša od dejanske vrednosti pridobljenega nadomestila za takšne delnice, predstavlja preostanek presežni kapital. Z njim lahko korporacija v določenih primerih razpolaga tudi za delitev dividend in za druge namene, za katere se osnovni kapital sicer ne more uporabiti.

Po 172. členu ZGD-1 so delnice lahko oblikovane kot delnice z nominalnim zneskom ali kot kosovne delnice, pri čemer 1. odstavek tega člena izrecno prepoveduje, da bi družba imela obe obliki delnic hkrati. Temeljno razlikovanje med kosovnimi in nominalnimi delnicami je v načinu izražanja deleža v osnovnem kapitalu. Delnice z nominalnim zneskom se morajo glasiti na 1 EUR ali njegov večkratnik, razmerje v osnovnem kapitalu pa se določi med nominalnim zneskom delnice in zneskom osnovnega kapitala (Korže, 2014, str. 90). Osnovni kapital opredeljujem z enačbo (1):

$$\text{Osnovni kapital} = \text{število nominalnih delnic} \times \text{nominalna vrednost delnice} \quad (1)$$

Kot je razvidno iz enačbe (1), je osnovni kapital v primeru delnic z nominalnim zneskom izražen kot produkt števila nominalnih delnic in nominalne vrednosti delnice. Jerman in Vidic (2012, str. 403) navajata, da se kosovna delnica od nominalne loči po tem, da nominalni znesek ni njena bistvena sestavina. Gledano z zornega kota kontinentalnega pravnega sistema to pomeni, da imajo tudi kosovne delnice svojo nominalno vrednost. Od pravih nominalnih delnic se razlikujejo po tem, da ta nominalna vrednost ni neposredno izražena na delniški listini. Njen nominalni delež je mogoče izračunati z izraženim kosovnim deležem od velikosti osnovnega kapitala.

Kosovne delnice se ne glasijo na nominalni znesek, morajo pa imeti enak delež in pripadajoči znesek v osnovnem kapitalu, pri čemer posamezna kosovna delnica ne sme biti po vrednosti nižja od 1 EUR (Korže, 2014, str. 90). Glede na število izdanih kosovnih delnic se določa delež posamezne kosovne delnice v osnovnem kapitalu. V tem primeru je osnovni kapital definiran z enačbo (2):

$$\text{Osnovni kapital} = \text{število kosovnih delnic} \times \text{pripadajoči znesek v osnovnem kapitalu} \quad (2)$$

Enačba (2) nam prikazuje, da je osnovni kapital v primeru kosovnih delnic izražen kot produkt števila kosovnih delnic in pripadajočega zneska v osnovnem kapitalu. Kosovne delnice so lahko različnih razredov, kar je seveda odvisno od odločitve posamezne delniške družbe. Prav tako se lahko kosovne delnice glasijo na ime (imenske delnice) ali prinosnika ter se izdajo kot prednostne delnice (Bratina et al., 2008, str. 191).

Pomembno je poudariti, da imajo v Sloveniji skoraj vse delniške družbe delnice oblikovane kot kosovne delnice. Ključen mejnik za njihovo uvedbo je uvedba EUR, pred tem pa so imele vse delniške družbe v Sloveniji nominalne delnice. Kot že rečeno, se nominalne delnice lahko izdajajo samo v višini 1 EUR ali njegovega večkratnika, posledično bi pri pretvorbi

nominalne vrednosti delnice iz tolarjev v EUR prišlo do težav. Menjalni tečaj je namreč takrat bil 239,64 tolarja za 1 EUR.

Če je bila nominalna vrednost delnice na primer 1000 tolarjev, bi to pomenilo 4,17 EUR. Ker so lahko delnice izdane zgolj v večkratniku 1 EUR, bi dobili 0,17 EUR ostanka, kar bi povzročalo številne težave. Zato je večina delniških družb prešla na kosovne delnice, ki nimajo nominalne vrednosti in se izdajajo kot odstotek oziroma ulomek od osnovnega kapitala. Za višino pripadajočega zneska kosovne delnice v osnovnem kapitalu pa ni nujno, da je zgolj večkratnik 1 EUR in tako na primer lahko znaša 4,17 EUR (Cepec & Kovač, 2012, str. 223).

1.2 Funkcije osnovnega kapitala

Vprašanje osnovnega kapitala je tako še posebej pomembno v kapitalskih družbah, v katerih ima osnovni kapital trojno funkcijo, in sicer: je temelj za ugotovitev korporacijskega deleža družbenika, zagotavlja pridobitev premoženja družbi za začetek poslovanja in je jamstvo upnikom (Cepec & Kovač, 2012, str. 157). Osnovni načeli, ki veljata, sta načelo zagotovitve osnovnega kapitala in načelo ohranitve osnovnega kapitala. Prvo se nanaša na fazo ustanovitve in povečanja osnovnega kapitala. ZGD-1 tu določa vrsto pravil, tudi revizijo stvarnih vložkov. S prepovedjo vrnitve vložkov se zagotavlja drugo načelo. V zameno za delnice delničarji prispevajo družbi vložke. S tem se zagotovi realno premoženje oziroma aktiva delniške družbe.

Delnice so alikvotni del osnovnega kapitala. Prek osnovnega kapitala kot kategorije pasive z vložki delničarjev za delnice zagotavlja premoženje družbe, ki pa je kategorija aktive. Načelo ohranitve osnovnega kapitala je pri tem izraženo s prepovedjo vračila vložka, ki ga določa ZGD-1 v 227. členu. Družba ne sme financirati delničarjevega izstopa iz družbe z vrnitvijo vložka. Vrnitev vložkov je absolutno prepovedana, delničar lahko tako pogojno izstopi, da proda delnico drugemu delničarju ali 3. osebi. Premoženje delniške družbe in osnovni kapital se s tem ne zmanjšata. Omenjeni načeli kažeta tudi na nadaljnje funkcije osnovnega kapitala delniške družbe. Poleg abstraktne kategorije, ki služi delničarjem kot ponder za ugotovitev njihovega kapitalskega deleža v delniški družbi, načeli zagotavljata tudi realno funkcijo, ki se izkazuje kot funkcija zagotavljanja premoženja in določene gospodarske stabilnosti podjetja delniške družbe, na drugi strani pa zagotavljata tudi varstveno kategorijo za upnike in delničarje. Prepoved vračila vložkov in ohranitev osnovnega kapitala upnikom še zmeraj ne daje nikakršne garancije, da ima delniška družba toliko premoženja, kot znaša njen osnovni kapital. Upniki se tudi ne morejo zanašati na to, da je delniška družba realno sposobna odgovarjati za obveznosti upnikov v njihovi višini oziroma v višini osnovnega kapitala.

Premoženje delniške družbe, ki je zagotovljeno prek osnovnega kapitala, se lahko s poslovanjem vsak dan zmanjšuje. V primeru poslovanja z izgubo ima lahko delniška družba v določenih primerih tudi manj premoženja, kot znaša njen osnovni kapital (Ivanjko et al., 2009,

str. 467). Upniki imajo drugo pomembno garancijo. Družba delničarjem iz svoje aktive oziroma premoženja po pokritju morebitne izgube ne izplača ničesar drugega razen razpoložljivega bilančnega dobička, preden niso ustrezno poplačani vsi upniki. V okviru njihovega medsebojnega normalnega poslovnega sodelovanja družba lahko plačuje delničarjem. Pomemben pogoj je, da ima vsako izplačilo oziroma dajatev družbe delničarju ustrezno protiplačilo oziroma protidajatev oziroma ustrezno delničarjevo konsideracijo. To upnikom zagotavlja pravno varnost njihovega položaja v primerjavi z delničarji. Upniki kot kreditorji imajo prednost pri plačilu svojih terjatev pred delničarji. V primeru finančnega neuspeha podjetja delniške družbe je to hkrati pravno jamstvo upnikom, da bodo tveganje svoje finančne investicije nosili za delničarji. Prav to načelo ima funkcijo varovanja upnikov v konceptiji kapitalske delniške družbe, saj upniki niso upravljavci v delniški družbi. Tako ne morejo neposredno ali posredno prek svojih predstavnikov razpolagati s premoženjem delniške družbe, kot je to omogočeno delničarjem, ki kot člani personalnega substrata za obveznosti družbe ne odgovarjajo.

Načelo prepovedi vračila vložka in ohranitve osnovnega kapitala ne varuje le upnikov pred delničarji, temveč tudi delničarje oziroma posamezne skupine delničarjev med seboj (Ivanjko et al., 2009, str. 468). Zakon določa, da morajo biti delničarji ob enakih pogojih enako obravnavani (227. člen ZGD-1). To je še posebej pomembno pri distribuciji sredstev iz premoženja delniške družbe. Pred likvidacijo družbe je dovoljeno med delničarje razdeliti samo bilančni dobiček. S tem načelom se zagotavlja enakopravnost delničarjev tudi glede kakršnihkoli odkritih ali prekritih udeležb v dobičku, te pa so izvršene prek storitev ali nezakonitega pridobivanja lastnih delnic. Delničar lahko tako v primeru, da je pri udeležbi pri dobičku neenakopravno obravnavan, oziroma je s kakršnokoli transakcijo med družbo in delničarji oškodovan, uveljavlja sankcije zaradi prepovedanega vračila vložkov.

1.2.1 Zaščita deležnikov z ohranjanjem kapitala

Zadostno varstvo pravno priznanega interesa upnikov z dejstvom, da je v družbo ob njeni ustanovitvi vneseno realno premoženje najmanj v višini osnovnega kapitala, še ni zagotovljeno. Osnovni kapital lahko jamstveno funkcijo izpolni le, če družba trajno, ves čas svoje pravne eksistence razpolaga s premoženjem v višini osnovnega kapitala, ne le ob ustanovitvi. Poleg pravil o zagotovitvi kapitala je tako v pravu kapitalskih družb vzporedno uveljavljen tudi drugi sklop pravil. Njihova uporaba omogoča ohranjanje premoženja družbe ves čas njenega obstoja, torej do nastopa dejstva prenehanja. Omenjen sklop pravil se označuje tudi s pravili o ohranjanju kapitala. Uresničitev načela ohranjanja kapitala se uresničuje s 3 večjimi in zaokroženimi sklopi zakonskih pravil, poleg bilančnihopravnih:

- prepoved kakršnekoli vrnitve oziroma obrestovanja vložka ter kapitalska posojila,
- načelna prepoved pridobivanja lastnih delnic,
- zakonsko pravilo, da je med delničarje pred likvidacijo dovoljeno razdeliti le bilančni dobiček.

Ustvariti pogoje, da bi družba ves čas svoje pravne eksistence razpolagala vsaj s premoženjem, katerega višina dosega višino njenega osnovnega kapitala, je osnovni namen pravil o ohranjanju kapitala. Izhodiščna ugotovitev, da pravna pravila, ki so namenjena varovanju premoženja, tega ne morejo zavarovati pred tistimi tveganji, na katera je vpliv prava omejen, je potrebna za pravilno razumevanje pomena tega sklopa pravil. Sem spadajo poslovni riziki v zvezi s poslovnimi aktivnostmi družbe (npr. izgube, ki je negativni poslovni izid) ali pa tveganja, ki so povezana z naravnimi dogodki (npr. potres, požar in katastrofe, ki uničijo vsa osnovna sredstva). Bratina et al. (2008, str. 281) navajajo, da je namen pravil o ohranjanju kapitala premoženje zavarovati pred imetniki deležev družbe kot njenimi »ekonomskimi lastniki«. Imetniki deležev si tako zaradi teh pravil z uresničevanjem svoje korporacijske pravice, pridobljene na podlagi vplačila vložka, ne morejo razdeliti premoženja družbe in ga na ta način zmanjšati in tako oslabiti finančne zmožnosti družbe, da pravilno izpolnjuje svoje obveznosti. Ob ustanovitvi je v družbo vneseno realno premoženje. Če bi po ustanovitvi družbe imetniki deležev po prosti presoji posegali po tem premoženju, bi se to dejstvo izkazalo kot nezadostno varstvo. To nadalje pomeni, da načelo ohranjanja kapitala upnikom družbe ne zagotavlja jamstva, da družba v vsakem trenutku razpolaga s tolikšnim premoženjem, kolikšen je njen osnovni kapital. Zagotovljena ni niti izpolnitev njihovih terjatev. Tveganja in riziki, ki so zunaj pravnega urejanja, lahko zmanjšajo premoženje. Je pa gotovo to, da premoženje ni razdeljeno med imetnike deležev. Ko po ustanovitvi družbe ta zaživi samostojno pravno življenje, pravila o ohranjanju kapitala varujejo njeno premoženje tako, da prepovedujejo razdelitev premoženja med imetnike deležev. S temi pravili se varujejo tudi interesi manjšinskih lastnikov deležev pred tveganji, da bi si večinski lastniki na njihovo škodo premoženje družbe razdelili med seboj.

(Načelna) prepoved vrnitve vložkov imetnikom deležev se izraža kot osrednje pravilo. Konkretizacija in posledica splošne prepovedi vračila vložka pa je prepoved obrestovanja vložka. Naslednja (dopustna) izplačila se opredeljujejo kot izjeme:

- izplačilo zaradi pridobitve lastnih poslovnih deležev oziroma lastnih delnic, če so te dopustno pridobljene;
- plačila delničarjem oziroma imetnikom poslovnih deležev v primerih rednega zmanjšanja osnovnega kapitala, zmanjšanja osnovnega kapitala z umikom delnic ali poslovnih deležev;
- plačila družbe na podlagi pogodbe o obvladovanju ali pogodbe o prenosu dobička;
- izplačilo denarne odpravnine ob statusnih preoblikovanjih.

Opredeljena izplačila so dopustna, če se utemeljujejo z dodatnimi zavarovanji, ki morajo biti zagotovljena morebitnim prizadetim deležnikom (upnikom) na podlagi zakonodaje. Instituti kapitalske ustreznosti oziroma potrebe po zagotavljanju zadostne kapitaliziranosti družb se dodatno vključujejo v sistem pravil o ohranitvi kapitala, predvsem ob nastopu izgub ali prezadolženosti.

1.2.2 Bilančno pravo in zaščita deležnikov

Čeprav ostane relativno nedotaknjena (ohranjena) ves čas obstoja družbe, se s stališča njenih upnikov jamstvena masa, ki se oblikuje ob ustanovitvi, kaže kot realno nezadostna. Iz omenjenega razloga sledi, da se mora ob ustanovitvi zagotovljeno premoženje dodatno povečevati in ohranjati in ne le ohranjati. V zahtevi po oblikovanju vsaj minimalnih zakonskih rezerv z dotacijami iz čistega dobička in njegovim razporejanjem prihaja to jasno do izraza. Predvsem pravila o obveznem oblikovanju in dopustnih namenih uporabljanja oziroma sproščanja rezerv kapitalske družbe so namenjena uresnitvi tega načela. Delniško pravo med ta pravila uvršča predvsem pravila o letnem poročilu, vključno z obvezno uporabo čistega dobička in pravila o uporabi bilančnega dobička.

Pravila, ki določajo dovoljene namene uporabe t. i. vezanih rezerv, so povezana z varovanjem interesa upnikov. Načeloma spadajo vse kategorije kapitalskih rezerv in zakonske rezerve med vezane rezerve. Te z osnovnim kapitalom tvorijo vezani kapital družbe. Vezane rezerve je dovoljeno uporabiti le za zakonsko taksativno opredeljene namene. Zahteva po ohranjanju kapitala se tako ne nanaša le na osnovni kapital, temveč tudi na kapitalske in zakonske rezerve.

Varstvo vezanega kapitala družbe je eno od izhodišč prava kapitalskih družb. Omogoča varovanje tistega premoženja družbe, ki je računovodsko v kapitalu izraženo v njegovih vezanih kategorijah (varstvo vezanega kapitala) s stališča aktive. Bilančni dobiček je edini vir za delitev (premoženja) med imetnike deležev v obliki dividend. Vezanega kapitala v omenjeno kategorijo bilančnega dobička ni dovoljeno opredeliti. Vezani kapital se lahko uporabi (sprosti) le za uresničevanje zakonsko določenih namenov. Med te namene pa ne sodi sproščanje za izplačevanje dividend imetnikom deležev. Tudi tu se torej kaže zaščitna funkcija vezanega kapitala. Dokler družba obstaja, je premoženje, ki ima v računovodskem smislu kritje v vezanem kapitalu, »zaklenjeno« v družbi. Ostaja zunaj dosega imetnikov deležev. To premoženje lahko opredelimo tudi kot t. i. »vezano premoženje«, ker ne sme biti razdeljeno med imetnike deležev. S stališča upnikov družbe vezano premoženje omogoča povečevanje jamstvenega kapitala, s katerim družba odgovarja za svoje obveznosti iz obligacijskih razmerij, katerih subjekt je (Bratina et al., 2008, str. 284). Namen vezanega premoženja je varovanje interesa upnikov kapitalske družbe, njegova vsebina pa je doseči polno poplačilo njihovih terjatev (izpolnitveni interes). Vezano premoženje je končni objekt izvršbe v morebitnem izvršilnem postopku. Z vidika varovanja interesa upnikov kapitalske družbe ima omenjeno premoženje dvojni pomen.

Prvič, varuje osebe, ki imajo z družbo že vzpostavljeno obligacijsko pravno razmerje. Gre za obstoječe upnike, osebe, ki so že nosilci izpolnitvenih zahtevkov do družbe. Njihova značilnost je, da so individualizirani. Znane oziroma individualizirane pa so tudi njihove terjatve do družbe. Vključno z morebitnimi odškodninskimi zahtevki imajo ob zapadlosti

terjatev pravico do poplačila iz naslova tega premoženja. Pogoji za izpolnitev že nastalih obveznosti družbe se zagotavljajo s pravili o vezanem premoženju. Ker je temelj teh obveznosti že nastal, učinkujejo za nazaj (lat. *ex tunc*). Po namenu je zato vezano premoženje tudi jamstvena masa za konkretizirane obveznosti. Omenjeno postavlja pravila o vezanem premoženju družbe v funkcijo varovanja izpolnitvenega interesa individualnih upnikov.

Drugič, pravila o vezanem premoženju učinkujejo za naprej (lat. *ex nunc*). Namenjena so namreč varovanju še ne oblikovanega oziroma bodočega interesa vseh oseb, ki z družbo šele prihajajo oziroma bodo prišle v stik. Če bo izpolnitveni interes nastal, oz. ko bo nastal, omenjena pravila omogočajo pogoje za njegovo uresničevanje. Gre za varovanje vseh potencialnih upnikov. Značilnost teh je, da z družbo še nimajo navezanega obligacijskega odnosa in da nimajo še statusa upnika kot nosilca obligacijske terjatve.

Bratina et al. (2008, str. 284) poudarjajo, da se okviri kapitalske (premoženjske) strukture s pravili o vezanem kapitalu zagotavljajo na način, da lahko vsi potencialni udeleženci pravnih razmerij z družbo, tudi njeni potencialni upniki, verjamejo, da bo vezano premoženje ostalo zaprto v družbi. Vezano premoženje je tako na voljo družbi, da lahko poplača njihove morebitne terjatve do družbe kot potencialnega dolžnika, če se odločijo za vstop v pravno razmerje z njo. Pri poplačilu iz tega premoženja imajo upniki prednost pred imetniki deležev kot udeleženci societetnih pravnih razmerij. Na to lahko z gotovostjo računajo. Pravila prava družb o varovanju interesa upnikov utrjujejo zaupanje v pravnem prometu. Interes vseh njegovih udeležencev namreč varujejo tako, da določajo zakonski okvir, ki je predpostavka za eksistenco kapitalske družbe kot pravne osebe. Pravila kapitalsko-premoženjske odnose znotraj kapitalske družbe oblikujejo na način, da bo varovan interes vseh, ki z njo navežejo poslovne in druge stike. Za njihov položaj je pomembna gotovost, da je vsaka (kapitalska) družba ustanovljena skladno s predpisanim postopkom in da deluje skladno z zakonskimi zahtevami, te pa se kažejo tudi v ustreznem premoženjskem stanju. Iz povedanega sledi, da so pravila o vezanem premoženju hkrati v funkciji individualnega, pa tudi institucionalnega varovanja interesa upnikov.

Sistem pravil vezanega premoženja velja, dokler s strani imetnikov deležev ni sprejet sklep o prenehanju (avtonomno prenehanje). To pa ne pomeni, da lahko na ta način izigrajo interes upnikov in si premoženje družbe razdelijo v likvidacijskem postopku. Drži, da se pravila po sprejetju sklepa o prenehanju ne bodo uporabljati, vendar se začnejo uporabljati pravila o likvidacijskem postopku po nastopu korporacijskega dejstva prenehanja. Omenjena pravila zavezujoče (kogentno, lat. *ius cogens*) prepovedujejo izplačevanje likvidacijske mase med imetnike deležev, ki velja določeno obdobje. Z omenjeno prepovedjo se implicira varovanje interesa upnikov. Ugotavljam, da ni pomemben samo osnovni kapital, oziroma niso pomembne premoženjske pravice, ki so družbi zagotovljene iz tega naslova, za varovanje interesa obstoječih in potencialnih upnikov. Jamstvo za poplačilo terjatev in za uresničitev izpolnitvenega interesa obstoječih in potencialnih upnikov kapitalske družbe je predvsem vezano premoženje družbe. Le-to bi moralo presegati višino osnovnega kapitala ob

upoštevanju pravil o oblikovanju in ohranjanju vezanega kapitala. Osnovni kapital je za nastanek tega premoženja le podlaga.

1.3 Kapitalska ustreznost

Kapitalsko ustreznost je treba v skladu z 11. členom ZFPPIPP ugotavljati glede na obseg in vrsto poslov, ki jih družba opravlja, ter tveganja, ki jim je družba izpostavljena glede na svojo primarno dejavnost (Jovanovič et al., 2008, str. 22). Kapitalsko ustreznost lahko ocenjujemo samo na osnovi celotnega kapitala (premoženja) družbe in ne le na osnovi osnovnega kapitala družbe. Celotni kapital družbe je namreč merilo, s katerim lahko resnično merimo razmerje med obveznostmi do lastnih virov sredstev v primerjavi z obveznostmi do tujih virov sredstev. Jovanovič et al. (2008, str. 22) tako nadalje navajajo, da le skupni kapital in dolgoročne obveznosti na eni strani lahko dajo odgovor o kapitalski ustreznosti z vidika zadostnega obratnega kapitala v primerjavi s potrebami po dolgoročnih sredstvih na drugi strani.

V okviru namena določanja kapitalske ustreznosti je smisel 10. člen ZFPPIPP, ki določa, da premoženje posamezne osebe predstavljajo stvari v njeni lasti, njene terjatve in druge premoženjske pravice. Vse obligacijske ter druge denarne in nedenarne obveznosti do njenih upnikov pa predstavljajo njene obveznosti. Razlika med vrednostjo premoženja in obveznostmi predstavlja čisto vrednost premoženja posamezne osebe. 32. člen omenjenega zakona določa, da mora družba vedno razpolagati z dovolj dolgoročnimi viri financiranja glede na obseg in vrsto poslov, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri njihovem opravljanju. V ta namen mora poslovodstvo redno spremljati in preverjati, ali družba dosega kapitalsko ustreznost, pri tem pa mora upoštevati vsa tveganja, ki jim ali je ali bi jim lahko bila izpostavljena pri svojem poslovanju. Poslovodstvo je v skladu s 35. členom ZFPPIPP dolžno začeti izvajati ukrepe za zagotavljanje kapitalske ustreznosti (npr. izdelati opis finančnega položaja družbe, analizo vzrokov insolventnosti in podati mnenje o uspešnosti izvedbe finančnega prestrukturiranja), če ugotovi, da kapitalska družba ne razpolaga z ustreznim kapitalom. Po 36. členu tega zakona mora sklicati tudi skupščino in ji predlagati, naj sprejme ukrepe, ki so opredeljeni v poročilu o ukrepih finančnega prestrukturiranja.

2 LASTNE DELNICE

Področje in pojem lastnih delnic (nem. *Eigene Aktien*, angl. *treasury shares, own shares*) je v pravni teoriji in praksi zelo pogosto obravnavano. Osnovni pomisleki v sistemu lastnih delnic se nanašajo na to, ali družba sploh sme in če sme, kdaj sme pridobivati lastne delnice in kakšna so opravičenja, ki izhajajo iz lastnih delnic (Bratina et al., 2008, str. 204). Lastne delnice niso neka posebna vrsta ali oblika delnic. So delnice, ki jih družba pridobi nazaj od svojih delničarjev. Status lastnih delnic imajo tudi delnice, ki jih ima v lasti odvisna družba

svoje družbe matere. Splošno pravno načelo, ki se izpostavlja v korporacijski pravni doktrini zahteva, da so delničarji od družbe, v katero so vložili svoj kapital, različni pravni subjekti. Povedano drugače, delniška družba ne more biti sama svoj delničar. Prepoved pridobitve lastnih delnic izhaja iz 2 načel, in sicer, da delniška družba ne more postati sama svoj delničar in iz prepovedi vračila vložkov. Najpreprostejši način vračila vložkov in razdelitve družbinega premoženja delničarjem je namreč odplačna pridobitev lastnih delnic.

ZGD-1 načelno prepoveduje tako originarno kot derivativno pridobivanje lastnih delnic. Razlika med obema oblikama je naslednja. Prepoved originarne pridobitve lastnih delnic je absolutna, prepoved derivativne pridobitve lastnih delnic pa relativna. Za slednjo namreč ZGD-1 v 1. odstavku 247. člena zajema vse primere (taksativno našteva primere), v katerih sme delniška družba pridobiti lastne delnice. Pridobivanje delnic na primarnem trgu bodisi ob ustanovitvi delniške družbe bodisi ob povečanju osnovnega kapitala ali pri statusnem preoblikovanju z vpisovanjem lastnih delnic je originarno pridobivanje lastnih delnic. Pridobivanje lastnih delnic na sekundarnem trgu pa je derivativno pridobivanje. Zaradi varstva osnovnega kapitala zelo podrobno določa omejitve in možnosti pridobivanja lastnih delnic tudi Druga direktiva EU – Kapitalska direktiva. Ureditev v tej direktivi je zelo podobna ureditvi v germanskem pravnem krogu (Bratina et al., 2008, str. 205).

2.1 Taksativne izjeme derivativnega pridobivanja lastnih delnic

ZGD-1 v 1. odstavku 247. člena zajema vse primere (taksativno našteva primere), v katerih sme delniška družba pridobiti lastne delnice. Gre za 8 taksativnih izjem. Tako sme družba pridobivati lastne delnice le:

➤ Če je pridobitev nujna, da bi družba preprečila hudo, neposredno škodo.

Škoda mora biti v tej zvezi huda, neposredna. Ogroziti mora premoženje družbe, ne pa morebitnega premoženja delničarjev. Pridobitev delnic v primeru padca tečaja zato v ta okvir ne spada. Pomemben poudarek je, da mora biti škoda, ki grozi, velika, ne le majhna ali celo neznatna. Pridobitev delnic od delničarja, dolžnika družbe, je primer nujne pridobitve, če lahko družba le na ta način dobi plačano svojo terjatev. ZGD-1 v 2. odstavku 247. člena določa, da je takšna pridobitev dopustna le, če so delnice v celoti plačane, torej če je za delnice plačan celoten emisijski znesek. V primeru pridobitve delnic iz obravnavanega razloga mora poslovodstvo na 1. naslednji skupščini poročati o razlogih in namenu pridobitve. Poročati mora tudi o skupnem številu, najmanjšem emisijskem znesku in deležu pridobljenih delnic ter o vrednosti delnic (3. odstavek 247. člena).

➤ Če naj se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe.

Kocbek (2007, str. 253) navaja, da gre v tem primeru za tehnično izvedbo pridobitve delnic družbe, ki jih dobijo delavci. Pri tem ne gre za to, da bi delavci sami vpisovali novo emisijo delnic, kar bi bilo tudi mogoče, temveč družba sama odkupi lastne delnice in jih pozneje

ponudi v odkup delavcem. Zakon v 3. odstavku 247. člena nalaga družbi obveznost, da tako pridobljene delnice ponudi v odkup delavcem najpozneje v 1 letu po pridobitvi.

➤ **Če delnice pridobi zato, da bi delničarjem zagotovila odpravnino po tem zakonu.**

Po 3. alineji 1. odstavka 247. člena lahko družba pridobi lastne delnice zato, da bi delničarjem zagotovila ustrezno odpravnino. Omenjeno odpravnino določa ZGD-1 podrobneje v 553. in 556. členu. Pogodba o obvladovanju in pogodba o prenosu dobička, ki jo sklenejo povezane družbe, morata vključevati posebno določilo o primernem nadomestilu zunanjim delničarjem družbe, ki ji je prepuščeno vodenje, oziroma na katero se nanaša dobiček (Ivanjko et al., 2009, str. 531). 1. odstavek 553. člena določa tudi, da mora pogodba vsebovati določilo o obveznosti obvladujoče družbe, da na zahtevo zunanjega delničarja pridobi njegove delnice za odpravnino, določeno v pogodbi.

➤ **Če je pridobitev neodplačna.**

Darila ali enostavna prepustitev delnic družbi spadata med neodplačne pridobitve lastnih delnic. Bistven poudarek pri tem je, da družba za delnice ne da nikakršnega nadomestila. Tudi za ta primer ZGD-1 v svojem 2. odstavku 247. člena določa pogoj, da morajo biti takšne delnice v celoti plačane. Za delnice mora biti torej plačan celoten emisijski znesek.

➤ **Če banka, zavarovalnica in druga finančna organizacija pridobijo delnice pri nakupni komisiji.**

Po 5. alineji 1. odstavka 247. člena lahko družba pridobi lastne delnice pri nakupni komisiji. Tu se zakon omejuje na banke, zavarovalnice in druge finančne organizacije. To so delniške družbe in kupujejo lastne delnice v svojem imenu in za račun svojih partnerjev. Tudi tu ZGD-1 določa, da je pridobitev lastnih delnic dopustna, če je zanje plačan celoten emisijski znesek. Skupno število tako pridobljenih delnic ni omejeno na 10 odstotkov celotnega osnovnega kapitala. 2. odstavek 247. člena pridobivanje lastnih delnic omejuje na največ 10 odstotkov osnovnega kapitala le v primerih iz 1. do 3. in 8. alineje 1. odstavka 247. člena. Treba je poudariti, da za takšno pridobitev prav tako ni obvezno oblikovanje rezerv za lastne delnice. Oblikovanje omenjenih rezerv zakon izrecno določa samo za primere iz 1., 2., 3. in 8. alineje 1. odstavka 247. člena.

Nakup lastne delnice pri nakupni komisiji pomeni nadaljnjo prodajo te delnice, torej sekundarni trg. Gre za derivativno pridobitev. Družba namreč pridobi delnico od svojega delničarja, ta pa lahko delnico kupi bodisi na sekundarnem bodisi na primarnem trgu ob njeni izdaji. Ivanjko et al. (2009, str. 532) poudarjajo, da ZGD-1 v prodajno ceno takšne sekundarne prodaje oziroma derivativne pridobitve ne posega in je stvar oblikovanja cene na sekundarnem trgu, zahteva pa, da mora biti takšna lastna delnica v celoti plačana ob njeni izdaji. To plačilo pa mora biti po 191. členu ZGD-1 takšno, da se delnice ob izdaji ne morejo prodajati pod najmanjšim emisijskim zneskom. Da mora biti delnica v celoti vplačana in se ne

sme prodati pod najmanjšim emisijskim zneskom, sta pogoja, ki morata biti izpolnjena. Teoretično bi bilo tudi možno, da bi bila delnica v celoti vplačana šele pozneje.

➤ **Na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva.**

ZGD-1 v 6. alineji 1. odstavka 247. člena določa, da lahko delniška družba pridobi lastne delnice na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva. Univerzalno pravno nasledstvo je temeljna predpostavka prava preoblikovanih kapitalskih družb. Do omenjenega instituta pride ob pripojitvah, spojitvah in preoblikovanjih, pa tudi zaradi dedovanja (na podlagi oporoke).

➤ **Na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala.**

Družba lahko izjemoma pridobi lastne delnice na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po postopku, ki je sicer določen za zmanjšanje osnovnega kapitala z umikom delnic (Kocbek, 2007, str. 258). Poleg izjemnega primera, prisilnega umika, je zmanjšanje kapitala delniške družbe z umikom delnic mogoče tudi, če delnice pridobi družba. V tem primeru morajo biti delnice, ki jih družba pridobi, v celoti vplačane za celoten emisijski znesek.

➤ **Na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja največ 36 mesecev in določa najnižjo in najvišjo nakupno ceno pri pridobivanju delnic ter število delnic, ki se lahko pridobijo.**

Novela ZGD-F uvede dodatno pomembno splošno izjemo, namen katere lahko opredeli zgolj družba sama s sklepom skupščine, pri čemer 307. člen ZGD-1 določa, da je za sprejetje skupščinskih sklepov potrebna večina oddanih glasov delničarjev (navadna večina), razen če zakon ali statut ne določata višje večine ali drugih zahtev. Navedena izjema je urejena v 8. alineji 1. odstavka 247. člena ZGD-1. Predpisan je pogoj, da ima družba ustrezni vir financiranja za pridobivanje lastnih delnic in da skupaj z drugimi delnicami ne sme preseči 10 odstotkov osnovnega kapitala družbe.

Ivanjko et al. (2009, str. 534) poudarjajo, da je za to izjemo bistveno, da nima določenega zakonskega namena, temveč je to prepuščeno avtonomni odločitvi družbe. V primerjalni praksi se takšna ureditev uporablja tudi za izpeljavo programov delniških opcij menedžerjev, za obrambne mehanizme pred sovražnimi prevzemi, za ohranjanje vrednosti za delničarje (angl. *shareholder value*) in drugo. Na podlagi posebnega pooblastila skupščine, ki velja 36 mesecev, lahko družba pridobiva lastne delnice. Cankar (2004, str. 288) v smislu obrambnega mehanizma v poslovni praksi podobno navaja, da lahko uprava pridobiva lastne delnice za katerekoli, tudi izključno obrambne namene, in ni več vezana na taksativne zakonske namene za pridobivanje lastnih delnic. Skupščina hkrati s podelitvijo pooblastila določi namen pridobitve, njena avtonomnost je omejena le z zakonsko prepovedjo pridobivanja lastnih delnic zgolj z namenom trgovanja. Poslovodstvo mora na 1. naslednji skupščini poročati o razlogih in namenu pridobitve, skupnem številu, najmanjšem emisijskem znesku in deležu pridobljenih delnic ter o vrednosti delnic.

Spremembe kapitalske direktive v zvezi z možnostjo pridobivanja lastnih delnic na podlagi odobritve skupščine kot novost poudarjajo načelo enakega obravnavanja delničarjev, ki so v enakem položaju, in obvezno spoštovanje Direktive 2003/6/ES z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) (Ivanjko et al., 2009, str. 535).

2.1.1 Pogoji trgovanja (cene, količine, način) ter omejitve po Uredbi (ES) št. 2273/2003

Po 380. členu ZTFI se prepovedi, ki so določene v 10. poglavju tega zakona (prepovedana ravnanja zlorabe trga ter druge obveznosti za preprečevanje in odkrivanje zlorab trga), ne uporabljajo za posle trgovanja z lastnimi delnicami v okviru reodkupnih programov in posle stabilizacije finančnih instrumentov, če so omenjeni posli opravljeni skladno z Uredbo 2273/2003. Izdajatelji so dolžni spoštovati 5. in 6. člen Uredbe (ES) št. 2273/2003 glede pogojev trgovanja (cene, količine, načina) ter omejitve trgovanja. 5. člen omenjene Uredbe ureja naslednje pogoje trgovanja.

Cena. V okviru programa odkupa izdajatelj pri trgovanju ne sme kupovati delnic po ceni, ki je višja od cene zadnjega samostojnega posla in najvišje tekoče samostojne ponudbe v sistemu trgovanja, kjer se opravlja nakup. V primeru, da sistem trgovanja ni organizirani trg, predstavlja ceno zadnjega samostojnega posla ali najvišje tekoče samostojne ponudbe cena na organiziranem trgu države članice, v kateri poteka nakup. Izvršilna cena izvedenih finančnih instrumentov ne presega višje cene zadnjega samostojnega posla in najvišje tekoče samostojne ponudbe, kadar izdajatelj kupuje lastne delnice z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Količina. Na posamezen dan na organiziranem trgu, na katerem poteka nakup, izdajatelj ne sme kupiti več kot 25 odstotkov povprečne dnevne količine delnic. Povprečna dnevna količina mora temeljiti na povprečnem dnevnem obsegu trgovanja v mesecu pred mesecem javnega razkritja tega programa in ga je treba določiti na tej podlagi za odobreni čas trajanja programa. Na povprečnem dnevnem obsegu trgovanja v zadnjih 20 trgovalnih dneh pred datumom nakupa mora temeljiti povprečna dnevna količina, kadar se program ne sklicuje na ta obseg.

V primerih izredno nizke likvidnosti lahko izdajatelj na ustreznem trgu prekorači 25-odstotno mejo, če so izpolnjeni naslednji pogoji: pristojni organ je vnaprej obveščen, da bo izdajatelj odstopal od 25-odstotne meje, izdajatelj javnosti primerno razkrije dejstvo, da bo morda odstopal od omenjene meje, izdajatelj ne prekorači 50 odstotkov povprečne dnevne količine (**način**).

6. člen Uredbe določa **omejitve** pri trgovanju z lastnimi delnicami. Izdajatelj v času udeležbe v programu odkupa ne sme sodelovati pri naslednjih vrstah trgovanja, da se lahko uvrsti med izjeme, določene v 8. členu Direktive 2003/6/ES: prodajati lastnih delnic v času veljavnosti

programa, trgovati v času, ko po pravu države članice, kjer trgovanje poteka, poslovanje ni dovoljeno, trgovati, ko se izdajatelj odloči odlašati z razkritjem notranjih informacij v skladu s členom 6(2) Direktive 2003/6/ES.

2.1.2 Informacije glede lastnih delnic

125. člen ZTFI določa, da mora javna družba objaviti informacijo o spremembi deleža lastnih delnic, če neposredno ali prek 3. osebe, ki deluje v svojem imenu in za račun javne družbe, pridobi ali odsvoji lastne delnice. Iz tega naslova mora poročati tudi, ali zaradi takšne pridobitve oziroma odsvojitve delež glasovalnih pravic iz lastnih delnic javne družbe doseže ali preseže 5 ali 10 odstotkov vseh delnic javne družbe z glasovalno pravico, oziroma se zmanjša pod enega od teh pragov. 19. člen Sklepa o informacijah o pomembnih deležih (Ur. l. RS, št. 33/08) navaja, da mora javna družba javno objaviti informacijo o spremembi deleža lastnih delnic »nemudoma po sklenitvi posla, vendar najkasneje pred začetkom trgovanja na 1. naslednji trgovačni dan«.

Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta o izjemah za programe odkupa in stabilizacijo finančnih instrumentov ureja specifično naravo programov »odkupa« lastnih delnic. V okviru teh programov določa tudi nekaj posebnosti glede obveščanja. Izdajatelj mora vse podrobnosti programa odkupa, odobrenega v skladu s členom 19(1) Direktive 77/91/EGS (smiselno 247. člen ZGD-1), pred začetkom trgovanja z lastnimi delnicami to razkriti javnosti. Enako mora po 4. členu Uredbe Komisije (ES) št. 2273/2003 javnosti razkriti morebitno naknadno spremembo programa. Uredba (ES) 2273/2003 v 4. odstavku 4. člena določa, da mora izdajatelj javno razkriti podrobnosti o vseh poslih (podrobnosti o imenih in številu kupljenih ali prodanih instrumentov, datume in čase transakcij, transakcijske cene in sredstva za identifikacijo investicijske družbe) najkasneje do konca 7. dne po datumu izvršitve teh poslov. Rok za objavo je nemudoma v primeru preseganja (ali zmanjšanja) praga 5 ali 10 odstotkov vseh delnic z glasovalno pravico. V vsakem primeru borza priporoča čimprejšnje razkritje sprememb deleža lastnih delnic. V objavi naj izdajatelj navede naslednje podatke:

- razloge in namen pridobitve ali odsvojitve (navedbo alineje 1. odstavka 247. člena ZGD-1; če so na podlagi pooblastila skupščine določeni pogoji za odsvojitve, tudi datum sprejema tega sklepa ter najnižjo in najvišjo prodajno ceno ter največji delež teh delnic v osnovnem kapitalu, za katerega je pooblastilo podeljeno),
- količino delnic,
- stanje pred in po pridobitvi oziroma odsvojitvi (količina in delež delnic v osnovnem kapitalu),
- datum in čas pridobitve (odsvojitve),
- tečaj delnic (cena), po katerem so pridobljene (odsvojene),
- način pridobitve (odsvojitve) oziroma navedbo, ali je posel nakupa oziroma prodaje opravljen na organiziranem trgu ali izven organiziranega trga (v primeru več zaporednih poslov navedbo skupne vrednosti delnic in povprečnega tečaja vseh poslov),

- skupno vrednost posla z lastnimi delnicami,
- posrednika, ki izvede transakcijo.

2.1.3 Sankcije nedopustno pridobljenih lastnih delnic

Če družba pridobi lastne delnice v nasprotju s predpisanimi pogoji pridobivanja, zakonodaja predpisuje določene pravne posledice. Pomembno je razlikovati, ali so lastne delnice pridobljene v nasprotju z dopuščenimi izjemami ali je pridobljenih več delnic, kot to dopušča zakon, ali pa so delnice pridobljene iz drugih virov, kot je to dovoljeno. V primeru nedopustne pridobitve (izjeme, viri in 10-odstotna omejitev) mora družba tako pridobljene lastne delnice odsvojiti v letu dni po pridobitvi. Če družba dopustno pridobi lastne delnice (izjeme in vir) in krši omejitev 10 odstotkov, potem mora presežek nad omejitvijo odtujiti najkasneje v 3 letih po pridobitvi (Bratina et al., 2008, str. 213). Družba mora v skladu s 3. odstavkom 250. člena lastne delnice umakniti, če niso odsvojene v rokih, ki so navedeni zgoraj. Pri tem zakon posebnih rokov za umik ne predvideva.

ZGD-1 derivativnega pridobivanja lastnih delnic ne dovoljuje, razen izjem, ki so navedene v 1. odstavku 247. člena. Obligacijski posel nakupa lastnih delnic je po 4. odstavku omenjenega člena ničen, če so lastne delnice pridobljene v nasprotju s 1. in 2. odstavkom omenjenega člena. Če družba spregleda in prekorači 10-odstotno količinsko omejitev posesti lastnih delnic, lahko obligacijsko učinkovit nakup lastnih delnic postane ničen. 4. odstavek 247. člena poudarja, da takšen pravni posel ni neveljaven. Z vidika civilnega prava glede na odškodninsko odgovornost kavzalnega posla se lahko ugotavlja ničnost posameznega posla. Pri tem se je treba ozirati na izpolnjevanje stvarnopravnih pogojev. Nedopustna pridobitev lastnih delnic vpliva na stvarnopravne, obligacijskopravne, korporacijskopravne in kazenskopravne posledice.

Zavezovalni in razpolagalni posel tvorita sam postopek pridobivanja lastnih delnic. Kavzalno zavezovalni pravni posel je vsak obligacijski pravni posel, npr. pogodba o odsvojitvi, prodaji, in je z vidika 4. odstavka 247. člena ZGD-1 ničen, če so lastne delnice pridobljene nezakonito. S prenosom pravic iz delnic na delniško družbo nastopijo stvarnopravne posledice (razpolagalni posel), korporacijski pravni posel pa nastane s prenosom še članskih pravic. Če družba na osnovi nezakonitega obligacijskopravnega posla pridobi delnice in ob tem poravnava kupnino, se lahko takšno izplačilo ocenjuje kot nedovoljeno izplačilo delničarju. ZGD-1 v 227. členu namreč prepoveduje vrnitev »vplačanih vložkov«. S takšnim dejanjem se namreč ogroža finančna stabilnost družbe, upnikov in drugih delničarjev, ki niso imeli možnosti prodaje svojih delnic. V takšnem primeru se tudi krši 221. člen ZGD-1, ki trdi, da morajo organi družbe delničarje ob enakih pogojih enako obravnavati.

Med pravicami iz kapitala in obogatitvenim zahtevkom povezava ne obstaja. ZGD-1 v 233. členu določa, da sme družba s korporacijskim zahtevkom zahtevati vrnitev prepovedanih plačil, vendar samo v tisti višini, ki ogrozi vezano premoženje družbe. Domneva se, da je

korporacijski zahtevek dovolj velika garancija za to, da ne bo prihajalo do oškodovanja upnikov ali delničarjev. Namen korporacijskega zahtevka je v vzpostavitvi porušenega premoženjskega stanja družbe. Do uveljavljanja ničnosti kavzalnopravnega posla v primeru nezakonito pridobljenih lastnih delnic prihaja redko. Razlog je namreč v 250. členu ZGD-1, ki ponuja rešitev na osnovi umika ali odsvojitve nezakonito pridobljenih delnic v roku 1 leta. Običajno je ponovna odsvojitev uspešna. Obligacijskopravni posel je namreč ničen, obogatitveni zahtevek pa sme vložiti zgolj delničar.

Pridobivanje lastnih delnic s strani posloводства, ki je v nasprotju z 247. členom ZGD-1, je v nasprotju tudi z 263. členom omenjenega zakona. Po 3. odstavku slednjega člena je tako posloводство tudi odškodninsko odgovorno. Razlika, ki jo družba plača za nezakonito pridobitev lastnih delnic in morebitno nižjo ceno, ki jo doseže, ko mora odtujiti lastne delnice, predstavlja višino škode. Odškodninske zahtevke smejo vlagati tudi manjšinski delničarji. To lahko predstavlja veliko nevarnost za delniško družbo.

Če družba ne upošteva omejitev pridobivanja lastnih delnic in v nasprotju z 227. členom ZGD-1 vrne vložke, je kazensko odgovorna. ZGD-1 v 1. odstavku 685. člena predpisuje kazni za prekrške družbe. Zagrožena denarna kazen se giblje od 16.000 pa do 62.000 EUR za primere:

- če ob izdaji prodaja delnice pod najmanjšim emisijskim zneskom (1. odstavek 173. člena),
- če delničarje ali njihove prednike oprosti plačila obveznosti (1. odstavek 226. člena),
- če delnice družbe, za katero se ne uporablja zakon, ki ureja prevzeme, niso izražene v nematerializirani obliki (182. člen),
- če vrne vložke ali jih obrestuje (227. člen),
- če razveljavi delnice v nasprotju s 376. členom tega zakona.

Za kršitve iz 1. odstavka omenjenega člena je odgovorna oseba družbe tudi kazensko odgovorna. V 2. odstavku tega člena je globa določena v višini od 1.000 do 4.000 EUR. Člen 685(a) določa globo v okviru od 16.000 do 62.000 EUR za prekršek družbe, ki ne odsvoji ali umakne delnic v skladu z 2. in 3. odstavkom 250. člena tega zakona. Z globo od 1.000 do 4.000 EUR pa se po 2. odstavku tega člena kaznuje član posloводства družbe, ki ne odsvoji delnic družbe ali ne pripravi predloga sklepa skupščine o umiku delnic družbe v skladu z 2. in 3. odstavkom 250. člena tega zakona. Drugi prekrški družbe so obravnavani v 686. členu. Družba se za prekršek kaznuje z globo od 6.000 do 40.000 EUR v primerih:

- če ima v sestavi osnovnega kapitala več kot polovico delnic brez glasovalne pravice (2. odstavek 178. člena);
- če po drugem pozivu ne odvzame neplačanih delnic (2. odstavek 224. člena);
- če vpisuje lastne delnice (1. odstavek 229. člena);
- če prevzame lastne delnice v nasprotju z 2. odstavkom 229. člena tega zakona.

Kaznuje se tudi odgovorna oseba družbe, ki stori prekršek iz 1. odstavka 686. člena. Zagrožena globa za njih je od 300 do 4.000 EUR. Družba nima nobenih pravic, ne glasovalnih ne premoženjskih, iz nezakonito pridobljenih lastnih delnic, ki je kot stvarnopravni posel pridobitve pravic iz delnic dovoljen. Zamrznjene so tudi dolžnosti, npr. vplačila vložkov in odtujitve, čeprav zakon tega posebej ne poudarja.

2.1.4 Odškodninska odgovornost po ZFPPIPP

Načeloma lahko ugotovimo, da je ZFPPIPP posegel v določila o odgovornosti organov vodenja ali nadzora po ZGD-1, vendar na način, s katerim ne spreminja osnovnih predpostavk odškodninske odgovornosti članov organov vodenja ali nadzora, temveč jih kvalitativno dopolnjuje (Jovanovič et al., 2008, str. 27). Novi ZFPPIPP ob potrebnih spremembah (lat. *mutatis mutandis*), povzema omenjeno odškodninsko odgovornost po zakonu o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod).

ZFPPIPP v 42. in 43. členu tako določa odškodninsko odgovornost članov posloводства za škodo upnikom, ki jo imajo, ker v stečajnem postopku ne dosežejo polnega plačila v primeru, če je nad družbo začel stečajni postopek in posloводство pred njegovim začetkom ne opravi dejanj iz 35. do 39. člena tega zakona, kot so: predložitev poročila o ukrepih finančnega prestrukturiranja, sklic skupščine, vpis in vplačilo novih delnic ter vložitev predloga za stečaj ali prisilno poravnavo, ali pa posloводство ne spoštuje opredelitve 34. člena glede enakega obravnavanja upnikov. Plačilna nesposobnost je potreben pogoj (pogoj, brez katerega ne gre, lat. *conditio sine qua non*) morebitne odškodninske odgovornosti, ki pripelje do začetka stečajnega postopka družbe. Če je torej škoda storjena z dejanji organov vodenja ali nadzora, ker ne upoštevajo in ne sledijo predpisanim ukrepom po ZFPPIPP, pomeni, da je podana pravna domneva odgovornosti do upnikov.

V določbi 43. člena je določena tudi odškodninska odgovornost nadzornega sveta za škodo upnikom, ki jo imajo, ker v stečajnem postopku ne dosežejo polnega plačila. Gre za naslednje primere: ko je nad družbo začel stečajni postopek in posloводство v 2 letih pred začetkom stečaja predlaga sklep o povečanju osnovnega kapitala z vložki ter nadzorni svet nato presodi, da družba ni plačilno nesposobna in ni potrebno povečanje osnovnega kapitala, če nadzorni svet od posloводства ne zahteva poročila o poslovanju po 2. in 4. odstavku 272. člena ZGD-1 o drugih vprašanjih, ki se nanašajo na poslovanje družbe in pomembno vplivajo na položaj družbe, ali če je na podlagi letnega ali drugih poročil ugotovljena insolventnost družbe, pa ne ukrepajo. Če škoda nastane zaradi vzrokov, ki jih uprava ne more preprečiti in delujejo na podjetje od zunaj (naravne katastrofe, razmere na trgu), in člani uprave to dokažejo, potem ne morejo odgovarjati za škodo po 42. in 43. členu tega zakona. Upnikom je posloводство za škodo solidarno odgovorno.

2.1.5 Načela pri pridobivanju lastnih delnic

Vse delničarje je treba pod enakimi pogoji enakopravno obravnavati. Zakon izrecno določa načela, ki jih je treba upoštevati pri pridobivanju lastnih delnic. ZGD-1 v 221. členu določa, da mora družba pri pridobivanju delnic kot tudi pri odsvajanju vse delničarje pod enakimi pogoji enakopravno obravnavati. Velja zakonska domneva, da je zakonski pogoj o enakopravnem obravnavanju delničarjev izpolnjen, če družba pridobi oziroma odsvoji lastne delnice na organiziranem trgu. Skupščina lahko s sklepom določi drugačen način odsvajanja lastnih delnic. To pa pomeni, da se lahko lastne delnice prodajo le določeni osebi pod določenimi pogoji.

Prednostna pravica delničarjev do novih delnic. Družba mora pri pridobivanju in odsvajanju lastnih delnic upoštevati tudi določila o prednostni pravici delničarjev do novih delnic iz 337. člena ZGD-1. Ob pridobivanju lastnih delnic mora družba upoštevati ponudbo delničarjev, ki so pripravljeni odprodati delnice. Le-te mora odkupiti v sorazmerju z njihovim deležem v osnovnem kapitalu. Omenjeno velja ob predpostavki enakih ponujenih pogojev. Enaka logika sledi pri odsvajanju delnic, vpisovanju novih delnic pri povečanju osnovnega kapitala in izdajanju novih delnic, kjer se smiselno enako upošteva prednostna pravica delničarjev. Drugačno odsvajanje lastnih delnic lahko določi skupščina. Najmanj $\frac{3}{4}$ večina pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala je potrebna za veljavnost sklepa skupščine. Statut lahko določi višjo kapitalsko večino in druge zahteve, vključno s soglasjem posameznih razredov delnic. V tej povezavi se judikat glasi, da je za sprejem skupščinskega sklepa potrebna $\frac{3}{4}$ večina glasov, s katerim se določi način odsvajanja lastnih delnic.

2.1.6 Prepoved vpisa lastnih delnic

V 1. odstavku 229. člena ZGD-1 določa, da družba ne sme vpisovati lastnih delnic. Lastne delnice je absolutno prepovedano pridobiti pri primarni emisiji teh delnic. Dejstvo namreč je, da bi bilo v primeru dovoljenega vpisovanja lastnih delnic onemogočeno pridobiti zadostno premoženje družbe v smislu predpisanega osnovnega kapitala.

Družba v skladu s 1. alinejo 5. člena ZGD-1 pridobi status pravne osebe z vpisom v sodni register in ne s samo ustanovitvijo. Pred samim vpisom mora biti opravljena izvedba vpisovanja in vplačila delnic. Absolutna prepoved vpisovanja lastnih delnic pri ustanovitvi ter pri vpisovanju lastnih delnic s povečevanjem osnovnega kapitala (razen s povečanjem osnovnega kapitala iz sredstev družbe) spoštuje načelo zagotovitve osnovnega kapitala. Kapital lahko predstavlja garancijsko funkcijo do upnikov družbe samo tako, da je, kot je opredeljen v sodnem registru, tudi dejansko vplačan.

Za povezane družbe tudi velja navedena prepoved primarne pridobitve in vpisovanja lastnih delnic. Družba v večinski lasti na ta način ne sme prevzeti delnic družbe, ki ima v njej

večinski delež, odvisna družba pa ne sme prevzeti delnic obvladujoče družbe. Omenjeno velja pri ustanovitvi in povečanju osnovnega kapitala, tudi pogojnem povečanju kapitala. Prevzem delnic v nasprotju s prepovedjo ni neveljaven, kljub prepovedi ob sodelovanju povezanih oseb. Odvisna družba ali družba v večinski lasti torej postane delničar. Poudarek pri tem je, da ji ne pripadajo glasovalne pravice. Zanj velja tudi izključitev ob nakupu delnic nove emisije. Načelna absolutna prepoved vpisovanja lastnih delnic sicer velja. Nad tem načelom je mogoče zasledovati načelo po zagotovitvi osnovnega kapitala. V tem primeru je slednje nadrejeno prepovedi.

Če pride do vpisa delnic s strani 3. osebe, ki v svojem imenu, vendar za račun družbe ali odvisne družbe ali družbe v večinski lasti (tuj račun), se ta oseba ne more sklicevati na to, da ni prevzela delnic za svoj račun. Pomeni, da jih mora v celoti plačati, potem pa jih ponuditi družbi. Tu je pomembno poudariti, da družba nosi vse stroške in tveganje prevzema teh delnic. Prevzemnik iz teh delnic ne more izvrševati nobene pravice, dokler jih ne prevzame za svoj račun. Korporacijska zakonodaja za kršitve absolutne prepovedi vpisovanja lastnih delnic pri povečanju osnovnega kapitala podaja tudi odgovornost uprave družbe. Ta odgovarja za celotno vplačilo, razen v primerih, ko dokaže, da ni kriva za takšno vpisovanje lastnih delnic.

2.1.7 Fiktivni posli

ZGD-1 vsebuje določbe, ki poskušajo onemogočiti, da bi se načelo prepovedi pridobitve lastnih delnic izigralo s pravnimi posli, ki bi imeli za družbo enak ekonomski učinek, kot če bi pridobila lastne delnice sama. Tako je določena sankcija absolutne neveljavnosti – ničnosti za tisti pravni posel, s katerim družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic (Ivanjko et al., 2009, str. 539).

ZGD-1 pravni posel, s katerim družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic določa kot ničen (1. odstavek 248. člena). Pri pridobivanju njenih delnic je torej finančna asistenca družbe prepovedana. Spremenjena kapitalska direktiva EU jo sicer pogojno dopušča. Posli s »primerljivim učinkom« zagotovitve posojila tudi štejejo kot fiktivni posli in so prepovedani. Sem se štejejo vsi posli zavarovanj oziroma ponujanja varščin posojilodajalcem (zastave in poroštva).

Tekoči posli finančnih organizacij in posli, s katerimi bi delnice pridobili delavci družbe ali z njo povezane družbe, sta izjemi. V tem primeru bi bil pravni posel ničen le, če družba ne bi mogla oblikovati rezerv za lastne delnice, ne da bi zmanjšala osnovni kapital ali po zakonu oziroma statutu predpisane rezerve, ki se ne smejo uporabiti za plačila delničarjem. ZGD-1 v 3. odstavku 248. člena določa tudi, da je ničen tisti pravni posel med družbo in drugo osebo, po katerem bi bila druga oseba opravičena pridobivati delnice družbe za račun družbe, odvisne družbe ali družbe, v kateri ima družba večinski delež, če bi družba pridobila delnice v nasprotju z zakonom s fiktivnimi posli.

2.1.8 Pravice delniške družbe iz lastnih delnic

Obligacijskopравни posel nedovoljenega pridobivanja lastnih delnic je ničen. Ni namreč osnove za izpolnitev zavezovalne terjatve. V primeru plačila lastnih delnic je tak posel pravnomočen. Družba pridobi članske pravice šele s prenosom delnic z delničarja na družbo. Zakonska določba, da družba iz lastnih delnic nima nobenih pravic, ima svoj izvor v nevtraliziranju pravic iz nedovoljeno pridobljenih lastnih delnic. ZGD-1 tako v 249. členu določa, da družba iz lastnih delnic nima nobenih pravic. Kršena bi namreč lahko bila osnovna načela delniške družbe, če bi ta lahko izvrševala pravice iz lastnih delnic. Tako bi lahko:

- zadržala delež dobička, kar je v nasprotju z 230. členom, ki natančno določa način delitve dobička in čistega dobička;
- zoper samo sebe bi izvrševala manjšinske pravice (npr. vlagala odškodninske zahteve);
- uprava bi lahko neposredno ali prek odvisne družbe kontrolirala skupščino in
- obšla prepoved prevzema delnic ob novi izdaji delnic.

Vse članske pravice iz pridobljenih lastnih delnic zato mirujejo. Pomemben poudarek je, da to velja za vse pridobljene delnice, za tiste, ki jih družba pridobi zakonito ali nezakonito, derivativno ali originarno. Kljub temu pa ima družba pravico razpolagati s članskimi pravicami, ki so vsebovane v lastnih delnicah. Te delnice lahko družba zastavi, jih proda ali da v uživanje.

Po nekaterih pravilih se lastne delnice tudi prištevajo k osnovnemu kapitalu (ko se ugotavlja kapitalska večina), v drugih primerih pa je treba lastne delnice odšteti (kadar je višina osnovnega kapitala pomembna za izračun glasovalnih ali drugih članskih pravic) (Ivanjko & Kocbek, 2001, str. 269). Tudi za 3. osebo, ki ima lastne delnice za račun družbe, velja prepoved uveljavljanja pravic, ne glede na to, ali so pridobljene zakonito ali nezakonito oziroma v skladu z zakonsko določenimi izjemami. Omenjena prepoved velja tudi za odvisno družbo in družbo v večinski lasti, ki imata delnice družbe.

Glasovalne in premoženjske pravice udeležbe pri dobičku so tako lastnim delnicam odvzete. Je pa edina izjemoma določena premoženjska pravica lastnih delnic njihova udeležba pri povečanju osnovnega kapitala iz sredstev družbe. Lastne delnice tako participirajo ob delitvi dobička v obliki delnic. To velja tudi ob povečanju osnovnega kapitala s preoblikovanjem rezerv. Bistvo je namreč, da pri takšnem povečanju osnovnega kapitala ne pride do sprememb razmerja pravic iz delnic. V primeru, da družba prejme delnice v zastavo, pravice ne mirujejo. Pravice v tem primeru ostanejo delničarju in se ne prenašajo na delniško družbo. Prepoved uveljavljanja pravic je možna le, če delničar zastavi tudi pravico do deleža pri dobičku. Toda takšna delnica se ne upošteva pri delitvi dobička.

Iz 1. odstavka 251. člena ZGD-1 izhaja, da s prenosom oziroma odtujitvijo lastnih delnic na 3. osebe pravice iz lastnih delnic ponovno oživijo. Zakon zahteva, da so lastne delnice v celoti

vplačane. Razmerja pravic iz delnic se ob takšnem povečanju osnovnega kapitala ne spremenijo. Delniška družba ob odtujevanju lastnih delnic ne more od 3. osebe zahtevati poplačila emisijskega zneska, ki bi ga morala sama poravnati kot predhodna lastnica (225. člen ZGD-1).

2.2 Pridobitveni motivi lastnih delnic

Najbolj osnovna razlaga, zakaj podjetja kupujejo lastne delnice, je, da podjetja verjamejo v njihovo podcenjenost. Korže (2014, str. 69) podjetje opredeljuje kot generični pojem za skupek organiziranega premoženja, namenjenega za opravljanje gospodarske dejavnosti, ki mu pravni red neposredno ali posredno preko nosilca podjetništva (npr. gospodarske družbe) priznava status pravne osebe kot nosilca določenih pravic in obveznosti. Z nakupom lastnih delnic z diskontom do njene notranje vrednosti lahko tako ustvarijo vrednost za delničarje. To je hkrati najbolj logična razlaga, zakaj podjetje kupi lastne delnice. Cilj finančnega menedžmenta je namreč maksimirati vrednost za delničarje. Dallochio et al. (2006, str. 780) navajajo, da več različnih vidikov lahko razloži, zakaj bi podjetje kupilo nazaj svoje delnice, in sicer:

- Pomanjkanje priložnosti za investiranje na zahtevano stopnjo donosa. Vodstvo tako prenese sredstva delničarjem, da sami najdejo naložbe, ki izpolnjujejo njihove zahteve.
- Signaliziranje dobrih novic, vodstvo verjame, da so delnice podcenjene.
- Povečanje finančnega vzvoda, da se popolneje izkoristijo ustrezne davčne olajšave.
- Neposredna davčna spodbuda: če objekt prenese denar s podjetja na delničarje, je davčno bolj učinkovito odkupiti lastne delnice kot pa plačati dividende.
- Škodovati upnikom: odkup lastnih delnic povečuje tveganje poslovanja in tako zmanjšuje vrednost dolga. Upniki lahko poskušajo blokirati nakup lastnih delnic.
- Prenos vrednosti med delničarji, ki zavrnejo ponudbo zaradi razloga moči (želijo povečati svoj delež v podjetju), in delničarji, ki se strinjajo s prodajo nazaj svojih delnic po ceni, ki presega njihovo vrednost.

Nakupi lastnih delnic se izvajajo predvsem zaradi signalnih namenov, kar potrjujejo tudi empirične analize. Jagannathan et al. (1999) na tej točki poudarijo, da nakup lastnih delnic v primerjavi z dividendami da le malo znakov o prihodnjih dobičkih. Namreč, podjetja, ki dvignejo svoje dividende, vidijo povečanje dobičkov, kar pa ne drži za nakup lastnih delnic. Ciklična podjetja tako bolj verjetno uporabijo nakup lastnih delnic kot pa podjetja s stabilno rastjo.

2.2.1 Hipoteze pridobitvenih motivov lastnih delnic po Dittmarju

Dittmar (2000) v svoji analizi preučuje povezavo med povratnim nakupom (angl. *share repurchase*) delnic in izplačilom (angl. *distribution*), naložbo, kapitalsko strukturo, nadzorom vodenja in politiko kompenzacije za obdobje od 1977 do 1996. Ugotavlja, da podjetja kupujejo lastne delnice, da izkoristijo prednost potencialne podcenjenosti in da porazdelijo

presežni kapital. Podjetja torej kupujejo lastne delnice tudi, da spremenijo finančni vzvod, se obranijo prevzemov in preprečijo posledice redčenja delniških opcij. V nadaljevanju obravnavam vsako hipotezo podrobneje.

2.2.1.1 Hipoteza presežnega kapitala

Povratni nakup lastnih delnic in politika izplačila. Nakup lastnih delnic je tako kot plačilo dividend metoda, kako izplačati presežek kapitala delničarjem. V nasprotju z dividendami ima nakup lastnih delnic 2 bistveni prednosti. Prvič, ob nakupu na odprtem trgu (prevladujoč tip) podjetje nima zaveze za sam nakup. Drugič, ni pričakovanj, da se bo izplačilo redno izvajalo, tako kot dividende. Nakup lastnih delnic je tako bolj fleksibilno sredstvo izplačila kapitala. Kot sredstvo izplačila je lahko omenjena metoda tudi bolj zaželeno zaradi prednosti osebne davčne stopnje kapitalskih dobičkov. Ker so kapitalski dobički pogosto obdavčeni z nižjo stopnjo, kot pa dividende, davčna prednost nakupa lastnih delnic obstaja: samo del nakupa, ki predstavlja kapitalski dobiček, je obdavčen in investitorji lahko odložijo davek na kapitalski dobiček, dokler ne realizirajo dobička in prodajo svoje delnice.

2.2.1.2 Hipoteza podcenjenosti

Povratni nakup lastnih delnic in investicijska politika. Nakup lastnih delnic predstavlja fleksibilnost v izbiri izplačila ter v časovni komponenti. Ta fleksibilnost je koristna, ker podjetja lahko počakajo z nakupom, dokler cena delnice ni podcenjena. Na predpostavki, da informacijska asimetrija med insiderji in delničarji lahko povzroči, da je podjetje nepravilno vrednoteno, temelji hipoteza podcenjenosti. Če insiderji menijo, da je delnica podcenjena, jo lahko podjetje kupi kot signal trgu, da naj kupuje podcenjene delnice podjetja.

2.2.1.3 Hipoteza optimalnega razmerja finančnega vzvoda

Povratni nakup lastnih delnic in politika kapitalske strukture. Ko podjetje izplača kapital, se ta zmanjša. Stopnja finančnega vzvoda se poveča. Ob predpostavki, da optimalna stopnja finančnega vzvoda obstaja, lahko podjetja kupijo lastne delnice, da dosežejo to ciljno stopnjo. Če je stopnja finančnega vzvoda podjetja pod ciljno stopnjo, je torej bolj verjetno, da kupi lastne delnice. Kapitalska struktura podjetja tako vpliva na odločitev podjetja ali kupi lastne delnice.

2.2.1.4 Hipoteza spodbude upravljanja

Povratni nakup lastnih delnic in kompenzacijska politika. Nakup lastnih delnic z absorbiranjem kapitala ne spremeni le stopnje finančnega vzvoda. Vodstvu podjetja omogoča tudi porazdelitev denarja brez redčenja vrednosti delnice. Ko ima vodstvo delniške opcije, je lahko ohranjanje vrednosti delnice posebnega pomena. Torej, delniške opcije spodbujajo vodstvo, da nadomestijo nakup lastnih delnic z dividendami. Nakupi namreč ne razredčijo vrednosti delnice podjetja. Delnice, ki so zagotovljene menedžerjem, ko ti izvršujejo delniške

opcije, so pogosto iz naslova lastnih delnic. Za podjetje, ki torej kompenzira svoje vodstvo z velikim številom delniških opcij, je lahko nakup lastnih delnic zelo koristen.

2.2.1.5 Hipoteza odvrčanja prevzema

Povratni nakup lastnih delnic in nadzor družbe. Vsaka od prej omenjenih hipotez se nanaša na odločitev nakupa lastnih delnic na notranjo odločitev podjetja, ki vpliva na podjetje in investitorje. Kakorkoli, nakupi lahko vplivajo tudi na razmerje med podjetjem in zunanjimi strankami. Ob prisotnosti navzgor nagnjene krivulje ponudbe delnic lahko potencialna tarča poviša stroške prevzema z nakupom lastnih delnic. Nakupi lastnih delnic povišajo ceno prevzema, ker so delničarji, ki prodajajo svoje delnice v postopku nakupa lastnih delnic, tisti, ki imajo najnižje rezervacijske vrednosti. Torej, nakup lastnih delnic se lahko uporabi kot obramba pred prevzemom, ker lahko ta poveča najnižjo ceno, za katero je delnica na voljo. V skladu s to hipotezo je za podjetja, ki so bolj nagnjena, da postanejo tarča prevzema, bolj verjetno, da kupijo lastne delnice.

Dittmar (2000) omenjene hipoteze testira s Tobitovim modelom. Vzorec sestoji iz vseh podjetij na Compustatu (baza finančnih, statističnih in tržnih informacij o aktivnih in neaktivnih svetovnih podjetjih) in centra za raziskavo cen vrednostnih papirjev (angl. *Center for Research in Security Prices – CRSP*) v obdobju od 1977 do 1996. Finančne organizacije, javne službe (angl. *public utilities*) in transportna podjetja so iz analize izvzeta zaradi regulacije v vzorčnem obdobju. Motiv za nakup lastnih delnic omenjenih podjetij se lahko razlikuje od podjetij, ki niso regulirana, zato je izključitev smiselna.

V študiji potrdi, da podjetja kupujejo lastne delnice, ko so te podcenjene. Sklene tudi, da so velika podjetja nakupu lastnih delnic bolj naklonjena. Ob pozitivni korelaciji velikosti in dostopnosti informacij je za velika podjetja manj verjetno, da so nepravilno vrednotena. Ta 2 rezultata nakazujeta, da so tudi velika podjetja lahko nepravilno vrednotena in izkoristijo nakup lastnih delnic kot prednost pred potencialno podcenjenostjo delnic. Ikenberry et al. (1995) navajajo, da večina podjetij, ki kupi lastne delnice na dolgi rok, prinese nenormalne donose.

Podjetja tudi kupujejo lastne delnice, da izplačajo presežek kapitala, da povečajo neto finančni vzvod, da se izognejo prevzemu in da se izognejo učinku razredčenja delniških opcij. Analiza potrdi, da podjetja kupujejo lastne delnice tudi z motivom razdelitve presežka kapitala. Podjetja, ki kupujejo lastne delnice, nimajo nižjega razmerja pri izplačilu (angl. *payout ratio*), kar nakazuje, da nakup lastnih delnic ne nadomesti dividend in da davčna ugodnost nakupa lastnih delnic ne povzroči le-tega. Povezava med nakupom in presežkom kapitala tudi vpliva na neto stopnjo finančnega vzvoda. Če je neto stopnja finančnega vzvoda nižja od ciljne višine, potem podjetja kupujejo lastne delnice, da tega povečajo. Analiza pokaže, da to velja za vsako leto po letu 1987.

Podjetja kupujejo delnice zaradi obrambe pred prevzemom. V analizi to sovпада z obdobjem, ko so prevzemi na vrhuncu, in sicer v srednjih in poznih 80. letih prejšnjega stoletja, ko je trg združitve zelo aktiven. V teh letih je tako več podjetij izpostavljenih nezaželenim poizkusom prevzema. Za to obdobje je tako značilna rast ukrepov proti prevzemom. Večji odstotek podjetij v obdobju srednjih in poznih 80. let in v nekaterih obdobjih 90. let kupi lastne delnice zaradi obrambe pred prevzemom. Pomembnost prevzemnega motiva v obdobju, ko so prevzemi na vrhuncu, kaže, kako zunanji vplivi lahko vplivajo na odstotek podjetij, ki kupujejo lastne delnice.

V poznih 80. letih in zgodnjih 90. letih podjetja začnejo bolj uporabljati delniške opcije za kompenzacijo vodstva. Uporaba delniških opcij lahko poviša odstotek podjetij, ki imajo raje nakup lastnih delnic kot pa dividende. Nakupi lastnih delnic namreč ne razredčijo vrednosti delnice (angl. *per-share value of the stock*). Omenjena domneva je v analizi potrjena. Nakup lastnih delnic iz razloga njihove podcenjenosti je najbolj konsistentno značilen motiv v omenjeni analizi. To je le eden izmed pomembnih motivov za nakup lastnih delnic. Torej mnogo dejavnikov vpliva na odločitev o nakupu lastnih delnic. Podjetje lahko kupi delnice samo iz naslova enega razloga ali pa, ko je izpolnjenih več dejavnikov.

2.3 Prednosti in slabosti odkupa lastnih delnic

Ekonomska literatura s področja korporativnih financ navaja prednosti in slabosti odkupa lastnih delnic, pri čemer je zaslediti več prednosti kot slabosti. Najprej navajam prednosti odkupa lastnih delnic, nato pa še slabosti odkupa lastnih delnic.

2.3.1 Prednosti odkupa lastnih delnic

Prednosti odkupa lastnih delnic so naslednje:

- Objave odkupa lastnih delnic so videne kot pozitiven signal s strani investorjev. Odkup je namreč pogosto motiviran s prepričanjem menedžmenta, da je delnica podjetja podcenjena.
- Delničarji imajo možnost, ko podjetje izplača denar z odkupom lastnih delnic – lahko prodajo ali ne. Z dividendo na drugi strani morajo delničarji to sprejeti in plačati davek. Torej, tisti delničarji, ki potrebujejo denar, lahko prodajo nekaj delnic, medtem ko tisti, ki denarja iz tega naslova trenutno ne potrebujejo, preprosto ohranijo svoje delnice. Z davčnega vidika odkup obema tipoma delničarjem omogoča, da dobijo, kar želijo.
- Dividende so »lepljive« na kratki rok, ker menedžmenti neradi večajo dividende, če povišanje ne bo vzdrževano v prihodnosti. Menedžmenti neradi nižajo dividende zaradi negativnega signala, ki ga rez daje. Če je presežek denarnega toka torej mišljen samo začasno, menedžment morda izplačilo raje opravi v obliki odkupa lastnih delnic, kot pa da objavi dividendo, ki se ne more ohranjati v prihodnosti.
- Podjetja lahko uporabijo rezidualni model, da postavijo ciljno denarno izplačilo in nato razdelijo izplačilo v komponento dividend in komponento odkupa lastnih delnic.

Razmerje izplačila dividend je relativno nizko, dividende same pa relativno varne in bodo rastle kot rezultat upadajočega števila izdanih delnic. Podjetje ima pri tem več fleksibilnosti pri prilagoditvi skupnega izplačila kot jo ima pri izplačilu samo v obliki dividende, ker se odkupi lastnih delnic lahko iz leta v leto spreminjajo in pri tem ne dajejo negativnih signalov.

- Odkupi lastnih delnic se lahko uporabijo za obsežne spremembe v strukturi kapitala.
- Podjetja, ki uporabljajo delniške opcije kot pomembno komponento kompenzacije zaposlenih, lahko odkupijo lastne delnice in potem uporabijo te delnice, ko zaposleni uveljavijo svoje opcije. S tem se izognemo izdaji novih delnic in razredčenju zaslužkov.

2.3.2 Slabosti odkupa lastnih delnic

Slabosti odkupa lastnih delnic se kažejo predvsem v tem, da:

- Delničarji lahko niso indiferentni med dividendami in kapitalskimi dobički in cena delnica lahko pridobi več z dividendami kot pa z odkupom lastnih delnic. Dividende so na splošno odvisne, medtem ko odkupi lastnih delnic niso.
- Delničarji, ki prodajajo, se mogoče ne zavedajo v celoti vseh posledic odkupa lastnih delnic ali mogoče nimajo vseh primernih informacij o sedanjih in prihodnjih dejavnostih korporacije. Podjetja na splošno objavijo programe odkupov lastnih delnic pred samim začetkom, da se izognejo potencialnim tožbam delničarjev.
- Podjetje lahko plača preveč za lastne delnice na škodo preostalih delničarjev. Če želi podjetje pridobiti razmeroma veliko količino lastnih delnic, potem je lahko ponujena cena nad njeno ravnotežno ravno in pade, ko podjetje preneha z odkupom lastnih delnic.

2.4 Metode pridobivanja lastnih delnic

Proces odkupa lastniškega kapitala (angl. *equity*) bo odvisen predvsem od tega, ali podjetje namerava odkupiti delnice na odprtem trgu po prevladujoči tržni ceni ali da naredi bolj formalno ponudbo svojih delnic. Obstajajo 3 pogosto uporabljeni pristopi za odkup lastniškega kapitala (Damodaran, 2010, str. 548).

Gre za tehnično pridobitev lastnih delnic. Tako ločimo nakup preko borze (angl. *open market repurchase*), preko javne ponudbe (angl. *self tender offer*) in v obliki ponudbe samo enemu delničarju (angl. *negotiated repurchase*). Javna ponudba pa lahko nadalje nastopa v naslednjih pojavnih oblikah, in sicer na osnovi fiksne cene (angl. *fixed price offer*), t. i. nizozemskega postopka dražbe (angl. *dutch auction*), in na osnovi prenosa pravic (angl. *transferable put rights*). Za vse nakupne ponudbe (ponovne pridobitve) je po 221. členu ZGD-1 treba upoštevati načelo enakega obravnavanja delničarjev, naslovljene pa morajo biti na vse delničarje.

V primeru nakupa lastnih delnic preko borze se sklepa, da je omenjen pogoj dosežen. Vlogo posebnega obvestila o nameri pridobitve lastnih delnic zakonsko ustrezno izpolnjuje

pooblastilo upravi na osnovi sklepa skupščine. Intenzivnost signalnosti oziroma ponudba premije, prenos stroškov, prilagodljivost izvedbe in želena količina nakupa lastnih delnic so razlikovalne determinante metod pridobitve lastnih delnic. Od cilja, ki ga družba zasleduje ob upoštevanju zakonskih pogojev, je odvisna izbira metode. V nadaljevanju opisujem vsako metodo posebej.

2.4.1 Nakup preko borze

Najbolj preprosta metoda pridobitve lastnih delnic je nakup preko borze. Gre za anonimno pridobitev lastnih delnic na organiziranem sekundarnem trgu – borzi vrednostnih papirjev, pridobitev je neposredna in po tržni ceni v danem trenutku odkupa. Gre za manjše transakcije skozi daljše časovno obdobje. Metoda ponuja veliko prilagodljivosti, saj lahko podjetje izbere primeren čas za nakup. V nasprotju z ostalimi metodami je tudi stroškovno učinkovita. Plačilo premije in tveganje oblikovanja cene oziroma določanja premije, anonimna pridobitev na trgu po borznem tečaju odpravlja. Slaba likvidnost delnice je tako edina omejitev pridobivanja lastnih delnic preko borze. Čeprav so programi nakupa preko borze videti kot najcenejša pot odkupa delnic, so pogosto predmet različnih omejitev glede obsega odkupa in plačane cene. Na primer, v ZDA podjetjem ni dovoljeno na mesec odkupiti več kot 25 odstotkov povprečnega dnevnega obsega trgovanja (Vermaelen, 2005, str. 178). V nasprotju z javno ponudbo programi odkupa na odprtem trgu niso zavezujoči. Podjetje ima torej možnost, ne pa obveznosti, da odkupi lastne delnice.

2.4.2 Javna ponudba odkupa

Javna ponudba se lahko izvede v 3 oblikah, in sicer kot ponudba s fiksno ceno, nizozemska avkcija ali kot izdaja prenosa pravic. Ta metoda je običajno uporabljena s strani institucionalnih investitorjev. Na ta način ščitijo tečaj trga, saj običajno odsvajajo večje pakete delnic. Močna signalnost je glavni argument izbire javne ponudbe odkupa.

2.4.2.1 Fiksna cena

Grullon in Ikenberry (2000, str. 32) opisujeta, da metoda vključuje »podjetje, ki ponuja enotno ceno vsem delničarjem za določeno število delnic.« Bistven element te metode je, da je ponudbena cena določena s strani vodstva podjetja, delničarji neposrednega vpliva na ponudbeno ceno nimajo. Ponudbena cena je veljavna za določen čas (tipično 2 ali 4 tedne), v tem času se zainteresirani delničarji vpišejo k ponudbi s sprejetjem ponudbene cene.

V primeru, da je ponujena količina delnic s strani delničarjev premajhna in da podjetje določi določen prag pred objavo ponudbe, se lahko podjetje poslu odpove. V primeru nadaljevanja odkupa lastnih delnic je le omejena količina pridobljena s strani delničarjev, ki sprejmejo ponudbeno ceno. V primeru, da je količina ponujenih delnic večja od želene, je delničarjem dodeljen denar na osnovi sorazmernosti (lat. *pro rata*).

Na splošno se ponudba s fiksno ceno uporablja s strani podjetij, ki hočejo odkupiti velik delež izdanih delnic (angl. *issued shares*) v kratkem časovnem roku. Uspešna ponudba pogosto zajema očitno premijo glede na tržno ceno delnice, torej je ta metoda lahko zelo draga. Premija ima tudi pozitivne vidike, saj lahko podjetje s tem daje močen signal, da cena delnice ne odraža njene resnične vrednosti oziroma je podcenjena.

2.4.2.2 Nizozemska avkcija

Namesto enotne ponudbene cene nizozemska avkcija določa razpon cen, znotraj katerih vsak delničar, ki ponuja svoje delnice podjetju v odkup, izbere svojo minimalno sprejemljivo prodajno ceno. Vsak delničar, ki je pripravljen prodati svoje delnice, obvesti podjetje o številu delnic, ki jih je pripravljen prodati, in minimalno sprejemljivo prodajno ceno.

Na koncu ponudbenega obdobja vodstvo zbere individualne ponudbe in jih razvrsti po ceni. Natančna raven cene, po kateri je odkup lastnih delnic končan, je določena z dodajanjem števila ponujenih delnic, začenši pri najnižji ceni, ki jo določi vodstvo. Cena se ustavi na točki, pri kateri je skupno število delnic enako programu odkupa lastnih delnic. Vsi delničarji, ki ponujajo delnice na tej določeni ravni ali pod njo, so vključeni v program ponovnega odkupa in vsi dobijo enako ceno za delnico (Grullon & Ikenberry, 2000, str. 32).

Zaradi več razlogov je nizozemska dražba za podjetje lahko bolj ugodna v primerjavi s ponudbo s fiksno ceno. Prvič, če je cilj odkupa lastnih delnic preprosto znižati število izdanih delnic, je na splošno ceneje kupiti določeno število delnic skozi nizozemsko dražbo kot pa ponudbo s fiksno ceno. Drugič, za razliko od nizozemske dražbe, kjer podjetje odkupi delnice od delničarjev z najnižjo rezervacijsko ceno, mora v primeru ponudbe s fiksno ceno podjetje vse delničarje, ki ponujajo svoje delnice v odkup, obravnavati enako, ne glede na njihovo rezervacijsko ceno. Verjetno je, da se podjetje najprej znebi najbolj črnogledih delničarjev, še posebej, ko se sooča s sovražnim ponudnikom.

2.4.2.3 Izdaja prenosa pravic

Gre za opcijsko pogodbo, ki jo podjetje izda delničarju in mu da pravico in ne obveznosti, da delnice proda nazaj podjetju po določeni izvršilni ceni na ali pred datumom poteka veljavnosti pogodbe. Izdaja prenosa pravic ščiti delničarja pred možnostjo strmega padca cene delnice in posledično masivne izgube.

2.4.3 Odkup od določenega delničarja

Damodaran (2010, str. 548) opisuje, da v primeru zasebno dogovorjenega odkupa podjetje odkupi lastne delnice od velikega delničarja po ceni, ki je dogovorjena. Ta metoda ni tako široko uporabljana kot ostali 2 in je lahko uporabljena s strani vodstva ali lastnikov kot način utrditve nadzora in odstranitve nadležnega delničarja.

Dogovorjena cena običajno vsebuje tudi premijo. Ostali delničarji ne morejo sodelovati, saj se takšna prodaja ne opravlja preko kapitalskega trga. Celoten postopek je nefleksibilen, signalni učinek pa zanemarljiv. Odkup od 1 delničarja ima običajno na tečaj delnice negativen vpliv. Uprava mora namreč skupini delničarjev oziroma večjim delničarjem, ki v času poskusa sovražnega prevzema sporočajo svojo pripravljenost za prodajo delnic, plačati povišano premijo. 221. člen ZGD-1 določa, da morajo družbe pri pridobivanju lastnih delnic vse delničarje enakopravno obravnavati. Takšna oblika pridobivanja lastnih delnic je tako po mojem mnenju vprašljiva.

3 VIRI FINANCIRANJA TER BILANČNI PRIKAZ PRIDOBITVE LASTNIH DELNIC

ZGD-1 v 2. odstavku 247. člena določa, da je (odplačna) pridobitev lastnih delnic dovoljena le, če družba pridobi delnice tako, da oblikuje rezerve za lastne delnice. Ob tem se ne smejo zmanjšati osnovni kapital ali po zakonu ali statutu predpisane rezerve, ki se ne smejo uporabljati za plačilo delničarjem. Prek tega pravila se uresničuje načelo ohranjanja (vezanega) kapitala v zvezi z (odplačno) pridobitvijo lastnih delnic. Z novelo ZGD-F v slovenski zakonodaji prav rezerve, ki so uvrščene v poglavje poslovnih knjig in letnih poročil, doživijo največ sprememb. S prilagajanjem slovenske pravne ureditve pravu EU pride do uskladitve ZGD-1 z Direktivo o letnih poročilih (78/660/EEC – 4. bilančna direktiva) in Direktivo o konsolidiranih letnih poročilih (83-349/EEC – 7. direktiva o konsolidaciji bilanc). Največ sprememb iz naslova oblikovanja in uporabe rezerv ZGD-1 povzema po nemškem pravnem krogu.

Osnovna delitev rezerv je na kapitalske rezerve in rezerve iz dobička. Bistvena razlika med njima se kaže v tem, da se lahko kapitalske rezerve oblikujejo le iz dodatnih vplačil družbenikov ali 3. oseb v kapital ali kot rezultat nominalnega znižanja osnovnega kapitala. Rezerve iz dobička pa se lahko po 2. odstavku 64. člena ZGD-1 oblikujejo samo iz zneskov čistega dobička poslovnega leta in prenesenega dobička.

Rezerve iz dobička se po 2. odstavku 64. člena ZGD-1 delijo na:

- zakonske rezerve,
- rezerve za lastne deleže,
- lastne deleže (kot odbitna postavka),
- statutarne rezerve,
- druge rezerve iz dobička.

Vplačani presežek kapitala oziroma zneski, ki jih družba pridobi iz vplačil, ki presegajo najmanjše emisijske zneske delnic ali zneske osnovnih vložkov, se po 1. odstavku 64. člena ZGD-1 izkažejo kot kapitalske rezerve. Podobno se kot kapitalske rezerve izkažejo zneski na

podlagi poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala oziroma na podlagi zmanjšanja osnovnega kapitala z umikom deležev. Višina zakonskih rezerv je opredeljena z 10 odstotki oziroma z v statutu določenem višjem odstotku osnovnega kapitala. Odvisna je od vsote zakonskih rezerv in kapitalskih rezerv. Korporacijska teorija omenjeno vsoto imenuje zakonski rezervni sklad. Ta se mora oblikovati postopno z vsakoletnim odvajanjem 5 odstotkov zneskov letnega čistega dobička v zakonske rezerve, če ga družba ne oblikuje s presežki vplačil kapitala (kot agio na delnice oziroma poslovne deleže oziroma hibridne vrednostne papirje).

ZGD-1 v 5. odstavku 64. člena določa, da mora družba, ki v poslovnem letu pridobi lastne deleže v bilanci stanja za to poslovno leto, oblikovati rezerve za lastne deleže v višini zneskov, ki so plačani za pridobitev lastnih deležev. Rezerve za lastne deleže so vrsta rezerv iz dobička. Vira za oblikovanje rezerv za lastne deleže sta po prej omenjenem členu v povezavi s 1. odstavkom 230. člena ZGD-1:

- Del čistega dobička, ki ostane po njegovi morebitni uporabi za kritje prenesene izgube in za (dodatno) oblikovanje zakonskih rezerv, kot to določata 2. odstavek 64. člena v zvezi s 1. in 2. točko prvega odstavka 230. člena ZGD-1.
- Preneseni dobiček (tisti del dobička, ki ga skupščina preteklega leta na podlagi 7. odstavka 230. člena ZGD-1 ne nameni razdeliti med delničarje ali druge v statutu določene namene).

Poleg obligatornih rezerv lahko družba za lastne deleže oblikuje tudi fakultativne rezerve za lastne deleže. Te oblikuje bodisi iz statutarnih rezerv bodisi iz zneska drugih rezerv iz dobička:

- Statutarne rezerve, ki jih je dovoljeno uporabiti za oblikovanje rezerv za lastne deleže samo, če statut za njihov namen določa, da se te smejo uporabiti za oblikovanje rezerv za lastne deleže. Statutarna opredelitev teh rezerv mora določiti njihovo višino bodisi v absolutnem znesku bodisi v deležu od osnovnega oziroma celotnega lastnega kapitala ali deleža zneska čistega dobička, ki se v posameznem poslovnem letu lahko v skladu z zakonom nameni za oblikovanje statutarnih rezerv ter namene, za katere se statutarne rezerve lahko uporabijo.
- Druge rezerve iz dobička, ki se lahko oblikujejo samo iz preostalega čistega dobička preteklih let oziroma čistega dobička poslovnega leta. Glede dovoljenosti uporabe teh rezerv za oblikovanje rezerv za lastne deleže je treba razlikovati 3 položaje, katerih bistven kriterij je ali družba izkazuje preneseno izgubo ali ne:
 - Družba ne izkazuje prenesene izgube: v omenjenem primeru se lahko za oblikovanje rezerv za lastne deleže uporabi celoten znesek drugih rezerv iz dobička.
 - Družba izkazuje preneseno izgubo, ki je vrednostno manjša od zneska drugih rezerv iz dobička: razlika med celotnim zneskom drugih rezerv iz dobička in zneskom izkazane prenesene izgube predstavlja višino, do katere se lahko oblikujejo rezerve za lastne deleže iz naslova drugih rezerv iz dobička.

- Prenesena izguba družbe, ki je izkazana, je enaka ali večja od drugih rezerv iz dobička: drugih rezerv iz dobička v tem primeru ni dovoljeno uporabiti za oblikovanje rezerv za lastne deleže.

Iz analize rezerv je mogoče ugotoviti, da osnovni kapital sam ne predstavlja zadostnega varstva za upnike. Temu se dodajajo še rezerve, ki so vezane na velikost osnovnega kapitala. Skupaj naj bi navedeni kategoriji »zadovoljivo« zaščitili upnike pred izgubo svojih terjatev. Preko pravil o izplačilni prepovedi za delničarje in zakonskega rezervnega sklada se dodatno utrjuje znesek osnovnega kapitala in povečuje garancija do upnikov (Bratina et al., 2008, str. 157).

3.1 Zakonski vrstni red uporabe čistega dobička

Zakon natančno ureja vrstni red uporabe čistega dobička za oblikovanje drugih rezerv iz dobička, odločanje o uporabi bilančnega dobička, možnosti za uporabo bilančnega dobička, ne le za razdelitev med delničarje, temveč tudi za druge namene ter prenos dobička (Ivanjko et al., 2009, str. 506, 507). Gre za normativno natančno določen vrstni red uporabe čistega dobička, ki ga družba izkaže v poslovnem letu. Čisti dobiček se mora ob sestavi letnega poročila uporabiti za namene po naslednjem vrstnem redu:

- za kritje prenesene izgube,
- za oblikovanje zakonskih rezerv,
- za oblikovanje rezerv za lastne delnice,
- za oblikovanje statutarnih rezerv (prvi odstavek 230. člena ZGD-1).

Vrstni red je določen kogentno. Skupščina ga s svojim sklepom ali drugačno statutarno ureditvijo ne more spremeniti. ZGD-1 v 20. točki 5. odstavka določa, da družba, ki za prejšnje leto izkaže izgubo, ki ni bila pokrita, to izkaže v izkazu poslovnega izida kot preneseno izgubo.

Novela ZGD-F v celoti opusti predhodno ureditev o razporejanju dobička in pokrivanju izgube. Po predhodni ureditvi je namreč družba lahko izgubo pokrila najkasneje v naslednjih 5 letih v breme tedanjih prihodkov, nato pa z odpisi sestavnih delov kapitala. Izgube so se kopičile, hkrati se je dobiček delil med delničarje. V praksi je zaradi takšne ureditve prihajalo do kapitalskih družb z negativnim kapitalom. Omenjeno ni bilo v skladu z 2. kapitalsko direktivo EU. Omenjeno pa je tudi v nasprotju z zakonsko zahtevo po minimalnem osnovnem kapitalu, ki mora biti zagotovljen ob ustanovitvi in v nadaljevanju. Kršeno je torej načelo zagotovitve in ohranitve osnovnega kapitala.

Obveznost kritja izgube zakonsko ni predpisana niti iz zakonskih rezerv niti iz drugih rezerv iz dobička niti iz osnovnega kapitala. V teh primerih lahko dejstvo nepokritja prenesene izgube pomeni nemožnost uporabe teh rezerv ali drugih rezerv iz dobička za druge namene

oziroma za razdelitev dobička delničarjem. Nepokrita izguba namreč avtomatično računsko znižuje bilančni dobiček. Velja, da dokler je izguba nepokrita, ni bilančnega dobička.

Če družba po 5. odstavku 64. člena nima na voljo dovolj čistega dobička, da oblikuje rezerve za lastne delnice oziroma deleže, je lahko derivativna pridobitev lastnih delnic tudi nezakonita. Za oblikovanje rezerv za lastne delnice se lahko v tem primeru uporabijo drugi razpoložljivi viri, predvsem druge rezerve iz dobička, pa tudi že oblikovane statutarne rezerve, če jih je mogoče uporabiti v ta namen. Za nedopustno pridobitev lastnih delnic se šteje, če družba za oblikovanje rezerv za lastne delnice nima na voljo niti teh virov.

3.2 Lastna delnica po splošno sprejetih računovodskih načelih

Bragg (2011, str. 1005) navaja, da je lastna delnica (angl. *treasury stock*) delnica korporacije, ki je izdana (angl. *issued*), postopoma pridobljena (angl. *reacquired*) s strani podjetja in še ne ponovno izdana ali umaknjena (angl. *cancelled*). Lastna delnica ne zmanjša števila izdanih delnic, zmanjša pa število delnic, ki so v rokah delničarjev (angl. *outstanding shares*), kakor tudi delničarski lastniški kapital (angl. *stockholders' equity*). Te delnice niso upravičene do denarnih dividend. Lastna delnica ni sredstvo (angl. *asset*), čeprav je lahko v zelo omejenih okoliščinah prikazana kot sredstvo, če je ustrezno razkrita (angl. *disclosed*). Splošno sprejeta računovodska načela (angl. *generally accepted accounting principles – GAAP*) navajajo 3 metode za obravnavo lastnih delnic, in sicer stroškovno metodo (angl. *cost method*), metodo nominalne vrednosti (angl. *par value method*) ter konstruktivno metodo umika (angl. *constructive retirement method*). Vse 3 metode opisujem v nadaljevanju.

3.2.1 Stroškovna metoda

Po stroškovni metodi se bruto strošek ponovno pridobljenih lastnih delnic zaračuna na nasprotni kapitalski račun (angl. *treasury stock*). Kapitalski računi, ki so knjiženi za izdajo prvotne izdaje delnic (navadne delnice, vplačan kapital v presežku nominalne vrednosti itd.), ostajajo nedotaknjeni. Ko so lastne delnice ponovno izdane (angl. *reissued*), se prihodki, ki presegajo stroške, knjižijo v konto vplačanega kapitala. Vsaka pomanjkljivost se zaračuna zadržanim dobičkom (angl. *retained earnings*), razen če vplačan kapital iz prejšnjih transakcij z lastnimi delnicami obstaja. V tem primeru se pomanjkanje zaračuna pod ta račun, kakršni koli presežki se zaračunajo zadržanim dobičkom.

Če je opravljenih veliko nakupov lastnih delnic, mora biti sprejeta predpostavka toka stroškov (metoda zaporednih cen, angl. *first in first out - FIFO* ali specifična identifikacija) za izračun presežkov in pomanjkljivosti ob naslednjih izdajah delnic (angl. *reissuances*). Metoda se izogne prepoznavanju in obračunavanju zneskov, povezanih s prvotno izdajo delnic. V tem je prednost te metode. Je lažja, pogosteje uporabljena in najbolj dosledna metoda z zasnovo 1 transakcije.

Zaradi dejstva, da je korporacija srednja oseba (angl. *middle person*) pri menjavi delnic od 1 delničarja do 2., ta zasnova meni, da klasifikacija delničarskega lastniškega kapitala ne bi smela biti izpostavljena. V bistvu gre tu torej samo za prenos delnic med 2 delničarjema. Ker so prvotne bilance v kapitalskih računih nemotene, je uporaba te metode najbolj sprejeta v primeru, ko korporacija pridobi lastne delnice za druge razloge in ne za namen umika ali ko njihova končna dispozicija še ni odločena.

3.2.2 Metoda nominalne vrednosti

Po metodi nominalne vrednosti je račun lastnih delnic zaračunan samo za agregatno nominalno (ali vpisano) vrednost ponovno pridobljenih lastnih delnic. Drugi računi vplačanega kapitala (presežek nad nominalno vrednostjo itd.) so oproščeni v sorazmerju zneskov, prepoznanih po prvotni izdaji delnic. Pridobitev lastnih delnic je obravnavana skoraj kot umik (angl. *retirement*) lastnih delnic.

Račun navadnih ali prednostnih delnic ostaja nespremenjen, s čimer ohranja razliko med dejanskim umikom in transakcijo lastnih delnic. Ko so lastne delnice po metodi nominalne vrednosti kasneje preprodane, predstavlja presežek prodajne cene nad nominalno vrednostjo vplačan kapital (angl. *paid-in capital*). Ponovna izdaja za ceno pod nominalno vrednostjo ne ustvari pogojne obveznosti (angl. *contingent liability*) za kupca. Samo prvotni kupec tvega to obveznost do upnikov podjetja.

3.2.3 Konstruktivna metoda umika

Omenjena metoda je podobna metodi nominalne vrednosti. Razlika je v tem, da je agregatna nominalna (ali vpisana) vrednost ponovno pridobljenih lastnih delnic zaračunana računu delnic in ne računu lastnih delnic. Ta metoda je superiorna, ko menedžment nima namena ponovne izdaje (angl. *reissuance*) delnic v razumnem roku ali ko država inkorporiranja (angl. *state of incorporation*) opredeli ponovno pridobljene delnice kot umaknjene (angl. *retired*). Določene države zahtevajo, da se lastne delnice obračunavajo po tej metodi. Zasnova dvojne transakcije je najbolj dosledna z metodo nominalne vrednosti in konstruktivno metodo umika. Prvič, ponovna pridobitev lastnih delnic je videna v smislu krčenja kapitalske strukture. Drugič, ponovna izdaja delnic je enaka kot izdaja novih delnic. Le malo razlik je med nakupom in poznejšo ponovno izdajo lastnih delnic ter pridobitvijo in umikom prej izdanih in izdajo novih delnic.

Lastne delnice, prvotno obračunane po stroškovni metodi, so lahko naknadno prevrednotene, da so v skladu s konstruktivno metodo umika. V primeru, da so lastne delnice pridobljene z namenom kasnejše ponovne izdaje ter se kasneje določi, da takšna ponovna izdaja ni verjetna, je pravilno, da se transakcija preknjiži.

V Sloveniji družba sama sebi ne more biti lastnik deleža. Če fingiramo, lahko ugotovimo, da je vrednost lastnih delnic enaka 0, saj družba načeloma iz njih nima nobenih pravic. Zato je treba tudi uravnotežiti bilanco stanja in je delež pridobljenih lastnih delnic treba upoštevati kot odbitek na pasivni strani. S tem pa prikazujemo »napačno« bilančno vrednost družbe (višjo). Če bi prišlo do stečaja družbe, je to vredno 0, zato Američani to preprosto odstranijo iz kapitala. Zaradi tega dejstva je njihova pridobitev »lastnih delnic« enaka izplačilu iz družbe in te umaknejo, da jih po potrebi lahko spet kdaj izdajo s prodajo. Zato gre v ZDA pri pridobitvi lastnih delnic za vrnitev vloška, s tem pa tudi za podrejenost glede testa solventnosti in likvidnosti kot pri kateremkoli izplačilu.

V nadaljevanju podajam primer knjiženja lastnih delnic po vseh 3 metodah. Knjižim naslednja dogodka: 100 delnic po nominalni vrednosti 50 \$, ki so prvotno prodane za 60 \$ na delnico, te pa so kasneje odkupljene nazaj po ceni 70 \$. Tabela 1 nam prikazuje knjiženje lastnih delnic po vseh treh metodah.

Tabela 1: Knjiženje pridobitve lastnih delnic po stroškovni metodi, metodi nominalne vrednosti in konstruktivni metodi umika

Stroškovna metoda	Metoda nominalne vrednosti	Konstruktivna metoda umika
Lastne delnice 7.000 \$	Lastne delnice 5.000 \$	Navadne delnice 5.000 \$
Denar 7.000 \$	Dodatno vplačan kapital 1.000 \$	Dodatno vplačan kapital 1.000 \$
/	Zadržani dobički 1.000 \$	Zadržani dobički 1.000 \$
/	Denar 7.000 \$	Denar 7.000 \$

Vir: M. S., Bragg, GAAP, Generally Accepted Accounting Principles, 2011, str. 1007.

Kot je razvidno iz Tabele 1, odkup 100 delnic po ceni 70 \$ (nominalna vrednost delnice je 50 \$) po stroškovni metodi knjižim na naslednji način: agregatna vrednost odkupljenih lastnih delnic 7.000 \$ (100×70 \$) na aktivni strani bilance stanja predstavlja denar. Na pasivni strani bilance stanja pa 7.000 \$ knjižim pod račun lastnih delnic.

Po metodi nominalne vrednosti predstavlja račun lastnih delnic agregatno nominalno vrednost, v mojem primeru 5.000 \$, število odkupljenih delnic namreč pomnožim z njeno nominalno vrednostjo (100×50 \$). Presežek prodajne cene nad nominalno vrednostjo predstavlja dodatno vplačan kapital. V mojem primeru je to 1.000 \$ (100×10 \$). Razlika med prvotno prodajno ceno in ceno, po kateri so delnice kupljene nazaj, predstavlja zadržane dobičke v vrednosti 1.000 \$ (100×10 \$). Omenjene postavke knjižim na pasivni strani

bilance stanja. Na aktivni strani pa 7.000 \$ predstavlja denar. Kot že omenjeno, je konstruktivna metoda umika podobna metodi nominalne vrednosti. Razlika je v tem, da je agregatna nominalna (ali vpisana) vrednost ponovno pridobljenih lastnih delnic zaračunana računu delnic in ne računu lastnih delnic.

Zdaj pa knjižim dogodek, da je vseh 100 delnic postopoma ponovno prodanih za 7.500 \$. Tabela 2 nam prikazuje knjiženje tega dogodka po vseh 3 metodah.

Tabela 2: Knjiženje ponovne prodaje delnic po stroškovni metodi, metodi nominalne vrednosti in konstruktivni metodi umika

Stroškovna metoda	Metoda nominalne vrednosti	Konstruktivna metoda umika
Denar 7.500 \$	Denar 7.500 \$	Denar 7.500 \$
Lastne delnice 7.000 \$	Lastne delnice 5.000 \$	Navadne delnice 5.000 \$
Dodatno vplačan kapital 500 \$	Dodatno vplačan kapital 2.500 \$	Dodatno vplačan kapital 2.500 \$

Vir: M. S., Bragg, GAAP, Generally Accepted Accounting Principles, 2011, str. 1007.

Kot je razvidno iz Tabele 2, knjižim dogodek prodaje vseh 100 delnic za 7.500 \$ po stroškovni metodi na naslednji način: delnice so prodane za omenjen znesek in tako 7.500 \$ knjižim pod aktivno stran bilance stanja kot denar. Poudarjam, da je 100 delnic prvotno odkupljenih po ceni 70 \$ za delnico. 7.000 \$ (100×70 \$) tako knjižim kot lastne delnice na pasivni strani bilanci stanja. Razliko med vrednostjo denarja in lastnimi delnicami, 500 \$, pa predstavlja dodatno vplačan kapital, ki ga prav tako knjižim na pasivni strani bilance stanja.

Po metodi nominalne vrednosti knjižim vrednost prodanih delnic, 7.500 \$ na aktivni strani bilance stanja kot denar. Agregatno nominalno vrednost lastnih delnic v vrednosti 5.000 \$ (100×50 \$) knjižim na pasivni strani bilance stanja kot lastne delnice. Dodatno vplačan kapital (2.500 \$) predstavlja razliko med vrednostjo denarja in lastnimi delnicami in ga knjižim na pasivno stran bilance stanja. Pri konstruktivni metodi je postopek knjiženja enak, edina razlika je v tem, da lastne delnice obravnavam v smislu navadnih delnic in jih zato knjižim pod konto navadnih delnic.

4 ZLORABE TRGA (NOTRANJE INFORMACIJE IN TRŽNA MANIPULACIJA)

Pravila o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji so predmet posebnih pravil, ki urejajo kapitalske trge. Direktiva o zlorabi trga je v slovenskem pravnem redu implementirana z zakonom o trgu finančnih instrumentov (Ivanjko et al., 2009, str. 535). Ena najhujših kršitev na trgu finančnih instrumentov je zloraba trga. Zakon o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS, št. 55/12, v nadaljevanju ZTFI) v 10. poglavju opredeljuje prepovedana ravnanja zlorabe trga in obveznosti za preprečevanje in odkrivanje teh zlorab. Evropska Direktiva o zlorabi trga s svojimi določbami je že vključena v omenjen zakon. Glavni namen direktive je zagotoviti integriteto finančnih trgov v Evropski skupnosti. Povečati hoče tudi zaupanje vlagateljev v te trge. Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATPV) izvaja nadzor nad delovanjem trga finančnih instrumentov. Odkriva ter preprečuje zlorabe trga ter ukrepa proti tovrstnim dejanjem. Trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržna manipulacija sta prepovedani ravnanji zlorabe trga finančnih instrumentov. ZTFI jih kot prepovedani ravnanji zlorabe trga določa v 372. členu.

4.1 Notranje informacije in prepoved trgovanja na njihovi podlagi

Glavni razlog za pravno ureditev dostopnosti informacij na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev je dejstvo, da so informacije, ki so investitorjem potrebne za oceno potencialne naložbe, mnogokrat dostopne le omejenemu številu oseb. Na nereguliranem trgu tako obstaja možnost, da bodo navadni investitorji oškodovani glede na tiste, ki imajo dostop do nejavnih informacij (Jamnik et al., 2000, str. 194). Prepovedano je pridobivanje vrednostnih papirjev ter kakršnokoli razpolaganje z njimi osebam z notranjimi informacijami. Tu je mišljeno predvsem njihovo prodajanje. V pravni praksi je praktičen pomen te prepovedi opazen le pri trgovanju z lastniškimi vrednostnimi papirji (delnicami), čeprav se načeloma po zakonu prepoved nanaša na vse vrste vrednostnih papirjev. Notranje informacije so informacije, s katerimi javnost še ni uradno seznanjena. So cenovno občutljive informacije o določeni družbi (izdajatelju finančnih instrumentov) ali o samem instrumentu. Njihovo poznavanje pomeni ključno vedenje o določeni družbi. ZTFI v 1. odstavku 373. člena opredeljuje notranjo informacijo kot vsako informacijo:

- ki je natančna;
- ni bila objavljena;
- se neposredno ali posredno nanaša na 1 ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na 1 ali več finančnih instrumentov;
- bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na cene teh finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

V 1. alineji 4. odstavka omenjenega člena pa zakon navaja, da je informacija natančna po 1. odstavku tega člena:

- če označuje sklop okoliščin, ki obstajajo, ali je mogoče razumno pričakovati, da bodo nastopile, ali dogodek, ki se je zgodil, ali je razumno mogoče pričakovati, da bo nastopil;
- če je zadosti podrobna, da je na njeni podlagi mogoče sklepati o mogočih učinkih teh okoliščin ali dogodka na cene finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

5. odstavek tega člena informacijo z značilnostmi iz 4. točke 1. odstavka opredeljuje kot informacijo, ki bi jo razumen vlagatelj uporabil pri svoji naložbeni odločitvi. Mennicke in Jakovou (2009, str. 401) navajata, da je možen vpliv na cene finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov bistveno merilo za določitev posamezne informacije kot notranje informacije. Notranja informacija je tudi informacija, ki jo osebi, ki opravlja posle v zvezi z izvrševanjem naročil, da stranka v zvezi z njenim neizvršenim naročilom. Informacija mora vsebovati značilnosti iz 1., 3. in 4. točke tega člena.

Notranje informacije so v praksi predvsem informacije, ki zajemajo:

- spremembo politike dividend in poslovne rezultate,
- nove proizvode oziroma storitve ali stranke, ki bistveno vplivajo na poslovanje ter poslovni izid izdajatelja,
- spremembe lastniške strukture in naložbe,
- morebitne prevzeme,
- nameravane bistvene spremembe računovodske politike izdajatelja,
- spremembe v upravi oziroma poslovodstvu in nadzornem svetu,
- sklenjene pomembne pogodbe,
- pridobljene ali izgubljene patente, licence ter blagovne znamke bistvenega pomena,
- nakup oziroma prodajo deleža v drugi pravni osebi.

4.1.1 Pravni posel sklenjen na podlagi notranjih informacij

Če so eni stranki pogodbe ob sklenitvi posla poznane notranje informacije, pravni posel ni ničen. Ničen ni tudi v primeru, če je sklenitev takšnega pravnega posla s pravnomočno sodbo opredeljena kot kaznivo dejanje. Pravnih posledic za posel, pri katerem oseba krši prepoved uporabe notranjih informacij, tudi ZTFI ne določa. Po naravi je poslovanje na podlagi notranjih informacij ravnanje 1 stranke v poslu. Posledično se tudi prepoved nanaša zgolj na 1 stranko pravnega posla, na osebo, ki razpolaga z notranjo informacijo. Po 2. odstavku 86. člena Obligacijskega zakonika (v nadaljevanju OZ) posel ostane v veljavi in ni ničen, insiderja pa doletijo ustrezne posledice. Je pa takšen posel relativno neveljaven oziroma izpodbojen. Samo tisti, v čigar korist je neveljavnost določena, lahko izpodbija posel, sklenjen na podlagi notranjih informacij. V tem primeru stranka, ki v času sklenitve posla ne razpolaga z notranjimi informacijami. S sodno intervencijo se uveljavlja izpodbojnost. Zakon določa izjemo v primeru, da je izpodbojnikov nasprotnik negotov, ali bo upravičenec posel izpodbija, zadostuje enostranska izjava. 99. člen OZ določa, da pravica do izpodbijanja traja 1 leto od časa, ko upravičenec izve za izpodbojnost, ali lahko svojo pravico takoj uveljavlja, v

nasprotnem primeru pa 1 leto od dneva, ko izve za razlog izpodbojnosti. 3 leta pa znaša absolutni rok in začne teči z dnevom sklenitve pogodbe.

4.1.2 Insiderji

ZTFI ločeno obravnava vrste oseb, za katere velja prepoved poslovanja na podlagi notranjih informacij (insiderji), kar je razvidno iz podlage zakonskih določb. Tako loči med primarnimi in sekundarnimi insiderji. Položaj, na podlagi katerega je posamezni osebi omogočen dostop do notranjih informacij, je podlaga za razlikovanje med obema vrstama insiderjev. Za 1. zakon predpostavlja izpodbojno domnevo, da so jim notranje informacije neposredno dostopne. Po 1. odstavku 382. člena ZTFI so to osebe, ki notranjo informacijo pridobijo iz naslova članstva organa vodenja ali nadzora izdajatelja, imetništva deleža v kapitalu izdajatelja, dostopa do informacij pri opravljanju svoje zaposlitve, poklica ali nalog ter iz naslova kaznivega dejanja. 2. odstavek tega člena nadalje določa, da se 1. odstavek člena smiselno uporablja tudi za fizično osebo, ki v tej pravni osebi sodeluje pri odločanju o opravljanju poslov za račun te pravne osebe.

Sekundarni insiderji pa so osebe, ki notranjo informacijo pridobijo neodvisno od njihovega položaja, zaposlitve ali funkcije. Zaradi poznavanja določenih dejstev vedo za notranje informacije, pod pogojem, da te osebe vedo ali bi morale vedeti, da je informacija, za katero vedo, notranja informacija (384. člen ZTFI). ZTFI v 3. odstavku 382. člena navaja izjemo od prepovedi poslovanja na podlagi notranjih informacij. Prepoved se tako ne uporablja za posle oziroma transakcije, opravljene zaradi izpolnitve zapadle obveznosti glede pridobitve ali odtujitve finančnih instrumentov. Pogoj je nastanek obveznosti na podlagi pravnega posla, sklenjenega, preden oseba, ki je subjekt prepovedi, pridobi notranjo informacijo.

Med obveznostmi oziroma prepovedmi, ki veljajo za primarne in sekundarne insiderje, ni pomembnejših razlik. Prepovedano je na podlagi notranje informacije neposredno ali posredno pridobiti ali odtujiti finančne instrumente, na katere se informacija nanaša oziroma poskušati pridobiti ali odtujiti te finančne instrumente. To velja tako za svoj račun kot račun 2. osebe. Poleg tega je podana še splošna prepoved. Tako po 383. členu ZTFI ne sme nihče, ki poseduje notranje informacije:

- le-teh razkrivati 3. osebam, razen če je zaradi izvrševanja običajnih delovnih oziroma poklicnih nalog ali dolžnosti storjeno takšno razkritje;
- kakorkoli napeljevati oziroma priporočati pridobivanje ali razpolaganje s katerimikoli instrumenti, na katere se nanašajo notranje informacije.

Borzni posredniki predstavljajo poseben primer insiderjev. Kot že omenjeno, je za njih notranja informacija tudi informacija, ki jo prejmejo od komitenta v zvezi z njegovim neizvršenim naročilom. Tako pridobljene notranje informacije navedene osebe ne smejo uporabiti za neposredno ali posredno pridobitev ali odtujitev finančnih instrumentov, na katere se ta informacija nanaša, oziroma za poskus pridobitve ali odtujitve teh finančnih

instrumentov niti za svoj račun niti za račun druge osebe. Čas in Jamnik (2000, str. 141) navajata, da je navedeno v praksi poznano kot *frontrunning* (angleški izraz). Zgodi se tako, da borzni posrednik, ki vnaprej pozna naročilo za nakup večje količine finančnih instrumentov svojega komitenta, sam za svoj račun kupi iste finančne instrumente. Nato pa jih po izvršitvi komitentovega naročila, ko njihov tečaj zraste, proda.

4.2 Tržna manipulacija

ZTFI definicijo tržne manipulacije podaja v 1. odstavku 374. člena. Gre za sklenitev posla ali izdajo naročila za trgovanje, ki daje napačno ali zavajajočo predstavu udeležencem trga glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta. Je tudi dejanje, s katerim oseba ali več oseb, ki delujejo povezano, zagotovijo ceno enega ali več finančnih instrumentov na nenormalni ali umetni ravni, razen če oseba, ki sklene ta posel, oziroma da naročilo za trgovanje, dokaže, da je poslovni razlog za takšno ravnanje zakonit in da so ti posli oziroma naročila za trgovanje v skladu s priznanimi tržnimi običaji na trgu, na katerem so sklenjeni oziroma dani.

Tržna manipulacija je tudi sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje z uporabo fiktivnih sredstev ali katere koli druge oblike prevare ali zavajanja. Prav tako gre za tržno manipulacijo v primeru razširjanja informacije, ki daje napačen ali zavajajoč znak glede finančnega instrumenta z zavestnim razširjanjem govoric ali zavajajočih novic prek medijev. Kot je razvidno, zakonodajalec predpisuje tudi razbremenilne (ekskulpacijske, lat. *ex culpa*) razloge glede tržne manipulacije. Zadnja namreč ni podana v primeru, ko oseba, ki sklene posel oziroma odda naročilo za trgovanje, dokaže, da je poslovni razlog za tako ravnanje zakonit, posli oziroma naročila za trgovanje pa so v skladu s priznanimi tržnimi običaji. Kot navaja Plavšak (2009, str. 498), je razbremenilni (oprostilni) razlog pravno dejstvo (dogodek oziroma človekovo voljno ravnanje), katerega obstoj izključuje (razbremeni) odškodninsko odgovornost. Za razbremenilni razlog je namreč značilno, da dokazno breme o njegovem obstoju (nastanku) nosi odgovorna oseba (tisti, ki bi za škodo odgovarjal, če tega razloga ne bi zatrjeval in dokazal). Razbremenilni razlog je tako oblika negativne predpostavke odškodninske odgovornosti, ki jo mora zatrjevati in dokazati odgovorna oseba.

Iz sankcioniranja se torej posamezne osebe lahko izključijo, če te dokažejo, da je poslovni razlog za takšno ravnanje zakonit in da je v skladu s priznanimi tržnimi običaji. Po 376. členu ZTFI so priznani tržni običaji običajna ravnanja, ki se razumno pričakujejo na 1 ali več finančnih trgov. V skladu s smernicami, določenimi v 2. in 3. členu Direktive 2004/72/ES, so priznani s strani ATPV. Od prenosa navedenih določb v slovenski pravni red pa do danes s strani ATPV še ni sprejetega nobenega priznanega tržnega običaja. Zato je na mestu vprašanje, kako pravzaprav oseba lahko dokaže usklajenost določenega ravnanja s priznanimi tržnimi običaji.

4.2.1 Domneve tržne manipulacije

ZTFI v 1. odstavku 375. člena v 3 točkah navaja ravnanja, za katere se domneva, da imajo značilnost tržne manipulacije. Po 1. točki imajo značilnost tržne manipulacije ravnanja posamezne osebe ali povezano delovanje več oseb, ki so opravljena z namenom, da se zagotovi prevladujoč položaj med ponudbo in povpraševanjem po finančnem instrumentu. Posledica teh ravnanj je neposredna ali posredna utrditev prodajne ali nakupne cene ali oblikovanje drugih nepoštenih tržnih pogojev.

Domneva se, da imajo značilnost tržne manipulacije tudi dejanja nakupov in prodaj finančnih instrumentov, ki so opravljena ob koncu trgovanja. Posledica tovrstnih dejanj je zavajanje vlagateljev, ki ravnaajo na podlagi zaključnih cen. Omenjeno dejanje je opredeljeno v 2. točki omenjenega člena. 3. točka pa opredeljuje dejanja o uporabi prednosti iz naslova občasnega ali rednega dostopa do tradicionalnih ali elektronskih medijev, za izražanje mnenja o finančnem instrumentu ali posredno o izdajatelju finančnega instrumenta. Pri tem je bistven poudarek na tem, da oseba, ki izraža mnenje, prej pridobi ta finančni instrument ali ustrezeni položaj v tem finančnem instrumentu. Z učinkom, ki ga ima izraženo mnenje na ceno finančnega instrumenta, pa doseže korist. V povezavi s tem, ko izrazi mnenje, oseba ne razkrije nasprotja interesov na pravilen in učinkovit način.

4.2.2 Kazalniki tržne manipulacije

ZTFI nadalje v 2. odstavku 375. člena opredeljuje kazalnike tržne manipulacije. Opredeljuje jih kot okoliščine, ki same po sebi še ne ustvarjajo nujno domneve tržne manipulacije, jih pa morajo udeleženci trga in ATVP upoštevati pri presoji poslov in naročil za trgovanje. Zakon opredeljuje, da so kazalniki tržne manipulacije glede same sklenitve posla ali izdaje naročila naslednje okoliščine:

- Dana naročila za trgovanje ali sklenjeni posli pomenijo pomemben delež obsega skupne dnevne količine poslov s finančnimi instrumenti, ki so predmet presoje na upoštevnem organiziranem trgu. Zlasti, če imajo ta ravnanja za posledico pomembno spremembo cene finančnih instrumentov.
- Naročila, ki jih dajo osebe, ki imajo pomemben nakupni ali prodajni položaj v finančnem instrumentu, ali posli, ki jih sklenejo te osebe, povzročijo pomembno spremembo cene finančnega instrumenta ali cene s tem finančnim instrumentom povezanega izvedenega finančnega instrumenta ali cene osnovnega instrumenta, povezanega s tem finančnim instrumentom.
- Ali izpolnitev sklenjenih poslov povzroči spremembo končnega imetnika finančnih instrumentov, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu.
- Obseg, v katerem imajo dana naročila za trgovanje ali sklenjeni posli vse naslednje značilnosti:
 - povzročijo zamenjavo položajev v finančnem instrumentu, ki je predmet presoje, za kratko obdobje;

- na upoštevнем organiziranem trgu predstavljajo pomemben delež skupne dnevne količine poslov s finančnimi instrumenti, ki so predmet presoje;
 - mogoče jih je povezati s pomembno spremembo cen finančnih instrumentov, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu.
- Dana naročila za trgovanje ali posli, ki so opravljeni v kratkem časovnem razponu znotraj trgovalnega časa na posamezen trgovalni dan na organiziranem trgu, povzročijo spremembo cene, ki se nato spremeni v obratno smer.
- Obseg, v katerem dana naročila za trgovanje:
- izkrivijo predstavo najboljše nakupne ali prodajne cene finančnega instrumenta, ki je uvrščen v trgovanje na organiziranem trgu, ali na splošno spremenijo predstavitev knjige oziroma seznama naročil za trgovanje, dostopnega udeležencem trga, in naročila, ki so umaknjena, preden so izvedena;
 - obseg, v katerem naročila za trgovanje, dana v času, ko se izračunavajo referenčne cene, poravnalne cene ali vrednotenja, ali posli, sklenjeni v tem času, povzročijo spremembe tistih cen, ki vplivajo na spremembo referenčne cene, poravnalne cene ali vrednotenja.

Kazalniki tržne manipulacije glede same sklenitve posla ali izdaje naročila za trgovanje z uporabo fiktivnih sredstev ali katere koli druge oblike prevare ali zavajanja so zlasti naslednje okoliščine:

- Če pred naročilom za trgovanje, ki ga da določena oseba, ali po tem naročilu ali poslu, ki ga sklene ta oseba, ta oseba ali z njo povezana oseba razširi lažne ali zavajajoče informacije, izdela ali razširi raziskavo ali naložbeno priporočilo, ki je napačno, pristransko ali nanj očitno vpliva pomemben interes.

4.2.3 Prepoved tržne manipulacije

Po opredelitvi tržne manipulacije in na njeni podlagi izvedenih kazalnikov in domnev le-te je v nadaljevanju podana zakonska prepoved tržne manipulacije. ZTFI v 385. členu tako navaja, da nihče ne sme trgovati, dajati naročil ali kakor koli drugače sodelovati pri tržni manipulaciji. Generalna klavzula za prepoved tržne manipulacije je s tem podana. Iz same definicije in iz nje izpeljanih domnev in meril pa je mogoče opredeliti subjektivno in objektivno merilo prepovedanih ravnanj manipulacije.

Prepoved trgovanja, posredovanja in dejanja, katerih namen je manipulirati s ceno ali prometom posameznega finančnega instrumenta, predstavljajo definicijo v objektivnem smislu. Organiziran trg finančnih instrumentov je sam po sebi pomemben objektivni element definicije, saj je sama definicija vezana nanj. Na drugi strani pa predstavlja ustvarjanje napačne ali zavajajoče informacije o prometu ali ceni posameznega finančnega instrumenta oziroma zagotavljanje cene delnic na nenormalni ali umetni ravni subjektivni element manipulacije. Udeležencem trga je napačna predstava o delnicah družbe podana v primeru, ko ta ni usklajena z dejansko tržno situacijo. Če razumnemu vlagatelju vzbuja pomanjkljivo predstavo o delnicah družbe, pa govorimo o zavajajoči predstavi.

Povprečno izkušen, povprečno previden vlagatelj na določenem trgu je vzet kot element presoje, kakšno predstavo naj bi manipulator s svojimi ravnanji dajal ostalim udeležencem trga. Ustvarjanje napačnih informacij ima za posledico bistven vpliv na ekonomske dejavnike (dobiček ali izguba) in samo sebi ni namen. Dokazati ustvarjanje napačne ali zavajajoče informacije o prometu ali ceni finančnih instrumentov je zadosten pogoj za ugotovitev manipulacije v subjektivnem pogledu. To je v praksi velikokrat težje kot dokazovanje posredne ali neposredne koristi.

Nadzorni organ je v zvezi z vprašanjem zagotavljanja cene posamezne delnice na nenormalni oziroma umetni ravni primarno dolžan ugotoviti, kakšna naj bi v določenem trenutku bila normalna oziroma naravna cena delnice. Umetna cena je namreč podana v primeru, ko ta ni rezultat normalnega tržnega procesa. Ustrezno vrednotenje izdajatelja posamezne delnice je za ta namen ključno. Vsakega ravnanja, ki odstopa od običajnih gibanj na kapitalskih trgih, še ni mogoče šteti za prepovedano ravnanje tržne manipulacije. Presojanje morebitnega obstoja okoliščin, ki posameznega udeleženca trga spodbujajo k opravljanju transakcij z določenimi instrumenti, je ključno za vsak konkretni primer. ZTFI bistvenega elementa tržne manipulacije ne navaja izrecno. Kljub temu je pogoj, brez katerega ne gre (lat. *conditio sine qua non*) za dokazovanje tržne manipulacije, namen oziroma motiv, ki naj bi ga posamezna oseba zasledovala s samo tržno manipulacijo. Izključno manipulativni namen posamezne osebe namreč ločuje te posle od dovoljenih poslov. ATVP se pri odločanju, ali naj določena ravnanja na trgu finančnih instrumentov šteje za dovoljena ravnanja, po potrebi posvetuje z drugimi pristojnimi nadzornimi organi v Republiki Sloveniji, z interesnimi združenji udeležencev organiziranega trga finančnih instrumentov, z organizatorjem organiziranega trga finančnih instrumentov in s pristojnimi nadzornimi organi drugih držav članic s primerljivimi trgi finančnih instrumentov. Pri tem upošteva tudi Evropsko komisijo z njenimi priporočili in smernicami.

5 ANALIZA ODKUPA LASTNIH DELNIC 6 SLOVENSКИH DELNIŠKIH DRUŽB IZ 1. KOTACIJE LJUBLJANSKE BORZE ZA OBDOBJE 2011 – 2014

Analiza zajema 6 slovenskih delniških družb iz 1. kotacije ljubljanske borze: Gorenje, Krko, Luko Koper, Petrol, Pozavarovalnico Savo ter Zavarovalnico Triglav v obdobju od leta 2011 do leta 2014. Pri analizi se navezujem na določbe ZGD-1 ter podajam komentar.

5.1 Podjetje Gorenje

Skupina Gorenje spada med vodilne evropske izdelovalce aparatov za dom. Tabela 3 prikazuje število izdanih delnic, število lastnih delnic in število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Gorenje.

Tabela 3: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Gorenje

Leto	Število izdanih delnic	Število lastnih delnic	Odstotek v osnovnem kapitalu
2014	24.424.613	121.311	0,4967
2013	22.104.427	121.311	0,5488
2012	15.906.876	121.311	0,7626
2011	15.906.876	121.311	0,7626

Vir: Gorenje d.d., Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 13, 18; Gorenje d.d., Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 51; Gorenje d.d., Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 45, 46; Gorenje d.d., Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 50, 51.

Tabela 3 prikazuje, da je število izdanih delnic v letu 2011 ter 2012 enako 15.906.876 delnicam. Podjetje v obdobju 2011 – 2014 ni aktivno na področju odkupa lastnih delnic. Število lastnih delnic je tako za vsa leta enako in znaša 121.311 delnic. Število lastnih delnic v letu 2011 ter 2012 predstavlja 0,7626 odstotka osnovnega kapitala.

Število izdanih delnic se v letu 2013 glede na leto 2012 poveča za 6.197.551 delnic ter znaša 22.104.427 delnic. To se odraža v število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu, ki tako pade na 0,5488. V letu 2014 se število izdanih delnic še poveča in znaša 24.424.613 delnic, število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu pa znaša le še 0,4967.

5.2 Podjetje Krka

Osnovna dejavnost Krke je proizvodnja in prodaja zdravil na recept, izdelkov brez recepta in veterinarskih izdelkov. Usmerjeni so predvsem v razvoj lastnih visokokakovostnih generičnih zdravil z dodano vrednostjo, ki jih tržijo pod lastnimi blagovnimi znamkami. Tabela 4 nam prikazuje število izdanih delnic, število lastnih delnic in število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Krka.

Tabela 4: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Krka

Leto	Število izdanih delnic	Število lastnih delnic	Odstotek v osnovnem kapitalu
2014	32.793.448	173.279	0,528
2013	35.426.120	2.561.005	7,230
2012	35.426.120	2.304.314	6,510
2011	35.426.120	2.024.358	5,710

Vir: Krka d.d., Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 172; Krka d.d., Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 180; Krka d.d., Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 134; Krka d.d., Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 187.

Podjetje Krka lastne delnice pridobiva v skladu z 8. alinejo 1. odstavka 247. člena ZGD-1, in sicer na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja 36 mesecev in določa najnižjo in najvišjo nakupno ceno pri pridobivanju delnic, kakor tudi delež teh delnic, ki ne sme presegati 10 odstotkov osnovnega kapitala.

Na podlagi sklepa 16. skupščine delničarjev na dan 7. 7. 2011 se upravo družbe pooblasti za pridobivanje lastnih delnic. Pooblastilo velja 36 mesecev od dneva sprejetja sklepa. Skupni delež vseh pridobljenih lastnih delnic, ki jih družba že ima, ne sme preseči 10 odstotkov osnovnega kapitala družbe oziroma 3.542.612 delnic.

Družba lahko lastne delnice pridobiva s posli, sklenjenimi na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, in sicer po vsakokratni tržni ceni, lahko pa jih pridobiva tudi zunaj organiziranega trga vrednostnih papirjev, pri čemer v obeh primerih nakupna cena delnic ne sme biti nižja od knjigovodske vrednosti delnice in ne višja od 30 – kratnika dobička večinskih lastnikov na delnico, izračunane na podlagi zadnjih javno objavljenih revidiranih poslovnih izkazov skupine Krka. Na osnovi tega in predhodnih pooblastil pridobljenih lastnih delnic lahko družba te odsvoji tako, da jih zamenja za lastniške deleže v drugih družbah v okviru izvajanja strategije prevzemov, jih odproda strateškemu lastniku ali uporabi za izvedbo kotiranja Krkinih delnic na borzah zunaj Republike Slovenije.

Tabela 4 nam prikazuje, da ima Krka na dan 31. 12. 2011 35.426.120 izdanih delnic, od tega pa ima 2.024.358 lastnih delnic, kar predstavlja 5,71 odstotka osnovnega kapitala. Podjetje je v obdobju 2011 – 2014 dejavno na področju odkupa lastnih delnic. V letu 2011 podjetje odkupi 362.836 lastnih delnic, v letu 2012 podjetje odkupi 279.956 lastnih delnic, v letu 2013 pa 256.691 lastnih delnic.

3. 7. 2014 Krka s sklepom 19. skupščine na podlagi zmanjšanja osnovnega kapitala z umikom lastnih delnic po poenostavljenem postopku v skladu s 3. in 4. odstavkom 381. člena ZGD-1 zmanjša osnovni kapital z umikom 2.632.672 lastnih delnic. Umaknjene delnice predstavljajo 7,431 odstotka vseh izdanih delnic. Kot je razvidno iz Tabele 4, je osnovni kapital zdaj razdeljen na 32.793.448 delnic. Kot navaja sklep omenjene skupščine, je namen zmanjšanja osnovnega kapitala povečanje vrednosti za delničarje (angl. *shareholder value*) in povečanje donosnosti lastniškega kapitala družbe. V skladu s 3. odstavkom 381. člena ZGD-1 se zmanjšanje osnovnega kapitala izvede v breme drugih rezerv iz dobička, v skladu s 5. odstavkom omenjenega člena pa se v kapitalne rezerve odvede znesek, ki je enak skupnemu najmanjšemu emisijskemu znesku umaknjenih delnic (4.393.929,57 EUR). Skupščina upravi družbe podeljuje pooblastilo in nalog za umik 2.632.672 lastnih delnic in za izpis umaknjenih delnic iz centralnega registra vrednostnih papirjev. Na podlagi 329. člena ZGD-1 skupščina pooblašča nadzorni svet družbe, da uskladi določitve statuta družbe o višini osnovnega kapitala in številu delnic s tem sklepom.

19. skupščina delničarjev upravo družbe pooblasti za pridobivanje lastnih delnic, s tem da skupni delež vseh lastnih delnic ne sme preseči 10 odstotkov osnovnega kapitala družbe oziroma 3.279.344 delnic. Omenjeno pooblastilo velja 36 mesecev od dneva sprejetja sklepa.

Družba lahko lastne delnice, pridobljene na osnovi tega pooblastila, odsvoji tako, da jih bodisi zamenja za lastniške deleže v drugih družbah v okviru izvajanja strategije prevzemov bodisi jih odproda strateškemu partnerju. Po prejetem pooblastilu Krka pridobi 173.279 lastnih delnic. Iz Tabele 4 je razvidno, da ima Krka na dan 31. 12. 2014 173.279 lastnih delnic, kar predstavlja 0,528 odstotka osnovnega kapitala družbe. Imamo že podatek, da Krka 3. 7. 2014 umakne 2.632.672 delnic. Če od omenjenega števila odštejemo število lastnih delnic, v letu 2013 dobimo 71.667 lastnih delnic, to je število lastnih delnic, ki jih Krka odkupi v letu 2014 do dneva, ko umakne 2.632.672 lastnih delnic. 71.667 lastnim delnicam prištejemo število lastnih delnic, ki je izkazano za leto 2014 (173.279), in dobimo skupno število lastnih delnic, ki jih Krka odkupi v letu 2014, to je 244.946 odkupljenih lastnih delnic. Ugotavljam, da družba največ delnic odkupi v letu 2011, in sicer 362.836, najmanj pa v letu 2014, ko odkupi 244.946 delnic. V 1. primeru je tehtana povprečna cena (vključuje tudi provizijo pri nakupu) odkupljenih lastnih delnic 57,42 EUR in v 2. primeru 61,81 EUR.

Po 2. odstavku 247. člena ZGD-1 število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu nikdar kumulativno ne presega 10 odstotkov osnovnega kapitala. V skladu z omenjenim členom družba tudi oblikuje rezerve za lastne delnice, ne da bi zmanjšala osnovni kapital. Pravni posel pridobitve lastnih delnic v skladu z 248. členom ZGD ni ničen, saj družba ne zagotovi predujma ali posojila za pridobitev lastnih delnic.

5.3 Podjetje Luka Koper

Luka Koper v koprskem pristanišču izvaja pristaniške in logistične storitve. Zastavljajo si ambiciozne cilje, da bi hkrati zadovoljili želje kupcev, lastnikov družbe in zaposlenih v podjetju. Za podjetje Luka Koper so podatki o številu izdanih delnic, številu lastnih delnic ter številu lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu prikazani v Tabeli 5.

Tabela 5: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Luka Koper

Leto	Število izdanih delnic	Število lastnih delnic	Odstotek v osnovnem kapitalu
2014	14.000.000	/	/
2013	14.000.000	/	/
2012	14.000.000	/	/
2011	14.000.000	/	/

Vir: Luka Koper d.d., Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 68, 179; Luka Koper d.d., Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 59, 60; Luka Koper d.d., Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 77, 78; Luka Koper d.d., Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 79, 80.

Kot je razvidno iz Tabele 5, je število izdanih delnic za podjetje Luka Koper enako za vsa leta in znaša 14.000.000 delnic. Podjetje v letu 2011 nima lastnih delnic. To velja tudi za preostala leta. Naj opozorim, da je Republika Slovenija v posameznem letu preučevanega obdobja

lastnica 7.140.000 delnic (51 odstotkov) Luke Koper. Ta informacija je ob dejstvu, da Luka Koper v omenjenem obdobju ne odkupuje lastnih delnic, še kako pomembna.

V letu 2011 Luka Koper, d. d., ustvari čisto izgubo v višini 1.849.205 EUR. Po sklepu uprave družba že pri sestavi letnega poročila pokrije ugotovljeno čisto izgubo s sprostitev v preteklosti oblikovanih drugih rezerv iz dobička. V letu 2011 je bilančni dobiček enak 0. Na 20. skupščini (9. 7. 2012) je prisotnega 79,01 odstotka kapitala z glasovalno pravico (11.061.314 prisotnih delnic z glasovalno pravico). Skupščina zavrne predlagano pooblastilo za pridobivanje lastnih delnic, in sicer s kar 86,13 odstotka proti (9.526.797 delnic glasuje proti). Po mojem mnenju to povzroča marsikatero vprašanje o motivih in razlogih večinskega lastnika (države Republike Slovenije oz. upravljavcev njenega lastništva) za takšno ravnanje.

V letu 2012 Luka Koper ustvari čisti poslovni izid v višini 7.527.590 EUR. Po sklepu uprave družba že pri sestavi letnega poročila oblikuje druge rezerve iz dobička v višini polovice čistega poslovnega izida 2012. V tem letu tako bilančni dobiček znaša 3.763.795 EUR. Uprava in nadzorni svet predlagata skupščini delničarjev, da se del bilančnega dobička v znesku 2.380.000 EUR uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 0,17 EUR na navadno delnico. Preostanek bilančnega dobička v znesku 1.383.795 EUR ostane nerazporejen. 22. skupščina delničarjev potrdi predlog uporabe bilančnega dobička.

V letu 2013 Luka Koper ustvari čisti poslovni izid v višini 4.612.246 EUR. Na predlog uprave glede oblikovanja drugih rezerv iz dobička v višini polovice čistega poslovnega izida v skladu s 3. odstavkom 230. člena ZGD-1 družba ob zaključku leta oblikuje dodatne druge rezerve iz dobička v višini 2.306.123 EUR. Bilančni dobiček 31. 12. 2013 znaša 3.721.761 EUR. Uprava in nadzorni svet predlagata skupščini delničarjev, da se od tega 1.400.000 EUR uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 0,1 EUR na navadno delnico, preostanek v znesku 2.321.761 EUR pa ostane nerazporejen. Na 25. skupščini je zastopanih 10.126.045 navadnih kosovnih delnic, kar predstavlja 72,33 odstotka delnic z glasovalno pravico. Skupščina potrdi nasprotni predlog delničarja Republika Slovenija in SDH, d. d., o uporabi bilančnega dobička. 2.240.000 EUR se uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 0,16 EUR na navadno delnico, preostanek bilančnega dobička v znesku 1.481.761 EUR pa ostane nerazporejen.

V letu 2014 Luka Koper ustvari čisti dobiček v višini 26.448.414,59 EUR. Družba na predlog uprave glede oblikovanja drugih rezerv iz dobička v višini polovice čistega poslovnega izida v skladu s 3. odstavkom 230. člena ZGD-1 ob zaključku leta 2014 oblikuje druge rezerve iz dobička v višini 13.224.207,30 EUR. Bilančni dobiček na dan 31. 12. 2014 znaša 14.598.947,31 EUR. Uprava ter nadzorni svet družbe predlagata skupščini, da se del bilančnega dobička v znesku 8.540.000 EUR uporabi za izplačilo dividend, preostanek v znesku 6.058.947,31 EUR pa se razporedi med druge rezerve iz dobička. Na 26. skupščini je zastopanih 10.581.966 navadnih kosovnih delnic (75,59 odstotka delnic z glasovalno pravico). Skupščina potrdi nasprotni predlog uporabe bilančnega dobička, ki ga predlagajo SDH, RS ter KAD. Del bilančnega dobička v znesku 13.160.000 EUR se uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 0,94 EUR na navadno delnico. Preostanek bilančnega dobička v

znesku 1.438.947,31 EUR se razporedi med druge rezerve iz dobička. Za predlagani sklep glasuje 10.098.117 delnic oziroma 95,57 odstotka oddanih glasov.

Naj opomnim, da 20. skupščina z dne 9. 7. 2012 zavrne predlagano pooblastilo za pridobivanje lastnih delnic, in sicer s kar 86,13 odstotka proti (9.526.797 delnic glasuje proti). Povzamem lahko, da je glavni krivec za to prav Republika Slovenija kot večinski lastnik Luke Koper. Teži namreč k čim višjim dividendam, kar potrjujejo njeni nasprotni predlogi o uporabi bilančnega dobička. Programu odkupa lastnih delnic nikakor ni naklonjena.

5.4 Podjetje Petrol

Petrol je slovensko trgovsko podjetje z naftnimi derivati, plinom in ostalimi energenti. Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Petrol je prikazano v Tabeli 6.

Tabela 6: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Petrol

Leto	Število izdanih delnic	Število lastnih delnic	Odstotek v osnovnem kapitalu
2014	2.086.301	24.703	1,2
2013	2.086.301	24.703	1,2
2012	2.086.301	24.703	1,2
2011	2.086.301	24.703	1,2

Vir: Petrol d.d., Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 30, 32; Petrol d.d., Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 30, 32; Petrol d.d., Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 30, 32; Petrol d.d., Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 30, 32.

Družba Petrol lastne delnice pridobi v letih od 1997 do 1999 v skupni višini 36.142 delnic. Lastne delnice uporablja v skladu s statutom za nagrajevanje uprave in nadzornega sveta. Iz Tabele 6 je razvidno, da ima podjetje Petrol v vseh letih preučevanega obdobja enako število izdanih delnic, 2.086.301. Enako je tudi število lastnih delnic, 24.703, kar predstavlja 1,2 odstotka v osnovnem kapitalu. Podjetje v omenjenem obdobju ne odkupuje lastnih delnic.

Na dan 31. 12. 2011 ima družba Petrol, d. d., druge rezerve iz dobička v višini 124,91 milijona EUR in zadržani dobiček v višini 5,8 milijona EUR. Za oblikovanje bilančnega dobička družba uporabi celotni zadržani dobiček ter 12,21 milijona EUR drugih rezerv iz dobička. Za omenjeno leto 22. skupščina delničarjev Petrola sprejme sklep o uporabi bilančnega dobička. Bilančni dobiček, ugotovljen na dan 31. 12. 2011, v višini 18.015.348 EUR se v znesku 17.211.983,25 EUR uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 8,25 EUR na delnico (lastne delnice niso udeležene). Preostanek bilančnega dobička v znesku 803.364,75 EUR se razporedi v druge rezerve iz dobička.

V skladu z 230. členom ZGD-1 se v letu 2011 oblikujejo druge rezerve iz dobička v višini 17.243.338 EUR. 23. skupščina delničarjev za bilančni dobiček, ugotovljen na dan 31. 12. 2012 v višini 20.615.980 EUR, sprejme sklep, da se uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 10 EUR na delnico. Za izplačilo dividend se uporabi čisti poslovni izid leta 2012 in druge rezerve iz dobička.

Nadzorni svet družbe na predlog uprave pri sprejemu letnega poročila za leto 2013 iz zneska čistega dobička oblikuje druge rezerve iz dobička v višini 17.743.603 EUR. Za leto 2013 delničarji na 24. skupščini sprejmejo sklep, da se bilančni dobiček v višini 20.863.010 EUR uporabi v znesku 20.822.139,80 EUR za izplačilo dividend v bruto vrednosti 10,10 EUR na delnico, preostanek bilančnega dobička v znesku 40.870,20 EUR pa se razporedi v druge rezerve iz dobička.

V letu 2014 so oblikovane druge rezerve iz dobička v višini 20.552.918 EUR. Za leto 2014 delničarji na 25. skupščini sprejmejo sklep o uporabi bilančnega dobička v višini 24.290.235 EUR, in sicer se 24.120.696,60 EUR uporabi za izplačilo dividend v bruto vrednosti 11,70 EUR za delnico, preostanek bilančnega dobička v višini 169.538,40 EUR pa ostane nerazporejen. Sklenem, da uprava družbe zagovarja dolgoročno stabilno politiko dividend. Kot podjetje navaja v letnih poročilih, ta najbolj ustreza dolgoročnim razvojnim potrebam družbe, saj zagotavlja višjo stopnjo predvidljivosti poslovnih donosov in dolgoročno stabilno ceno delnice. Podjetje ima na razpolago dovolj virov financiranja in bi lahko odkupovalo lastne delnice.

5.5 Podjetje Pozavarovalnica Sava

Sava Re je prodorna slovenska zavarovalna skupina, ki je prisotna na več kot 80 zavarovalnih in pozavarovalnih trgih sveta. Tabela 7 podaja število izdanih delnic, število lastnih delnic in število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Pozavarovalnica Sava.

Tabela 7: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Pozavarovalnica Sava

Leto	Število izdanih delnic	Število lastnih delnic	Odstotek v osnovnem kapitalu
2014	17.219.662	727.830	4,22670
2013	17.219.662	346.643	2,01300
2012	9.362.519	210	0,00224
2011	9.362.519	210	0,00224

Vir: Pozavarovalnica Sava d.d., Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 19; Pozavarovalnica Sava d.d., Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 21; Pozavarovalnica Sava d.d., Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 34; Pozavarovalnica Sava d.d., Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 30.

V letu 2011 in 2012 podjetje ne opravi nobenega prometa z lastnimi delnicami. Iz Tabele 7 je razvidno, da je število lastnih delnic za obe leti na dan 31. 12. enako 210 lastnim delnicam,

kar predstavlja 0,00224 odstotka v osnovnem kapitalu. V letu 2013 skupina s prevzemom Zavarovalnice Maribor poveča stanje lastnih delnic. Tako ima v tem letu neposredno 210 lastnih delnic, posredno preko Zavarovalnice Maribor pa še 346.433 lastnih delnic (Zavarovalnica Maribor kot odvisna družba je imetnik 346.433 delnic Pozavarovalnice Sava). Teh 346.433 delnic Pozavarovalnica odkupi od Zavarovalnice Maribor. Že pred nakupom se te delnice razumejo kot lastne delnice. Status lastnih delnic torej imajo tako delnice, ki jih delniška družba pridobi sama, kot tiste delnice, ki jih pridobi družba hčer, če gre za delnice družbe matere. Skupno število lastnih delnic v letu 2013 je tako 346.643 lastnih delnic, kar predstavlja 2,013 odstotka vseh izdanih delnic. V omenjenem letu zaradi dokapitalizacije pride do pomembne spremembe pri številu delnic. Število delnic se poveča za 7.857.143 delnic in znaša 17.219.662 delnic. Vsi delničarji ne uveljavljajo predkupne pravice. Lastniška struktura se s tem poruši.

23. 4. 2014 poteka 28. skupščina, na kateri družba dobi pooblastilo za odkup lastnih delnic do višine 10 odstotkov osnovnega kapitala. Pooblastilo velja za pridobitev največ 1.721.966 delnic družbe in je veljavno 36 mesecev. Družba na podlagi navedenega pooblastila do konca leta 2014 odkupi 381.187 delnic. Stanje lastnih delnic 31. 12. 2014 je 727.830 lastnih delnic, kar predstavlja 4,2267 odstotka vseh izdanih delnic. V letu 2014 Pozavarovalnica Sava odkupi vse delnice v lasti povezane družbe Zavarovalnice Maribor, ki ima na dan 31. 12. 2013 v lasti 346.433 delnic ali 2,01 odstotka. V omenjenem letu Pozavarovalnica Sava odkupi lastne delnice v skupni vrednosti 10,1 milijona EUR, pri čemer odkupi delnice od Zavarovalnice Maribor v višini 3,9 milijona EUR. V postopku odkupa lastnih delnic izven organiziranega trga v tem letu družba pridobi 368.099 delnic (2,03 odstotka vseh izdanih delnic) v vrednosti 6 milijonov EUR po ceni 16,30 EUR za delnico. Pri tem je določeno, da mora biti ponujena cena za delnico znotraj okvirnega razpona 14,80 do 16,30 EUR, ki je določen glede na 2 – mesečno povprečje borznega tečaja s 5 – odstotnim odstopanjem. Razpon je okvirni in ni zavezujoč, vseeno pa družba ne sme soglašati s ponudbo, ki od omenjenega povprečja odstopa za več kot 20 odstotkov. Preostalo pridobi na organiziranem trgu (13.088 delnic). S pridobivanjem lastnih delnic na organiziranem trgu začne v mesecu juliju, vendar ugotavljam, da lahko sklad lastnih delnic zaradi nizke likvidnosti slovenskega trga, ki ima vpliv tudi na količinske omejitve, povečuje le simbolično in tako ne more v popolnosti izrabiti skupščinskega pooblastila za pridobivanje in odsvajanje lastnih delnic. Zato se družba odloči, da postopek pridobivanja lastnih delnic pospeši z akcijo izven organiziranega trga. Družba namerava pridobljene lastne delnice uporabiti za namen izvedbe postopkov za uvrstitev delnic družbe na vsaj še 1 razvit organiziran trg vrednostnih papirjev najkasneje do leta 2016.

5.6 Podjetje Zavarovalnica Triglav

Zavarovalnica Triglav je vodilna slovenska klasična zavarovalnica. Podatke o številu izdanih delnic, številu lastnih delnic ter številu lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu nam prikazuje Tabela 8.

Tabela 8: Število izdanih delnic, število lastnih delnic ter število lastnih delnic kot odstotek v osnovnem kapitalu za podjetje Zavarovalnica Triglav

Leto	Število izdanih delnic	Število lastnih delnic	Odstotek v osnovnem kapitalu
2014	22.735.148	33.132	0,1457
2013	22.735.148	33.132	0,1457
2012	22.735.148	24.312	0,1069
2011	22.735.148	24.312	0,1069

Vir: Zavarovalnica Triglav d.d., Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 193, 194; Zavarovalnica Triglav d.d., Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 161 ; Zavarovalnica Triglav d.d., Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 41, 42; Zavarovalnica Triglav d.d., Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 169, 170.

V letu 2008 Slovenijales, d. d., ki je odvisna družba Zavarovalnice Triglav, pridobi 24.312 delnic družbe matere v vrednosti 364.680 EUR. Delnice Zavarovalnice Triglav ima tudi družba Avrigo, d. d., (tudi odvisna družba Zavarovalnice Triglav), in sicer 8.820 delnic v vrednosti 88.200 EUR. Te so v konsolidiranem izkazu finančnega položaja izkazane v okviru kapitala kot odbitna postavka v omenjeni višini. Za te delnice so oblikovane rezerve za lastne delnice v enaki višini, oblikovane iz zadržanega čistega dobička poslovnega izida.

Iz Tabele 8 je razvidno, da ima Zavarovalnica Triglav 24.312 lastnih delnic v letu 2011, kar predstavlja 0,1069 odstotka osnovnega kapitala. Enako stanje je leta 2012. Imetnik teh delnic je odvisna družba Slovenijales, d. d. V letu 2013 je stanje lastnih delnic enako 33.132 lastnih delnic. V tem letu moramo namreč delnicam, ki jih ima v lasti odvisna družba Slovenijales, d. d., prišteti še delnice, ki jih ima v lasti tudi odvisna družba Avrigo, d. d. Enako velja za obdobje 2014. Če odvisni družbi ne bi imeli delnic družbe matere (ki se razumejo kot lastne delnice), podjetje v preučevanem obdobju ne bi imelo lastnih delnic, saj Zavarovalnica Triglav ne izvede nobenega odkupa lastnih delnic.

5.7 Rezultati analize odkupa lastnih delnic ter problem slovenskega trga kapitala

Krka, d. d., je edina večja družba pri nas, lahko bi rekli kar izjema, ki aktivno kupuje lastne delnice. Zakaj je tako? Odgovor je morda podoben kot na številna druga vprašanja, ki so povezana s slovenskim trgom kapitala: močno državno lastništvo. Poleg tega pa je dejstvo, da je to posledica večje likvidnosti delnice in velike količine presežnega denarnega toka v primerjavi s preostalimi delnicami. Stabilna podjetja na domači borzi, ki izplačujejo visoke dividende, kot so Luka Koper, Petrol, Pozavarovalnica Sava, Zavarovalnica Triglav, bi lahko konkretnije razmišljala v smeri odkupa lastnih delnic.

Država z izplačilom dividend pridobi davčne prihodke iz naslova davka na izplačane dividende. S preostankom glavnice pa poveča likvidnost državnega proračuna. Povečana aktivnost odkupovanja lastnih delnic je tako tudi v prihodnje po mojem mnenju malo verjetna.

Pri slovenskih podjetjih se dogaja, da kopičijo denarna sredstva brez jasne razvojne strategije. Z nakupom in seveda tudi umikom lastnih delnic bi povečala donos na kapital (angl. *return on equity*) za lastnike.

6 PRAVNI VIRI AMERIŠKEGA KORPORACIJSKEGA PODROČJA

V ZDA je korporacijsko pravo, ki ga razumemo kot gospodarsko statusno pravo, urejeno na državni ravni. »Modelni zakoni« urejajo gospodarsko statusno pravo na zvezni ravni. Te »modelne zakone oziroma zakonske vzorce« večina zveznih držav tudi prevzame. Od leta 1954 je na korporacijskem področju veljaven vzorčni zakon o poslovnih organizacijah (angl. *model business corporation act* – *MBCA*). Od tedaj je večkrat dopolnjen, nazadnje leta 1984 (angl. *revised model business corporation act*, v nadaljevanju *RMBCA*). Sklenem lahko, da je *RMBCA* temeljni pravni vir korporacijskega prava v ZDA.

Korporacijsko področje zveznih držav ZDA urejajo tudi preostali zakoni, ki jih je veliko, omejujem se na najpomembnejše:

- Delaware splošni korporacijski zakon (angl. *Delaware general corporation law*),
- Newyorški zakon o poslovnih korporacijah (angl. *New York business corporation law*),
- Kalifornijski splošni korporacijski zakon (angl. *California general corporation law*).

Dejstvo je, da je večina korporacij zaradi mesta inkorporiranja vezana na eno izmed zgoraj omenjenih zakonodaj. Omejitev se mi zato zdi logična.

V ZDA ureja delnico *RMBCA*; trgovanje z vrednostnimi papirji na zvezni ravni urejata dva zakona: Zakon o vrednostnih papirjih (angl. *securities act of 1933*) in Zakon o menjavi vrednostnih papirjev (angl. *securities exchange act of 1934*) (Ivanjko et al., 2009, str. 476). Civilno (običajno) pravo (angl. *common law*) in trgovinski zakonik (angl. *uniform commercial code*) urejata delnice kot vrednostni papir in druga obligacijska razmerja. Zakoni posameznih držav urejajo posamezna javnopravna vprašanja v zvezi s trgovanjem delnic.

6.1 Dopolnjen vzorčni zakon o poslovnih organizacijah

Pridobitev lastnih delnic je opredeljena v členu 6.31 (§ 6.31). Po členu 6.31(a) lahko korporacija pridobi (angl. *acquires*) lastne delnice, tako pridobljene delnice tvorijo pooblašene (angl. *authorized*), vendar neizdane (angl. *unissued*) delnice. Če statuti prepovedujejo ponovno izdajo (angl. *reissuance*) pridobljenih delnic, se število pooblaščenih delnic zmanjša za število pridobljenih delnic (§ 6.31(b)).

Člen 1.40. izplačilo (angl. *distribution*) opisuje kot neposredni ali posredni prenos denarja ali drugega premoženja (razen lastnih delnic) ali nastanek zadolženosti (angl. *incurrence of indebtedness*) s strani korporacije v ali za korist svojih delničarjev za katero koli od njenih

delnic. Izplačilo je lahko v obliki objave ali plačila (angl. *declaration or payment*) dividend; nakupa, pridobivanja ali drugega načina pridobitve delnic (angl. *acquisition of shares*); izplačila zadolženosti (angl. *distribution of indebtedness*) ali kako drugače. RMBCA v podpoglavju D (angl. *subchapter D*), natančneje pod oznako člena § 6.40, opredeljuje izplačila delničarjem. Kot že rečeno, se pridobivanje lastnih delnic šteje kot ena izmed oblik izplačila. Odbor direktorjev lahko odobri in družba lahko opravi izplačila svojim delničarjem v skladu z omejitvami, ki jih določata statut in pododdelek (c) (angl. *subsection (c)*) tega zakona. Zadnji določa, da korporacija ne sme opraviti nikakršnega izplačila, če po učinku transakcije ne more odplačati svojih dolgov, ki nastanejo pri običajnem obsegu poslovanja. Poleg tega morajo biti celotna sredstva, ki ostanejo po izplačilu, vsaj enaka vsoti celotnih obveznosti in znesku (razen če akti o ustanovitvi ne dovoljujejo drugače), ki bi bil potreben, če bi korporacija prenehala kot pravni subjekt v času izplačila, v višini, ki izpolnjuje prednostne pravice po razpustitvi delničarjev, čigar prednostne pravice so superiorne tistim, ki prejemajo izplačilo. Odbor direktorjev lahko utemelji odločitev, da izplačilo ni prepovedano v skladu s pododdelkom (c) na temelju računovodskih izkazov, pripravljenih na podlagi računovodskih praks in načel, ki so utemeljena v danih okoliščinah, ali na podlagi poštenega vrednotenja ali drugi metodi, ki je utemeljena v danih okoliščinah.

Pododdelek (e) določa, da se učinek izplačila v pododdelku (c) v primeru izplačila z nakupom, pridobivanjem ali drugo obliko pridobitve delnic korporacije meri kot zgodnejši datum, ko se denar ali drugo premoženje prenese ali ko nastane dolg korporacije ali datum, ko delničar preneha biti delničar glede na pridobljene delnice (angl. *acquired shares*).

Na tej stopnji opredeljujem razliko med nakupom (angl. *purchase*) in pridobivanjem (angl. *redemption*) delnic. Včasih delnice, ki jih družba ponuja, niso redne, tržno usmerjene navadne delnice. Namesto tega so lahko prednostne delnice, ki se štejejo kot vrednostni papirji s stalnim donosom in so izdane po nominalni vrednosti. Ko se ta nominalna vrednost kupcu plača nazaj, se to šteje za pridobivanje. Ko podjetje izda navadne delnice za javnost in kasneje del teh delnic pridobi nazaj, se to šteje kot nakup in ne pridobivanje.

6.2 Delaware splošni korporacijski zakon

Delaware je najpomembnejši vir korporacijskega prava v ZDA, vsaj za javne delniške družbe. Približno polovica vseh javnih delniških družb ima tu sedež. Kot rezultat se Delaware splošni korporacijski zakon uporablja za notranje zadeve teh korporacij. Temu primerno najpomembnejše sodne odločbe, ki se tičejo korporacijskega prava, pridejo s sodišč v Delawaru. Čeprav lahko sodišča drugih držav kot tudi zvezna sodišča onemogočijo odločitve, urejene po zakonu Delaware, je delawarsko sodišče v Chanceryju bolj ali manj posvečeno sporom, ki vključujejo korporacijsko pravo, skupaj z zakonodajo drugih oblik poslovnih organizacij.

Delaware še naprej zasleduje tradicionalna pravila o osnovnem kapitalu, ampak s pomembnimi zasuki. Korporacija v Delawaru mora navesti nominalno vrednost (angl. *par value*) njenih delnic ali pa da so njene delnice brez nominalne vrednosti. Delnice se ne smejo izdati za znesek, ki je nižji od nominalnega zneska. Omejitve oblike plačil za delnice so omejene na znesek kritja nominalne vrednosti. Povedano z drugimi besedami, prihodnje storitve in zadolžnice se lahko uporabijo za plačilo kateregakoli zneska nad nominalno vrednostjo, ki je plačana za delnice.

Korporacija po tem zakonu lahko plačuje dividende in ponovno pridobiva lastne delnice v obsegu presežka ali v obsegu neto profitov sedanjega ali prejšnjega leta. V Delaware splošnem korporacijskem zakonu ni eksplicitnega testa solventnosti. Izraz presežek je opredeljen kot znesek, s katerim neto sredstva presegajo kapital. Izraz neto sredstva pa pomeni znesek s katerim sredstva presegajo obveznosti. Kapital se nanaša na vpisan kapital (angl. *stated capital*), skupno nominalno vrednost izdanih delnic (angl. *issued shares*).

Člen 151(a) določa, da lahko vsaka korporacija izda enega ali več razredov (angl. *class*) delnic ter eno ali več serij (angl. *series*) delnic znotraj kateregakoli razreda. Pri tem so lahko nekatere ali vse delnice razreda z nominalno vrednostjo ali delnice brez nominalne vrednosti, katerih razred ali serija ima lahko takšne glasovalne pravice, polne ali omejene ali sploh nima glasovalne pravice. Člen 151(b) nadalje določa, da je lahko delnica kateregakoli razreda ali serije predmet pridobivanja (angl. *subject of redemption*) po izbiri korporacije ali po izbiri imetnikov delnic. Po katerikoli pridobitvi lastnih delnic mora korporacija imeti eno ali več delnic, ki so v rokah delničarjev (angl. *outstanding shares*), enega ali več razredov ali serij delnic, delnica ali delnice skupaj morajo imeti polne glasovalne pravice. Vse delnice, ki so lahko pridobljive (angl. *redeemable*) v skladu s tem oddelkom, so lahko pridobljene za denar, premoženje ali pravice, vključno z vrednostnimi papirji iste ali druge korporacije, v takem času ali časih, ceni ali cenah, meri ali merah ter s takšnimi prilagoditvami, kot je navedeno v potrdilu o ustanovitvi (angl. *certificate of incorporation*) ali v resoluciji ali resolucijah sklepov o izdaji takšnih delnic, ki ga odbor direktorjev (angl. *board of directors*) sprejme v skladu s pododdelkom (a).

Nakup lastnih delnic (angl. *share repurchase*) je prostovoljna pridobitev delnic s strani korporacije od delničarjev, pri čemer delničarji nimajo nobene pravne obveznosti za prodajo teh delnic korporaciji. Nasprotno, pridobivanje lastnih delnic (angl. *redemption of shares*) je omejeno z oddelkom 160(a)(3) tega zakona, takšna pridobitev je pogojena z določbami potrdila o ustanovitvi (vključno s potrdilom o oznaki, angl. *certificate of designation*).

Skladno s členom 160(a) lahko vsaka korporacija kupi (angl. *purchase*), pridobiva (angl. *redeem*), prejme, vzame ali kako drugače pridobi, ima v lasti ter drži, proda, posodi, zamenja, izmenja ali kako drugače razpolaga, zastavi, uporabi ali kako drugače ravna s svojimi lastnimi delnicami, vendar pod pogojem, da nobena korporacija ne sme:

- Kupiti ali pridobivati lastnih delnic osnovnega kapitala za gotovino ali drugo premoženje, ko je kapital korporacije oslabljen ali, če bi takšen nakup ali odkup povzročil oslabitev kapitala korporacije. Korporacija lahko kupi ali pridobiva iz kapitala katerokoli izmed lastnih delnic, ki so opravičene do kakršnegakoli izplačila sredstev, bodisi do dividende bodisi v likvidaciji, s prednostjo na drug razred ali serijo delnic, ali če takšnih delnic, ki so opravičene do takšne prednosti, ni v rokah delničarjev (angl. *outstanding*), katerekoli lastne delnice, če so takšne delnice umaknjene (angl. *retired*) po pridobitvi in kapital korporacije zmanjšan v skladu z 243. in 244. členom tega zakona.
- Opraviti nakupa lastnih delnic po ceni, ki je višja od cene, po kateri so potem lahko te delnice pridobljene (angl. *redemmed*), katerekoli delnice, ki so po izbiri korporacije pridobljive ali v primeru korporacije pridobiti katerokoli delnico, razen če njihovo pridobivanje ni odobreno s členom 151(b) iz tega naslova.

Člen 160(b) določa, da nič v tem poglavju ne omejuje ali vpliva na pravico korporacije, da ponovno proda (angl. *resell*) katerokoli od delnic, ki je kupljena (angl. *purchased*) ali pridobljena (angl. *redemmed*) iz presežka (angl. *surplus*) in ki ni umaknjena, za takšno obravnavo (angl. *consideration*), ki bi morala biti določena s strani odbora direktorjev. Skladno s členom 160(d) delnice, ki so imenovane za pridobivanje (angl. *called for redemption*), se ne smejo šteti kot delnice, ki so v rokah delničarjev (angl. *outstanding*) z namenom glasovanja ali določanja skupnega števila delnic, ki imajo pravico voliti o vsaki zadevi, na in po dnevu, ko je pisno obvestilo o pridobivanju poslano njihovim imetnikom in znesek zadostuje, da pridobi takšne delnice in je nepreklicno deponiran oziroma pripravljen za plačilo pridobitne cene (angl. *redemption price*) imetnikom delnic ob predaji potrdil zanje.

Skladno s členom 174(a) v primeru kakršnekoli namerne ali malomarne kršitve 160. ali 173. člena iz tega naslova so direktorji solidarno odgovorni korporaciji in upnikom kadarkoli v roku 6 let po plačilu nezakonite dividende ali po nezakonitem nakupu ali pridobivanju lastnih delnic v primeru prenehanja ali insolventnosti, do celotnega zneska nezakonito plačane dividende ali do celotnega nezakonitega zneska, plačanega za nakup ali pridobivanje delnic korporacije, vključno z obrestmi od časa, ko takšna obveznost nastane. Vsak direktor, ki je med storitvijo tega dejanja odsoten ali odkloni takšen akt ali sklep, s katerim se opravi to dejanje, je lahko oproščen takšne odgovornosti, ki jo povzroči njegovo nestrinjanje, in je to vpisano v knjigah, ki jih vsebuje zapisnik razprave direktorjev v času, ko je to storjeno, ali takoj po tem, ko ima takšen direktor obvestilo o tem. Člen 174(b) nadalje določa, da so direktorji ter člani uprave solidarno odgovorni za škodo, ki so jo z naklepnim ali malomarnim (verjetno hudo malomarnostjo) ravnanjem povzročili gospodarski družbi in/ali delničarjem, tako da so kršili določbo 160. in 173. člena tega zakona. Nadalje člen 174(c) navaja, da vsak direktor, ki je kot solidarno odgovoren družbi ali/in delničarjem, poravnava celotno škodo, ima do drugih članov uprave, ki glasujejo za tako odločitev, regresni zahtevek.

Torej, omenjeni zakon dovoljuje korporacijam, da izplačujejo dividende v obsegu, da sredstva presegajo obveznosti plus vpisan kapital. Sodišča se pogosto sklicujejo na ta test kot oslabitev

kapitalskega testa (angl. *impairment of capital test*). Povedano drugače, zakon ne razlikuje med viri presežka. Po tem zakonu lahko torej korporacija uporabi dodaten vplačani kapital (angl. *additional paid in capital*) za plačilo dividend in pridobitev lastnih delnic. Zakon kombinira preprost test presežka (angl. *surplus test*) z zelo liberalnim zasluženim presežkom in dovoljuje korporacijam uporabo kateregakoli izmed 2.

6.3 Newyorški zakon o poslovnih korporacijah

Newyorški zakon o poslovnih korporacijah leta 1998 doživi bistvene spremembe. Zakon ohranja večino tradicionalnih pravil, ki se nanašajo na osnovni kapital. Omenjen zakon zahteva, da je nominalna vrednost navedena (z običajno alternativo brez nominalne vrednosti). Delničar, ki kupi delnice, mora plačati vsaj nominalno vrednost. Kot po Delaware splošnem korporacijskem zakonu se obljube o prihodnjih storitvah ali prihodnja plačila ne smejo uporabljati za izpolnitev te zahteve, je pa sprejemljiva takšna oblika plačila za delnice nad nominalno vrednostjo. V nasprotju z Delaware splošnim korporacijskim zakonom newyorški statut izrecno določa, da se lastne delnice lahko prodajo za katerokoli vrednost ali obliko plačila (angl. *consideration*).

Člen 513(a) določa, da korporacija ne sme kupiti lastnih delnic, če pa so pridobljive (angl. *redeemable*), zamenljive ali izmenljive, pridobiti, zamenjati ali izmenjati v ali za denar, zadolžitev (angl. *indebtedness*) ali drugo premoženje, drug vrednostni papir korporacije, če bi s tem dejanjem ali kot posledica tega dejanja korporacija postala plačilno nesposobna. Delnice so lahko kupljene ali pridobljene samo iz naslova presežka (angl. *surplus*). Člen 513(b) nadalje določa, da so lahko pridobljene, zamenljive ali izmenljive delnice kupljene s strani korporacije v času, ko so takšne delnice lahko pridobljive, zamenjane ali izmenjane, po nakupni ceni, ki ne presega veljavne pridobitne, zamenljive ali izmenljive cene, ki je navedena v potrdilu o ustanovitvi (angl. *certificate of incorporation*). Ob pridobitvi, zamenjavi ali izmenjavi lahko znesek, ki ga plača korporacija za delnice, ki imajo prednostno pravico do dividend, vključuje navedeno pridobitno, zamenljivo ali izmenljivo ceno plus obračunane dividende do naslednjega datuma dividend, ki sledi datumu pridobitve, zamenjave ali izmenjave takšnih delnic.

Člen 515(a) določa, da morajo biti delnice, ki so izdane in nato kupljene, pridobljene (angl. *redeemed*) ali kako drugače pridobljene s strani korporacije, umaknjene (angl. *cancelled*), če so ponovno pridobljene iz naslova vpisanega kapitala (angl. *stated capital*), če so te delnice zamenljive (angl. *converted*) ali pa potrdilo o ustanovitvi (angl. *certificate of incorporation*) zahteva, da so takšne delnice umaknjene. Člen 515(b) nadalje določa, da se lahko delnice, ki so ponovno pridobljene s strani korporacije in za katere ni potrebno, da se umaknejo, zadržijo kot lastne delnice, ali pa jih odbor direktorjev umakne v času pridobitve ali pa kadarkoli kasneje. Po členu 515(c) niti zadržanje ponovno pridobljenih delnic kot lastnih delnic niti njihovo poznejše izplačilo delničarjem ali njihovo razpolaganje za plačilo ne sme spremeniti vpisanega kapitala. Ko so lastne delnice odsvojene za plačilo, se mora presežek povečati za

celotni znesek prejetega plačila (angl. *consideration*). Po členu 515(d) tega zakona se umaknjene (angl. *cancelled*) delnice po tem oddelku povrnejo v status pooblaščenih, vendar neizdanih delnic. V primeru, da potrdilo o ustanovitvi prepoveduje ponovno izdajo pridobljenih delnic ali prepoveduje njihov umik, mora odbor direktorjev temu primerno zmanjšati število pooblaščenih delnic.

Newyorški zakon o poslovnih korporacijah določa, da nadomestilo, prejetost za delnice, predstavlja vpisan kapital (angl. *stated capital*) v obsegu nominalne vrednosti izdanih delnic (angl. *issued shares*). Ko so izdane kosovne delnice, se celoten znesek prejetega nadomestila šteje za vpisan kapital, razen če odbor direktorjev določi manjši znesek znotraj 60 dni. Če korporacija izda kosovne prednostne delnice, se mora celoten znesek prejetega nadomestila do zneska preferenčne likvidacije za takšne delnice šteti kot vpisan kapital. Izraženo drugače: samo znesek, ki presega nominalno vrednost, se lahko prenese v presežek.

6.4 Kalifornijski splošni korporacijski zakon

166. člen »izplačilo delničarjem (angl. *distribution to shareholders*)« opredeljuje kot prenos denarja ali premoženja s strani korporacije njenim delničarjem brez njihovega protiplačila bodisi v obliki dividend ali kako drugače, razen dividende v obliki delnice korporacije ali nakupa (angl. *purchase*) ali pridobivanja (angl. *redemption*) lastnih delnic za denar ali premoženje, vključujoč prenos, nakup ali pridobivanje s strani hčerinskega podjetja (angl. *subsidiary*) korporacije. Čas kateregakoli izplačila z nakupom ali pridobivanjem lastnih delnic je datum, ko korporacija prenese denar ali premoženje (angl. *property*), četudi je v skladu s pogodbo to zgodnejši datum. V primeru, da je v zameno za delnice izdan prenosljiv dolžniški vrednostni papir (angl. *negotiable debt security*) (kot določa oddelek 8102 Trgovinskega zakonika), se kot čas izplačila šteje datum, ko družba pridobi (angl. *acquires*) delnice.

Člen 500 (a) določa, da niti družba niti njene hčerinske družbe ne smejo opraviti nikakršnega izplačila delničarjem, razen če odbor direktorjev v dobri veri določi naslednje:

- Znesek zadržanega dobička korporacije je tik pred izplačilom enak ali presega vsoto zneska predlaganega izplačila plus zneska zaostale prednostne dividende (angl. *preferential dividends arrears amount*), pri čemer slednje predstavljajo znesek, če obstaja, kumulativne dividende v zamudi na vse delnice, ki imajo prednost izplačila pred razredom ali serijo delnic, za katere se izplačilo opravlja, pod pogojem, da statut določa, da se izplačilo lahko opravi brez upoštevanja zneska zaostale prednostne dividende, potem je omenjen znesek enak 0 (**pravilo zadržanega dobička, angl. *retained earnings rule***).
- Takoj po izplačilu se znesek sredstev korporacije izenači ali presega vsoto vseh obveznosti plus zneska prednostnih pravic (angl. *preferred rights amount*), pri čemer omenjeno pomeni znesek, ki bi bil potreben, če bi korporacija prenehala v času izplačila, da se zadovoljijo prednostne pravice, vključno z obračunanimi, vendar neplačanimi dividendami drugih delničarjev po prenehanju, ki so superiorne pravicam delničarjev, ki prejemajo to izplačilo, pod pogojem, če statuti zagotavljajo, da so izplačila opravljena ne

glede na prednostne pravice, potem je znesek prednostnih pravic enak 0 (**pravilo neto sredstev, angl. *net assets rule***).

Omenjeni pravili sestavljata dvodelni test in sta v veljavi od 1. januarja 2012 naprej. Ta dvodelni test nadomešča togi test bilance stanja in test likvidnosti. Skladno s temi spremembami je členu 500(a) dodana nova zasnova, tj. znesek prednostnih pravic. Odboru direktorjev je zdaj zagotovljena večja prilagodljivost pri izplačilu delničarjem.

V primeru izplačila denarja ali premoženja v plačilu korporacije v povezavi z nakupom lastnih delnic morajo biti zadržanim dobičkom dodani vsi zneski, ki so prej odšteti v zvezi z obveznostmi, ki nastanejo v povezavi s ponovnim nakupom lastnih delnic (angl. *share repurchase*) in se odražajo v bilanci stanja, vendar ne presegajo glavnice obveznosti, ki ostanejo neplačane neposredno pred izplačilom. Prav tako morajo biti od obveznosti odšteti vsi zneski, ki so predhodno dodani v povezavi z obveznostmi, ki nastanejo v povezavi s ponovnim nakupom lastnih delnic in se odražajo v bilanci stanja, vendar ne presegajo glavnice obveznosti, ki bodo še naprej neodplačane po izplačilu, pod pogojem, da se ne pojavi nikakršen dodatek k zadržanim dobičkom ali odbitek k obveznostim na račun obveznosti, ki je izplačilo delničarjem v času, ko obveznost nastane. 501. člen tega zakona določa, da niti korporacija niti njene hčerinske družbe ne smejo opraviti nikakršnega izplačila delničarjem, če je korporacija ali hčerinska družba, ki opravlja to izplačilo, nezmožna ali če bi kot posledica tega dejanja nastala nezmožnost plačila njenih obveznosti, ko te zapadejo.

509. člen se nanaša na pridobivanje lastnih delnic (angl. *share redemption*). Člen 509(a) določa, da korporacija lahko pridobi nekaj ali vse delnice, ki so pridobljive, po njeni izbiri z dajanjem obvestila o pridobivanju in s plačilom pridobitne cene delnic, določene v statutu, ali z depozitom pridobitne cene v skladu s členom 509(d). Člena 509(b) – (c) določata posebne zahteve obvestila. Člen 509(d) opredeljuje podrobne informacije o plačilu/depozitu. Člen 509(b) tako določa, da lahko družba ob upoštevanju vseh določb členov v zvezi z obvestilom, ki se zahteva za pridobivanje delnic, poda obvestilo o pridobivanju nekaterih ali vseh delnic, ki so predmet pridobivanja, z obvestilom o pridobivanju, ki je objavljen v časopisu splošne cirkulacije v okraju, kjer je glavna izvršna pisarna korporacije vsaj enkrat na teden v 2 zaporednih tednih, v vsakem primeru na kateri koli dan v tednu, ki se začne ne prej kot 60 dni in ne pozneje kot 20 dni pred datumom, določenim za pridobivanje. Obvestilo o pridobivanju (angl. *notice of redemption*) mora vsebovati naslednje podatke:

- razred ali serijo delnic ali del katerega koli razreda ali serije delnic, ki bodo pridobljene,
- datum, določen za pridobivanje,
- pridobitno ceno,
- če so delnice certificirani vrednostni papirji, kraj, kjer lahko delničarji prejmejo plačilo pridobitne cene ob predaji njihovih certifikatov.

510. člen se nanaša na ponovno pridobitev (angl. *reacquisition*) delnic. Člen 510(a) določa, da so po ponovni pridobitvi lastnih delnic takšne delnice povrnjene v status pooblaščenih (angl. *authorized*), vendar neizdanih (angl. *unissued*) delnic, razen če statuti družbe (angl. *articles of incorporation*) prepovedujejo njihovo ponovno izdajo. Člen 510(b) opredeljuje pravila glede ponovne pridobitve razreda ali serije pooblaščenih delnic, če statut družbe prepoveduje ponovno izdajo takšnih delnic. Če so vse pooblaščenice določenega razreda ali serije ponovno pridobljene, je ta razred ali serija delnic avtomatično odstranjena. V primeru ponovne pridobitve vseh pooblaščenih delnic serije je število pooblaščenih delnic razreda, ki mu delnice pripadajo, zmanjšano za število tako pridobljenih delnic.

Izraz »ponovno pridobi (angl. *reacquires*)«, kot je uporabljen v tem oddelku (angl. *section*), opredeljuje člen 510(d). Pomeni, da ko korporacija kupi, pridobi, pridobi z zamenjavo za drug razred ali serijo ali kako drugače prisvoji lastne delnice ali pa da delnice, ki so izdane (angl. *issued*) in v rokah delničarjev (angl. *outstanding*), prenehajo biti v njihovih rokah.

6.5 Zakon o menjavi vrednostnih papirjev 1934

Zakon je kot 1. zvezni zakon, ki ureja trgovanje z vrednostmi papirji, sprejel Kongres, podpisal ga je predsednik Franklina D. Roosevelt. S tem aktom je ustanovljena komisija za trg vrednostnih papirjev in za nadzor nad poslovanjem z vrednostnimi papirji (angl. *Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC) z namenom urejati in nadzorovati trge vrednostnih papirjev v ZDA in predpisovati pravila za zaščito vlagateljev ter obdržati trge v okviru brez goljufij. Akt skozi leta doživi spremembe in se dopolni s pravili in predpisi, ki jih izpostavi SEC.

6.5.1 Odobritev nakupa pred izvedbo

Vsak nakup lastnih delnic mora dovoliti in odobriti odbor direktorjev (angl. *board of directors*). Med dejavniki, o katerih mora odbor direktorjev razmisliti, je vpliv nakupa lastnih delnic na denarni položaj družbe, kapitalske potrebe družbe in ali obstaja boljša alternativa porabe denarnega presežka družbe, kot so prevzemi in naložbe. Odbor mora obravnavati in dokumentirati cilje nakupa lastnih delnic. S tem dokaže, da pravilno upošteva interese svojih delničarjev in pravilno razreši svoje fiduciarne obveznosti. Poleg tega mora upoštevati državne zakone, konstitutivne dokumente in sporazume družbe, pravila borze, davčne in računovodske vidike. Za primer: v skladu z Delaware splošnim korporacijskim zakonom so lahko direktorji osebno odgovorni za nezakonit nakup lastnih delnic.

6.5.2 Javna objava nakupa lastnih delnic

V zvezi s programom nakupa lastnih delnic mora družba javno razkriti program pred njegovim začetkom, da se izogne potencialni odgovornosti za trgovanje z notranjimi informacijami. Razkritje mora biti podano po svetovanju s svetovalcem in z zadostnim časom, da se trgu dovoli, da absorbira objavo in vključi naslednje informacije:

- predvideno časovno obdobje, v katerem bodo nakupi opravljeni;
- namen nakupa lastnih delnic;
- načrt ali predlog v zvezi z delnicami, ki se kupujejo;
- navedba o tem, kako bodo nakupi opravljeni.

Razkritje se lahko opravi v obrazcu 10-Q, 10-K, s sporočilom za javnost ali v obrazcu 8-K, odvisno od časovne razporeditve odobritev in začetka programa. Družba mora izdati tudi javno objavo o razkrivanju pomembnih sprememb o programu nakupa lastnih delnic.

6.5.3 Obveznost poročanja v zvezi z nakupom lastnih delnic

Postavka 703 Uredbe S-K (angl. *item 703 of regulation S-K*) zahteva, da družba za vse nakupe lastniških vrednostnih papirjev izdajatelja (odprti trg ali zasebna transakcija) v naslednjem periodičnem poročilu v obliki tabele razkrije naslednje informacije za vsak mesec prejšnjega fiskalnega četrletja:

- celotno število kupljenih delnic,
- plačano povprečno ceno za delnico,
- število kupljenih delnic kot del javno objavljenega programa,
- maksimalno število delnic (ali približno denarno vrednost), ki se še lahko kupijo v okviru programa.

Poleg tega za javno razpisane programe SEC zahteva razkritje (v opombah k tabeli) naslednjih podatkov:

- datum objave,
- število delnic ali dolarsko vrednost, odobreno s strani odbora direktorjev,
- vsak program, ki se je iztekel v zadnjem fiskalnem četrletju,
- vsak program, za katerega je izdajatelj odločen, da ga prekine pred iztekom ali pod katerimi izdajatelj ne namerava več narediti nadaljnjih nakupov.

6.5.4 Načrt trgovanja po pravilu 10b5 – 1

Podjetje, vključeno v nakup lastnih delnic, lahko vzpostavi načrt trgovanja v skladu s pravilom 10b5 – 1 (angl. *rule 10b5 – 1*), da se zagotovijo navodila posredniku za nakup lastnih delnic za poznejši datum. Omenjen načrt je lahko uporabljen za vzpostavitev pritrdilne obrambe na trditev, da je seznanjeno z materialno nejavno informacijo, ki nato vpliva na sam nakup lastnih delnic.

6.5.4.1 Pogoji za uskladitev s pravilom 10b5 – 1

Načrt trgovanja mora izpolnjevati naslednje pogoje za uskladitev s pravilom 10b5 – 1:

- Trgovanje mora biti vnaprej določeno: zavezujoča pogodba, navodila za trgovanje ali napisan načrt trgovanja morajo biti vzpostavljeni v času, ko podjetje ne poseduje materialnih nejavnih informacij.
- Načrt mora določiti (ali določiti formulo za) merila trgovanja: zavezujoča pogodba, navodila za trgovanje, ali napisan načrt trgovanja bodisi oblikuje formulo za količino, ceno in datum nakupa lastnih delnic ali se te odločitve predajo borznemu posredniku pod pogojem, da podjetje nima več diskrecije o teh odločitvah.
- Nobene poznejše diskrecije, kot so količina, cena ali datumi trgovanj: zavezujoča pogodba, navodila za trgovanje ali napisan načrt trgovanja ne dovoljujejo podjetju in podjetje nima poznejšega vpliva o tem, kako, kdaj in ali izvesti nakup lastnih delnic. Podjetje pa obdrži diskrecijo, da prekine 10b5-1 načrt trgovanja.
- Dobra vera: načrt trgovanja mora biti sklenjen v dobri veri in ne kot del sheme za izogibanje odgovornosti trgovanja na podlagi notranjih informacij
- Nakup je opravljen na podlagi načrta o trgovanju: nakupi lastnih delnic se opravijo skladno z načrtom trgovanja, tako da podjetje ne spreminja ali odstopa od načrta trgovanja, ali pa sklene ali spremeni ustrezno varovanje pred transakcijo v zvezi z vrednostnimi papirji.

Ključni pojmi so opredeljeni na naslednje načine: količina pomeni določeno število delnic ali določeno dolarsko vrednost vrednostnih papirjev; cena pomeni tržno ceno na določen datum, limitirano ceno ali določeno dolarsko vrednost; datum predstavlja določen dan v letu, v katerem je tržno naročilo izvedeno. Datum predstavlja tudi dan ali dneve v letu, v katerih je limitirano naročilo v veljavi.

6.5.4.2 Zahteve o načrtu za trgovanje pravila 10b5 – 1

Po pravilu 10b5 – 1 lahko uradniki, direktorji in ostali insiderji vzpostavijo pritrdilno obrambo do obtožb nezakonitega trgovanja na podlagi notranjih informacij, ko so njihovi posli izvedeni v skladu z že obstoječim pisnim načrtom trgovanja, ki izpolnjuje naslednje zahteve:

- Načrt trgovanja mora biti določen v času, ko udeleženec ne ve, o materialni informaciji nejavnega značaja
- Načrt trgovanja mora določiti število vrednostnih papirjev, ki bodo trgovani, po kakšni ceni bodo trgovani in datum trgovanja, ali pa mora vsebovati formulo za takšno določitev.
- Udeleženec ne more uveljavljati kakršnegakoli poznejšega vpliva nad tem, kako, kdaj in ali izvesti transakcijo.
- Načrt trgovanja mora biti sklenjen v dobri veri in ne kot del sheme za izogibanje odgovornosti trgovanja na podlagi notranjih informacij.

6.5.5 Pravilo 10b – 18

Pravilo 10b – 18 (angl. *rule 10b – 18*) je sprejeto leta 1982. Predvideva prostovoljni »varen pristan« (angl. »*safe harbor*«) od odgovornosti za manipulacijo v okviru oddelkov 9(a)(2) in 10(b) zakona o menjavi vrednostnih papirjev ter pravila 10b – 5 (angl. *rule 10b – 5*) v okviru tega zakona. Varni pristan se uporablja na dnevni osnovi.

6.5.5.1 Kumulativni pogoji

Če je neizpolnjen 1 od 4 pogojev, se vsi nakupi gospodarske družbe odstranijo iz varnega pristana za ta dan. V skladu s pravilom 10b – 18 varnega pristana morajo družba in njeni pridruženi kupci tako kumulativno izpolnjevati naslednje pogoje:

- **Način:** vse ponudbe in nakupi morajo biti izvedeni preko 1 samega posrednika za vsak posamezni dan.
- **Čas:** nakupi ne smejo:
 - predstavljati otvoritvene transakcije;
 - za vrednostni papir, ki ima v preteklih 4 tednih vrednost povprečnega dnevnega obsega trgovanja vsaj milijon dolarjev in vrednost delnic, ki so v rokah javnosti (angl. *public float*) vsaj 150 milijonov dolarjev, biti izvedeni v roku 10 minut pred predvidenim zaključkom primarne trgovalne seje vrednostnega papirja na njegovi glavni borzi in roku 10 minut pred predvidenim zaključkom trgovalne seje na trgu, kjer je nakup opravljen, in
 - za vse druge vrednostne papirje biti izvedeni v roku 30 minut pred predvidenim zaključkom primarne trgovalne seje na glavnem trgu vrednostnega papirja in 30 minut pred predvidenim zaključkom primarne trgovalne seje na trgu, kjer je nakup opravljen.
- **Obseg trgovanja:** količina delnic, kupljenih na posamezni dan, ne sme preseči 25 odstotkov povprečnega dnevnega obsega trgovanja (angl. *average daily trading volume – ADTV*) za 4 koledarske tedne pred tednom odkupa. Svežnji (bilateralni posli z vrednostnimi papirji, katerih obseg je lahko bistveno večji kot pri navadnih poslih in ki so sklenjeni pod drugačnimi pogoji kot navadni posli; nakupna in prodajna stran se lahko o transakciji dogovorita vnaprej, mogoče pa je tudi, da se posel s svežnjem sklene z ujemanjem pogojev na trgu, angl. *block trades*) so tipično vključeni v izračun povprečnega dnevnega obsega trgovanja. Enkrat na teden lahko podjetje ali pridruženi kupci namesto nakupa pod 25 odstotkov povprečnega dnevnega limita obsega trgovanja za ta dan izvedejo en sveženj svojih delnic, ne glede na omejitve obsega pod pogojem, da ne opravi kakšnih drugih nakupov po pravilu 10b – 18 na isti dan. Nakupi, opravljeni na podlagi tega svežnja, niso vključeni v izračun povprečnega dnevnega obsega trgovanja vrednostnega papirja za namene limita obsega trgovanja po pravilu 10b – 18.
- **Cena:** nakupi ne smejo biti izvršeni po ceni, ki presega najvišjo neodvisno ponudbo ali zadnjo neodvisno transakcijo (katerakoli je večja), ki kotira ali se poroča v konsolidiranem sistemu v času, ko je nakup opravljen.

Čeprav je nakup lastnih delnic opravljen v skladu s pravilom 10b – 18, podjetje ni zaščiteno pred drugimi vrstami kršitev zakona o menjavi vrednostnih papirjev (angl. *securities exchange act of 1934*), kot so kršitve, ki izhajajo iz nakupov lastnih delnic, medtem ko podjetje poseduje materialne nejavne informacije.

6.5.5.2 Trgovanje na podlagi notranjih informacij

Zakon o menjavi vrednostnih papirjev 1934 je še vedno veljaven zvezni zakon, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij (angl. *insider trading*) v ZDA (z dnem 7. maja 2008). Posamezne države imajo lahko tudi svoje lastne specifične zakone, ki urejajo trgovanje na podlagi notranjih informacij. Ta zakon naslavlja trgovanje na podlagi notranjih informacij neposredno v Oddelku 16(b) in posredno skozi Oddelek 10(b). Oddelek 16(b) prepoveduje dobiček, dobljen z eno potezo (angl. *short – swing trade*) (dobiček, realiziran v vsakem obdobju, manjšem od 6 mesecev), korporativnih insiderjev iz naslova trgovanja z delnicami korporacije, razen v zelo omejenih okoliščinah. To velja za direktorje ali uradnike podjetja in tiste, ki imajo v posesti več kot 10 odstotkov delnic z glasovalnimi pravicami in je zasnovan z namenom preprečitve trgovanja na podlagi notranjih informacij tistih, za katere je najbolj verjetno, da so seznanjeni s pomembnimi informacijami podjetja.

Oddelek 10(b) zakona o menjavi vrednostnih papirjev 1934 opredeljuje kot nezakonito ravnanje katerekoli osebe, ki »uporablja ali zaposluje, v povezavi z nakupom ali prodajo kateregakoli vrednostnega papirja registriranega na nacionalni borzi vrednostnih papirjev ali kateregakoli vrednostnega papirja, ki ni tako registriran, vsako manipulativno ali zavajajočo napravo ali iznajdbo v nasprotju takšnih pravil in predpisov kot jih predpiše SEC«. Za izvedbo Oddelka 10(b) SEC sprejme pravilo 10b – 5, ki v ustreznem delu zagotavlja:

➤ Za katerokoli osebo mora biti nezakonito (ki neposredno ali posredno):

- zaposlovati kakršnokoli napravo, sistem ali zvijačo za goljufijo;
- navesti kakršnekoli neresnične izjave o pomembnih dejstvih ali opustiti navedbo pomembnega dejstva, ki je potrebno za izjave, glede na okoliščine, v katerih so izdelane, nezavajajoče, ali
- vključiti se v kakršnokoli dejanje, prakso ali predmet poslovanja, ki deluje ali bi deloval kot goljufija ali prevara na katerokoli osebo, v zvezi z nakupom ali prodajo vrednostnega papirja.

Te obsežne določbe proti goljufijam določajo, da se je nezakonito vključiti v goljufije ali zavajati v zvezi z nakupom in prodajo vrednostnega papirja. Medtem ko ne govori eksplicitno o trgovanju na podlagi notranjih informacij, so tukaj sodišča organ izvajanja, ki privede do najpomembnejših dogodkov v pravu ZDA o trgovanju z notranjimi informacijami. Leta 1981 Drugi krog (angl. *Second Circuit*) sprejme teorijo nezakonite prisvojitve (angl. *misappropriation theory*), ki drži v primeru ZDA proti Newman. V omenjenem primeru Newman, trgovec z vrednostnimi papirji, trguje na podlagi materialnih nejavnih informacij o korporacijskih prevzemih, ki jih pridobi od 2 investicijskih bankirjev, ki sta si takšno

informacijo nezakonito prisvojila s strani svojih delodajalcev. Oseba brez fiduciarnega razmerja do izdajatelja lahko vseeno odgovarja po pravilu 10b – 5 za trgovanje z vrednostnimi papirji izdajatelja, medtem ko poseduje informacije, pridobljene v nasprotju z načelom dobre vere in poštenja.

Nezakonito trgovanje z vrednostnimi papirji se na splošno sklicuje na nakup ali prodajo vrednostnega papirja v nasprotju s fiduciarno dolžnostjo ali drugim odnosom zaupanja, medtem ko se poseduje gradivo nejavne informacije o vrednostnem papirju. Kršitve trgovanja na podlagi notranjih informacij lahko vključujejo tudi prenos takšnih informacij drugim osebam, trgovanje oseb z vrednostnimi papirji, ki prejmejo takšne informacije in trgovanje tistih, ki odtujijo takšne informacije. Primeri trgovanja na podlagi notranjih informacij so naslednji primeri, kot jih navaja SEC:

- uradniki korporacije, direktorji in zaposleni, ki trgujejo z vrednostnimi papirji korporacije na podlagi pridobitve pomembnih, zaupnih korporativnih dogodkov;
- prijatelji, poslovni partnerji, družinski člani in druge osebe, ki prejmejo notranje informacije od takšnih uradnikov, direktorjev in zaposlenih in trgujejo z vrednostnimi papirji po prejemu te informacije;
- zaposleni v pravi, bančništvu, posredniških in tiskarskih podjetjih, ki prejmejo takšne informacije za zagotavljanje storitev korporaciji, ti pa jih uporabijo za trgovanje;
- vladni uslužbenci, ki prejmejo takšne informacije zaradi njihove zaposlitve na vladi, in
- druge osebe, ki nezakonito pridobijo in spretno izkoristijo zaupne informacije od svojih delodajalcev.

Trgovanje na podlagi notranjih informacij spodkopava zaupanje vlagateljev v poštenost in integriteto trgov vrednostnih papirjev. Zato SEC obravnava odkrivanje in pregon kršitev trgovanja na podlagi notranjih informacij kot eno od svojih prednostnih nalog izvrševanja.

V primeru Dirks proti SEC je naslovljena problematika odgovornosti trgovanja oseb, ki prejmejo notranjo informacijo (angl. *tippees*) insiderjev. SEC presodi, da so osebe, ki prejmejo notranjo informacijo, odgovorne, če vedo ali imajo razloge, da domnevajo, da insider, ki ima notranje informacije, krši fiduciarno dolžnost za razkritje zaupnih informacij, in insider, ki poseduje notranje informacije, prejme neposredne ali posredne koristi od razkritja. Ker prvotni insider v Dirks primeru, ki poseduje notranje informacije, razkrije podatke z namenom izpostavljanja in razkritja goljufije in ne za osebno korist, oseba, ki ji preda notranje informacije, uide odgovornosti. Iz te odločbe izhaja zasnova »konstruktivnih insiderjev« (»angl. *constructive insiders*«). To so zunanji pravniki, svetovalci, investicijski bankirji ali drugi, ki zakonito prejmejo zaupne informacije s strani korporacije v okviru opravljanja storitev zanjo. Ti »konstruktivni insiderji« pridobijo fiduciarne dolžnosti od pravih insiderjev, pod pogojem, da korporacija pričakuje od konstruktivnih insiderjev, da zadržijo informacijo kot zaupno.

6.6 Varstvo upnikov v ZDA

Upniki ne tvorijo enotne skupine. Ločiti moramo namreč med upniki, katerih terjatve izvirajo iz poslovnih razmerij, in upniki, katerih terjatve izvirajo iz škodnih ravnanj. Za prve je značilno, da kot individualci sklepajo pogodbe z družbami in preko »perfektnih pogodb« obvladujejo svoje tveganje. Značilnost upnikov, katerih terjatve izvirajo iz škodnih ravnanj, pa je, da so varovani s premoženjem družbe in možnostjo spregleda pravne osebnosti.

Varovanje upnikov v ZDA ni predmet korporacijskega prava, ampak je prepuščeno upnikom samim (lat. *volenti non fit iniuria*) (Bratina et al., 2008, str. 286). Pravila o osnovnem kapitalu zagotavljajo varstvo upnikov v zelo majhnem obsegu. Korporacijski zakon ne vsebuje skoraj ničesar, kar je namenjeno posebej varstvu upnikov. To ne pomeni, da upniki ne uživajo pomembne zaščite pod okriljem prava ZDA. Te zaščite dejansko obstajajo na različnih ravneh. Upniki se morajo zanašati predvsem na dogovorjene pogodbene zaščite, splošna določila Enotnega akta o goljufovih prenosih in končno na stečajna sodišča. Bratina et al. (2008, str. 286) nadalje poudarjajo, da je na področju zaščite upnikov v ZDA predvidena velika stopnja sporočilnosti družb o računovodskih podatkih, ki predstavljajo informacije upnikom za kontrolo nad odborom direktorjev in sprejem svojih odločitev (angl. *full disclosure*). V nadaljevanju opisujem ostale varovalne mehanizme.

Prvič, korporacijsko pravo daje pomembno zaščito z zagotavljanjem pravnega sredstva za nezakonito izplačilo delničarjem. Ta rešitev temelji na pravilih o tem, kdaj se lahko izplačujejo dividende delničarjem, kar pomeni, da temelji na pravilih o osnovnem kapitalu. Poleg osnovnega kapitala, ki temelji na bilanci stanja, vsaka država nalaga uporabo testa nelikvidnosti kapitala (angl. *equity insolvency test*) v povezavi s plačilom dividend. Z drugimi besedami, korporacija ne sme izplačevati dividend, če lahko tovrstno dejanje potisne korporacijo v stanje, da ne more poplačati računov, ko ti zapadejo. V večini primerov je ta pravila mogoče najti v samem korporacijskem zakonu. V nekaterih državah (kot v Delawaru) je pravilo uvedeno s sodno prakso ali pa je najdeno v ločenih goljufovih prenosih ali statutu o goljufovih prenosih. Na kratko: zakon je precej jasn, da korporacija ne sme opraviti izplačila delničarjem (dividende), če bi to dejanje imelo za posledico njeno nesposobnost za poplačilo upnikov. V primeru, da korporacija opravi nezakonita izplačila med delničarje so direktorji solidarno odgovorni korporaciji za znesek dividend v presežku zakonitega zneska. Direktorji imajo v zameno pravno sredstvo proti delničarjem, ki prejmejo nezakonite dividende in se zavedajo, da so nezakonite.

Drugič, poleg pravil, ki se nanašajo na nezakonite dividende, ima vsaka država zakon, ki prepoveduje goljufove prenose. Ta pravila so zelo podobna pravilom, ki se nanašajo na dividende. V večini primerov prepovedujejo prenose premoženja (angl. *property*) za vrednost, ki je manjša od poštene vrednosti, če:

- prenos povzroči, da je dolжник nesposoben plačati račune, ko ti zapadejo;

- prenos se pojavi v času insolventnosti dolžnika (korporacije).

Ta pravila so v več pogledih precej širša kot tista v korporacijskem zakonu. Upnik ima možnost neposredno izpodbijati goljufivi prenos. Ni se treba zanašati na stečajne upravitelje ali začeti derivativno tožbo v imenu korporacije. Upnik lahko izterja sredstva od prevzemnika.

Težava z zakoni o goljufivih prenosih je, da dajejo poudarek na možnosti, da nekateri upniki lahko izterjajo (tisti, ki tožijo), medtem ko drugi ne. Tej težavi bi se bilo možno izogniti z obravnavo takšnih dejanj kot derivativnih (v korist korporacije) in dovoljenjem upnikom, da ohranijo takšne ukrepe, vendar je to v večini držav dovoljeno samo delničarjem. Ista težava se pojavi v povezavi s tožbo proti direktorjem za nezakonite dividende. Na splošno to pomeni, da korporacijski zakon zagotavlja, da lahko korporacija izterja nezakonite dividende. Ni treba poudarjati, da delničarji kot prejemniki nezakonitih dividend v tem primeru ne tožijo. Če je korporacija plačilno nesposobna ali v postopku le-tega, je razvidno, da lahko upniki vložijo derivativno tožbo v nekaterih državah, vključno z Delawarom. Praktično gledano bi bilo za upnike nenavadno zateči se k derivativni tožbi. Stečajni postopek običajno prisvoji vsako takšno tožbo. Ko korporacija razglasi stečaj, vsa pravna dejanja zunaj stečajnega postopka mirujejo in se lahko nadaljujejo samo z odobritvijo sodišča in samo v korist stečajne mase (angl. *bankrupt estate*). V večini primerov korporacija, ki je na robu stečaja, prostovoljno razglasi stečaj z namenom zagotovila zaščite pred tožbami upnikov.

6.7 Konceptualna razhajanja sistema ZDA s sistemom Slovenije

Primerjalno pravno gledano je osnovni kapital predmet konceptualnih razhajanj v sistemu ZDA glede na kontinentalne sisteme. Poglavitna razhajanja podajam v nadaljevanju.

Večina držav v ZDA v nasprotju s slovenskim pravnim sistemom ne predpisuje minimalnega kapitala oziroma je ta simboličen. Izdajo se lahko nominalne ali prave nenominalne delnice, ki temeljijo na premoženju družbe in ne na navedenem kapitalu (angl. *stated capital*). Število delnic, ki je navedeno v pravilih družbe (angl. *authorized shares*), vplačanih (angl. *paid-in*) ali izdanih delnic (angl. *issued*), je lahko različno.

Bratina et al. (2008, str. 286) navajajo, da ZDA omogoča vplačilo z vrednostnimi papirji, storitvami ali celo prihodnjimi obljubljenimi storitvami. Določanje nadomestila je v domeni odbora direktorjev, ki tudi opredeljuje, ali je nadomestilo enako oziroma enakovredno prejetim delnicam. Šteje se, da so delnice polno vplačane, ko odbor direktorjev poda izjavo o primernosti. Odbor direktorjev za takšno izjavo prevzema popolno odgovornost.

Sistem ZDA je zasnovan tako, da se dovoljujejo izplačila delničarjem. Pomemben pogoj pri tem je, da se s tem dejanjem ne ogroža solventnosti družbe. V ta namen se uporablja bilančni

test in test solventnosti. Splošna določila Enotnega akta o goljufivih prenosih dodatno ščitijo upnike. Tudi v tem primeru odbor direktorjev v celoti prevzema odgovornost za tovrstna plačila.

V sistemu ZDA sta omogočena pridobivanje (angl. *redemption*) ali povratni nakup lastnih delnic (angl. *share repurchase*). Zavedati se moramo, da gre pri pridobitvi dejansko za vrnitev vložka delničarjem, zato ne preseneča, da so pravila za pridobitev podobna pravilom za izplačila delničarjem. Odbor direktorjev sprejme odločitev o pridobitvi.

Primerjalno pravno gledano se utemeljeno pojavi dvom v smiselnost (zbirokratiziranost) pravil osnovnega kapitala v slovenskem pravnem redu v povezavi z rešitvami v ZDA. Kot navajajo Bratina et al. (2008, str. 286), je namreč dejstvo, da je odzivnost (hitrost) posameznih kapitalskih družb iz obeh okolij evidentno v prid korporacijam ZDA, ki tudi potrjuje njihovo večjo konkurenčnost.

SKLEP

Ugotavljam, da ameriška zakonodaja ne navaja taksativnih izjem ponovne pridobitve lastnih delnic. Njihovega števila ne omejuje na 10 odstotkov osnovnega kapitala. V ZDA v večini držav namreč ni predpisanega minimalnega kapitala oziroma je ta simboličen. Na splošno odbor direktorjev odobri pridobitev lastnih delnic. Običajno odobritev pridobivanja lastnih delnic ni potrebna s strani delničarjev, kot je to potrebno v slovenskem pravnem redu. 1. odstavek 248. člena ZGD-1 določa, da je pravni posel, s katerim družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic, ničen. V ameriškem sistemu pa se korporacija lahko zadolži za namen pridobitve lastnih delnic. To je razvidno iz člena 1.40. RMBCA, ki nastanek zadolženosti (angl. *incurrence of indebtedness*) korporacije v ali za korist svojih delničarjev za katerokoli od njenih delnic opredeljuje kot enega izmed načinov izplačila (angl. *distribution*). RMBCA v pododdelku (c) določa, da korporacija ne sme opraviti nikakršnega izplačila, če po učinku transakcije ne more odplačati svojih dolgov, ki nastanejo pri običajnem obsegu poslovanja. Poleg tega morajo biti celotna sredstva, ki ostanejo po izplačilu, vsaj enaka vsoti celotnih obveznosti in znesku (razen če akti o ustanovitvi ne dovoljujejo drugače), ki bi bil potreben, če bi korporacija prenehala kot pravni subjekt v času izplačila, v višini, ki izpolnjuje prednostne pravice po razpustitvi delničarjev, čigar prednostne pravice so superiorne tistim, ki prejemajo izplačilo.

Delaware splošni korporacijski zakon v 160. (a) členu določa, da lahko vsaka korporacija kupi (angl. *purchase*), pridobiva (angl. *redeem*), prejme, vzame ali kako drugače pridobi, ima v lasti ter drži, proda, posodi, zamenja, izmenja ali kako drugače razpolaga, zastavi, uporabi ali kako drugače ravna s svojimi lastnimi delnicami, vendar pod pogojem, da tega ne stori, ko je kapital korporacije oslabljen ali če bi takšen nakup ali pridobivanje povzročila oslabitev

kapitala korporacije. Potrjujem HIPOTEZO 1, ki navaja, da ima ureditev odkupa lastnih delnic po ameriškem pravu prednosti glede na ureditev v slovenskem pravnem redu.

Namen oziroma smisel zakona (lat. *ratio legis*) ureditve odkupa lastnih delnic delniških družb po slovenskem pravnem redu je podan v 1. odstavku 247. člena ZGD-1, kjer je taksativno navedenih 8 možnih izjem, v okviru katerih sme družba pridobiti lastne delnice. Družba sme tako pridobiti lastne delnice, če je pridobitev nujna, da se prepreči huda, neposredna škoda, kadar se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe, da se delničarjem zagotovi odpravnina po zakonu, če je pridobitev neodplačna, če banka, zavarovalnica ali druga finančna organizacija pridobi delnice pri nakupni komisiji, kadar jih pridobi na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva, na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju kapitala in na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja največ 36 mesecev, določa najvišjo in najnižjo nakupno ceno pri pridobivanju delnic in število delnic, ki se lahko pridobijo. Nasprotno je namen zakona ureditve odkupa lastnih delnic v ameriški ureditvi bolj liberalen in s tem daje korporacijam večji manevrski prostor glede ponovne pridobitve lastnih delnic. Je pa zakon natančen, da se s tem dejanjem ne sme ogroziti solventnosti družbe (bilančni test in test solventnosti). Tako npr. 513. (a) člen Newyorškega zakona o poslovnih korporacijah določa, da korporacija ne sme kupiti lastnih delnic, če pa so pridobljive (angl. *redeemable*), zamenljive ali izmenljive, pridobiti, zamenjati ali izmenjati v ali za denar, zadolžitev (angl. *indebtedness*) ali drugo premoženje, drug vrednostni papir korporacije, če bi s tem dejanjem ali kot posledica tega dejanja korporacija postala insolventna. Delnice so lahko kupljene ali pridobljene samo iz naslova presežka (angl. *surplus*). Potrjujem HIPOTEZO 2, ki trdi, da namen oziroma smisel zakona (lat. *ratio legis*) ureditve odkupa lastnih delnic delniških družb po slovenskem pravnem redu ni skladen z *ratio legis* po ameriški ureditvi.

1. odstavek 227. člena ZGD-1 prepoveduje vrnitev in obrestovanje vložkov. 2. odstavek omenjenega člena pa pojasnjuje, da se plačilo deleža v bilančnem dobičku in plačilo zaradi dopustne pridobitve lastnih delnic v skladu s tem zakonom ne štejeta za vrnitev vložkov. Sistem ZDA je zasnovan tako, da se dovoljujejo izplačila delničarjem. Pomemben pogoj pri tem je, da se s tem dejanjem ne ogroža solventnosti družbe. V ta namen se uporabljata bilančni test in test solventnosti. Omogočeno je pridobivanje ali povratni nakup lastnih delnic. Zavedati se moramo, da gre pri pridobitvi dejansko za vrnitev vložka delničarjem, zato ne preseneča, da so pravila za pridobitev podobna pravilom za izplačila delničarjem. V Sloveniji družba sama sebi ne more biti lastnik deleža. Če fingiramo, lahko ugotovimo, da je vrednost lastnih delnic enaka 0, saj družba načeloma iz njih nima nobenih pravic. Zato je treba tudi uravnotežiti bilanco stanja in delež pridobljenih lastnih delnic upoštevati kot odbitek na pasivni strani. S tem pa prikazujemo »napačno« bilančno vrednost družbe (višjo). Če bi prišlo do stečaja družbe, je to vredno 0, zato Američani to preprosto odstranijo iz kapitala. Zaradi tega dejstva je njihova pridobitev lastnih delnic enaka izplačilu iz družbe in te umaknejo, da jih po potrebi lahko spet kdaj izdajo s prodajo. Zato gre v ZDA pri pridobitvi lastnih delnic za vrnitev vložka, s tem pa tudi za podrejenost glede testa solventnosti in likvidnosti kot pri

kateremkoli izplačilu. HIPOTEZO 3, da gre pri pridobitvi lastnih delnic v sistemu ZDA dejansko za vrnitev vložka delničarjem in so zato pravila za njihovo pridobitev podobna pravilom za izplačilo (angl. *distribution*) delničarjem, tako potrjujem.

Skladno s 171. členom ZGD-1 mora osnovni kapital delniške družbe znašati najmanj 25.000 EUR in se v skladu s 170. členom ZGD-1 glasi na nominalni znesek v EUR. Večina držav v ZDA v nasprotju s slovenskim pravnim sistemom ne predpisuje minimalnega kapitala oziroma je ta simboličen. ZGD-1 v 172. členu določa, da so delnice lahko oblikovane kot delnice z nominalnim zneskom ali kot kosovne delnice, pri čemer 1. odstavek tega člena izrecno prepoveduje, da bi družba imela obe obliki delnic hkrati. Nasprotno pa v ameriškem sistemu večina državnih zakonodaj dopušča izdajo obeh vrst delnic, kot npr. to določa Delaware splošni korporacijski zakon v 151. (a) členu. Tako v primeru sočasne (simultane) izdaje obeh vrst delnic predstavlja vsota vseh nominalnih delnic (angl. *par value shares*) in višina nadomestila za kosovne delnice (angl. *non par value shares*), ki jih korporacija določi sama, vrednost osnovnega kapitala. Tako potrjujem HIPOTEZO 4, da se zasnova ureditve delniške družbe z vidika osnovnega kapitala v smislu njegove sestave iz kosovnih in nominalnih delnic v slovenskem pravnem sistemu razlikuje od ameriškega.

LITERATURA IN VIRI

1. ATVP, Agencija za trg vrednostnih papirjev (2011). *Prepovedana ravnanja zlorabe trga finančnih instrumentov*. Najdeno 2. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/documents/Prepovedana_ravnanja_zlorabe_trga_financnih_instrumentov.pdf
2. Bouchon, M., Dechlinger, K. D., Fleischer, H., Fuchs, A., Jakovou, N., Jung, P., Mennicke, P. R., Pfuller, M., Schlette, V., WaBmer, M. P., & Zimmerman, M. (2009). *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Kommentar*. Munchen: C. H. Beck.
3. Bragg, M. S. (2011). *GAAP. Interpretation and Application of GENERALLY ACCEPTED ACCOUNTING PRINCIPLES*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
4. Brav, A., Graham, R. J., Harvey, R. C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, 483–527. Najdeno 22. februarja 2015 na spletnem naslovu https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Published_Papers/P88_Payout_policy_in.pdf
5. Bratina, B., Jovanovič, D., & Podgorelec, P., Primec, A. (2008). *Pravo družb z osnovami gospodarskega pogodbenega prava*. Maribor: De Vesta.
6. Bratina, B., Bratina, M., Drnovšek, G., & Jovanovič, D., Radolič, B. (2008). *D. d. – delniška družba s komentarjem: vzorci aktov za njeno delovanje*. Maribor: De Vesta.
7. Brigham, F. E., & Daves, R. P. (2003). *Intermediate Financial Management* 8th Ed. London: Thomson Learning.
8. *CALIFORNIA CORPORATIONS CODE*. Najdeno 25. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.leginfo.ca.gov/.html/corp_table_of_contents.html
9. Cankar, N. (2004). Obramba delniške družbe pred prevzemom po slovenski zakonodaji. V G. Gerželj, M. Kovač, I. Milač, U. Velikonja, G. Pajek, J. Podlipnik, A. Andrić, N. Mlakar, B. Pavec, Mlinarič, Š., & Zajc, K. (ur), *Corporate governance v Sloveniji: pravnoekonomska analiza gospodarskih družb* (str. 279–303). Ljubljana: Pravna fakulteta.
10. Cepec, J., & Kovač, M. (2012). *Poslovno pravo. Osnove s praktičnimi primeri*. Ljubljana: GV Založba.
11. Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2001). *Do Firms Knowingly Repurchase Stock for Good Reason*. Najdeno 22. februarja 2015 na spletnem naslovu <file:///D:/Users/Uporabnik/Downloads/02e7e528da8452221a000000.pdf>

12. Čas, M., & Jamnik, S. (2000). *Borzno pravo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
13. Dallochio, M., Le Fur, Y., Salvi, A., & Vernimmen, P., Quiry, P. (2005). *Corporate Finance. Theory and Practice*. Velika Britanija: John Wiley & Sons Ltd.
14. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation. Tools and Techniques for Determining the value of Any Asset* 2nd Ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
15. Damodaran, A. (2010). *Applied Corporate Finance* 3rd Ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
16. *Delaware Code*. Najdeno 17. maja 2015 na spletnem naslovu <http://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>
17. Dittmar, K., A. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business*, Vol. 73, No. 3, 331–355. Najdeno 21. februarja 2015 na spletnem naslovu http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/Research/JB_2000.pdf
18. Dorsey & Whitney LLP. *REGULATION OF STOCK REPURCHASE PROGRAMS UNDER THE FEDERAL SECURITIES LAW*. Najdeno 5. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.dorsey.com/files/tbl_s21Publications%5CPDFUpload141%5C304%5C100%20Stock%20Repurchase%20Programs%20020328.pdf
19. Epstein, B. J., & Jermakowicz, E. K. (2007). *IFRS. Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
20. Gorenje d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2011. Velenje: Gorenje d.d.
21. Gorenje d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2012. Velenje: Gorenje d.d.
22. Gorenje d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2013. Velenje: Gorenje d.d.
23. Gorenje d.d. (2015). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2014. Velenje: Gorenje d.d.
24. Grinblatt, M., & Titman, S. (1998). *Financial Markets and Corporate Strategy*. Singapore: McGraw-Hill.

25. Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, pp 31–51. Najdeno 22. februarja 2015 na spletnem naslovu http://burridgecenter.colorado.edu/html/images/Guest_Speakers/jacfsurvey.pdf
26. Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *THE JOURNAL OF FINANCE*, vol LVII, No. 4. Najdeno 21. februarja 2015 na spletnem naslovu <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/final%20version.pdf>
27. Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, 181–208. Najdeno 22. februarja 2015 na spletnem naslovu <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.8147&rep=rep1&type=pdf>
28. Ivanjko, Š., & Kocbek, M. (2001). *Pravo družb. Statusno gospodarsko pravo* (2. spremenjena in dopolnjena izdaja). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
29. Ivanjko, Š., Kocbek, M., & Prelič, S. (2009). *Korporacijsko pravo. Pravni položaj gospodarskih subjektov* (Druga, dopolnjena in predelana izdaja). Ljubljana: GV Založba.
30. Jagannathan, M., Stephens, P. C., & Weisbach S. M. (1999). Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchases. Najdeno 22. februarja 2015 na spletnem naslovu <file:///D:/Users/Uporabnik/Downloads/SSRN-id148548.pdf>
31. Jamnik, G., Krašovec, J. & Žnidaršič, M. (2000). *Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih*. V Aver, B., Čadež, S., Divjak, M., Gazvoda, M., Jamnik, G., Jašovič, B., Jogan, N., Kleindienst, R., Krašovec, J., Lukovac, J., Mramor, D., Novak, B., Petrič, M., Pustatičnik, J., Romih, M., Selan, M., Sluga, G., Veselinovič, D., Zupančič, B. & Žnidaršič, M. (ur.), *Trg kapitala v Sloveniji* (str. 133–209). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
32. Jerman, B., & Vidic, T. (2012). *Temelji civilnega in gospodarskega prava – teorija in praksa*. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
33. Jovanovič, D., Novak K., D. & Volk, D. (2008). *Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP) z navzkrižnim navajanjem zakonodaje*. Ljubljana: Planet GV.
34. Kocbek, M., Plavšak, N., & Pšeničnik, D. (2006). *Zakon o prevzemih (ZPre-1)/uvodna pojasnila*. Ljubljana: GV Založba.

35. Kocbek, M., & Prelič, S. (2009). *Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelo ZGD-1C / uvodna pojasnila*. Ljubljana: GV Založba.
36. Korže, B. (2014). *Pravo družb in poslovno pravo* (2. spremenjena in dopolnjena izdaja). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
37. Krka d. d. (2012). Letno poročilo podjetja Krka d. d. za leto 2011. Novo mesto: Krka d.d.
38. Krka d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2012. Novo mesto: Krka d.d.
39. Krka d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2013. Novo mesto: Krka d.d.
40. Krka d.d. (2015). Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2014. Novo mesto: Krka d.d.
41. Ljubljanska borza. *Priporočila javnim družbam za obveščanje. 4. verzija. 1. februar 2013*. Najdeno 10. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/media/Attachments/Oborzi/PRIPORO%C4%8CILA_obve%C5%A1%C4%8Danje_februar_2013_final_za_objavo.pdf
42. Luka Koper d. d. (2012). Letno poročilo podjetja Luka Koper d. d. za leto 2011. Koper: Luka Koper d. d.
43. Luka Koper d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2012. Koper: Luka Koper d.d.
44. Luka Koper d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Luka Koper za leto 2013. Koper: Luka Koper d.d.
45. Luka Koper d.d. (2015). Letno poročilo podjetja Luka Koper za leto 2014. Koper: Luka Koper d.d.
46. Mayo, B. H. (2000). *Investments. An Introduction* 6th Ed. Florida: The Dryden Press.
47. *New York Code – Article 5: CORPORATE FINANCE*. Najdeno 20. oktobra 2015 na spletnem naslovu <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/BSC/5>
48. Obligacijski zakonik (OZ). *Uradni list RS* št. 83/01, 40/07
49. Petrol d. d. (2012). Letno poročilo podjetja Petrol d. d. za leto 2011. Ljubljana: Petrol d. d.
50. Petrol d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2012. Ljubljana: Petrol d.d.

51. Petrol d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2013. Ljubljana: Petrol d.d.
52. Petrol d.d. (2015). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2014. Ljubljana: Petrol d.d.
53. Plavšak, N. (2009). Nujnost skupne (vzporedne) obravnave predpostavk odgovornosti in razlogov za oprostitev te odgovornosti. V Juhart, M., & Venčur, R. (ur), *Obligacijsko pravo, splošni del* (str. 498). Ljubljana: GV Založba.
54. Pozavarovalnica Sava d. d. (2012). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. za leto 2011. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d. d.
55. Pozavarovalnica Sava d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. za leto 2012. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
56. Pozavarovalnica Sava d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. za leto 2013. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
57. Pozavarovalnica Sava d.d. (2015). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. za leto 2014. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
58. Puharič, K. (2001). *Gospodarsko pravo z osnovami prava* (7. spremenjena in dopolnjena izdaja). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
59. Rajgelj, B. (2007). *Pravo gospodarskih družb v EU*. Ljubljana: GV Založba.
60. Republika Slovenija. Višje sodišče v Kopru (2007, 28. september). *VSK sklep Cpg 240/2007. PRAVO DRUŽB - ZAVAROVANJE TERJATEV. Prepoved razpolaganja z delnicami - lastne delnice - umik delnic*. Najdeno 5. oktobra 2015 na spletnem naslovu <http://www.sodisce.si/viskp/odlocitve/41541/>
61. *SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934*. Najdeno 3. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>
62. *SEC Guidance on Share Repurchase Safe Harbour from Liability*. Najdeno 25. oktobra 2015 na spletnem naslovu <http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Capital-Markets/USA/Fried-Frank-Harris-Shriver-Jacobson-LLP/SEC-Guidance-on-Share-Repurchase-Safe-Harbour-from-Liability>
63. Sklep o informacijah o pomembnih deležih. *Uradni list RS št. 106/07, št. 33/08*

64. Šinkovec, J., & Tratar, B. (2004). *Komentar zakona o gospodarskih družbah s sodno prakso, vzorci tožb in vzorci aktov gospodarskih družb ter prilogami*. Lesce: Založba Legat.
65. Tirole, J., (2006). *The Theory of Corporate Finance*. New Jersey: Princeton University Press.
66. U.S. Securities and Exchange Commission. *Division of Market Regulation: Answers to Frequently Asked Questions Concerning Rule 10b-18 («Safe Harbor» for Issuer Repurchases)*. Najdeno 4. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504.htm>
67. U.S. Securities and Exchange Commission. *Insider trading*. Najdeno 2. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>
68. U.S. Securities and Exchange Commission. *Speech by SEC Staff: Insider Trading - A U.S. Perspective*. Najdeno 2. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>
69. Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling/An Empirical Study. *Journal of Financial Economics* 9, 139-183. Najdeno 21. februarja 2015 na spletnem naslovu <file:///D:/Users/Uporabnik/Downloads/CSR1-s2.0-0304405X81900118-main-Copy.pdf>
70. Vermaelen, T., (2005). *Share Repurchases. Foundations and Trends in Finance, Vol. 1, No 3, 171–268*. Najdeno 22. februarja 2015 na spletnem naslovu <file:///D:/Users/Uporabnik/Downloads/SSRN-id1625024.pdf>
71. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD). *Uradni list RS* št. 42/06, 55/15
72. Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI). *Uradni list RS* št. 67/07, 55/12
73. Zavarovalnica Triglav d. d. (2012). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. za leto 2011. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d. d.
74. Zavarovalnica Triglav d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. za leto 2012. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
75. Zavarovalnica Triglav d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. za leto 2013. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.

76. Zavarovalnica Triglav d.d. (2015). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. za leto 2014. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.